

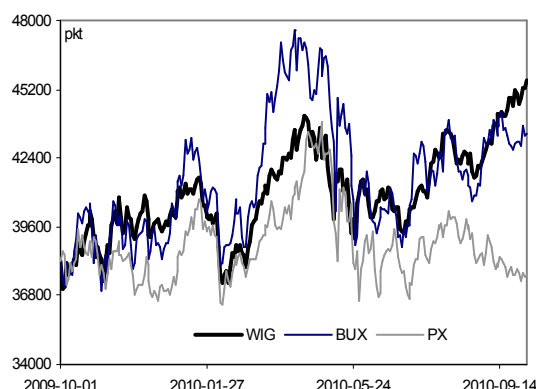
5 października 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	45 542
Średnie P/E 2010	16,0
Średnie P/E 2011	13,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 500 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Październik 2010

Rynek akcji. Rynki spekulują pod informacje o kolejnych programach pomocowych, które naszym zdaniem są już w dużej mierze zdyskontowane. W najbliższych miesiącach ISM dla przemysłu spadnie poniżej 50 pkt., co odświeży obawy o scenariusz zakładający wyjście z recesji w formie „W”. Na takie ryzyko wskazuje dekompozycja ISM, który wyraźnie wskazuje, że motorem wzrostu są zapasy przy wyraźnie spadających nowych zamówieniach.

Ze spółek

Banki. Danymi, które mogą mieć największy wpływ na nasze prognozy zysków jest październikowa decyzja RPP w sprawie stóp procentowych (my zakładamy pierwszą podwyżkę w 1Q 2011) oraz rozwój jakości kredytów. Wcześniejsze od zakładanych podwyżki stóp procentowych byłyby korzystne przede wszystkim dla PKO BP, a dalsza poprawa jakości kredytów korporacyjnych powinna być pozytywna dla walerów Handlowego.

Paliwa. Znaczące umocnienie złotego przy ustalonej już na kluczowe kwartały sezonu korzystnej taryfie hurtowej powinno mocno wspierać kurs PGNiG. Takie tendencje walutowe są z kolei mniej sprzyjające dla rafinerii, które dodatkowo doświadczają słabych marż przerobowych.

Energetyka. Utrzymujące się wyższe ceny energii na TGE, pozytywne doniesienia z procesu prywatyzacji Enei oraz oczekiwania poprawy wyników w przyszłym roku powinny wspierać sentyment do sektora. Najbardziej atrakcyjnym obiektem inwestycyjnym nadal pozostaje Tauron.

Telekomunikacja. Przy obecnych cenach akcji telekomów ponownie preferujemy akcje TP SA, kosztem Netii (obniżenie rekomendacji do redukuj).

Media. Wzrosty ostatniego tygodnia wyczerpały według nas potencjał wzrostowy na akcjach Agory. Tym samym przechodzimy do neutralnego nastawienia do sektora mediów.

Informatyczne. Wśród dystrybutorów potencjał wzrostowy widzimy w AB i Asbisie. W przypadku Asseco czasowo na notowania negatywnie przekładać się będzie planowana emisja akcji. W Sygnty restrukturyzacja przyniesie efekty dopiero w przyszłym roku niemniej akcje tej spółki również posiadają spory potencjał wzrostu.

Przemysł. Atrakcyjne nadal pozostają akcje Spółki Kernel i Kopex. Ostatnie wzrosty można wykorzystywać do sprzedaży papierów Famuru.

Budownictwo. Obawiamy się negatywnych zaskoczeń w grupie największych firm budowlanych (m.in. wyniki H2 2010 Polimexu i Mostostalu Warszawa). Rekomendujemy przeważanie małych i średnich firm z branży, w tym spółek specjalistycznych.

Deweloperzy. Koniunktura w sektorze prezentuje się neutralnie. Wyceny wybranych spółek z branży nadal są bardzo atrakcyjne. W wybranych przypadkach dyskonto do fair value sięga około 25-30% (Polnord, wybrane spółki nie objęte rekomendacjami).

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla GTC (Akumuluj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Agora (Trzymaj), Handlowy (Trzymaj), Kernel (Akumuluj), Kęty (Trzymaj), Millennium (Redukuj), Netia (Redukuj), PBG (Sprzedaj), PKO BP (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: Emperia (Zawieszona) i Eurocash (Zawieszona).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Banki.....	12
5.1. BZ WBK	15
5.2. Getin	17
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	18
5.5. Kredyt Bank	19
5.6. Millennium	20
5.7. Pekao	21
5.8. PKO BP	22
6. Ubezpieczyciele	24
6.1. PZU	25
7. Paliwa, chemia.....	27
7.1. Ciech	28
7.2. Lotos	29
7.3. PGNiG	30
7.4. PKN Orlen	32
7.5. Police	33
7.6. ZA Puławy	34
8. Energetyka.....	35
8.1. CEZ	35
8.2. Enea.....	36
8.3. PGE	37
8.4. Tauron	38
9. Telekomunikacja	39
9.1. Netia	40
9.2. TP SA	41
10. Media	42
10.1. Agora	42
10.2. Cinema City	43
10.3. Cyfrowy Polsat	44
10.4. TVN	45
11. IT	47
11.1. AB.....	48
11.2. Action.....	49
11.3. ASBIS	50
11.4. Asseco Poland	51
11.5. ComArch.....	54
11.6. Komputronik.....	56
11.7. Sygnity.....	57
12. Górnictwo i metale	58
12.1. KGHM	58
12.2. LW Bogdanka	59
13. Przemysł.....	60
13.1. Astarta	60
13.2. Cersanit	61
13.3. Famur	62
13.4. Kernel	63
13.5. Kęty	65
13.6. Kopex	67
13.7. Mondi	68
14. Budownictwo	69
14.1. Budimex	71
14.2. Centrum Klima	73
14.3. Elektrobudowa	74
14.4. Erbud	75
14.5. Mostostal Warszawa	77
14.6. PBG	78
14.7. Polimex Mostostal	79
14.8. Rafako	80
14.9. Trakcja Polska	81
14.10. Ulma Construcccion Polska	82
14.11. Unibep	83
15. Deweloperzy	84
15.1. Dom Development	85
15.2. GTC	86
15.3. J.W. Construction.....	87
15.4. Polnord	88
16. Handel	90
16.1. Emperia Holding	90
16.2. Eurocash	91

Rynek akcji

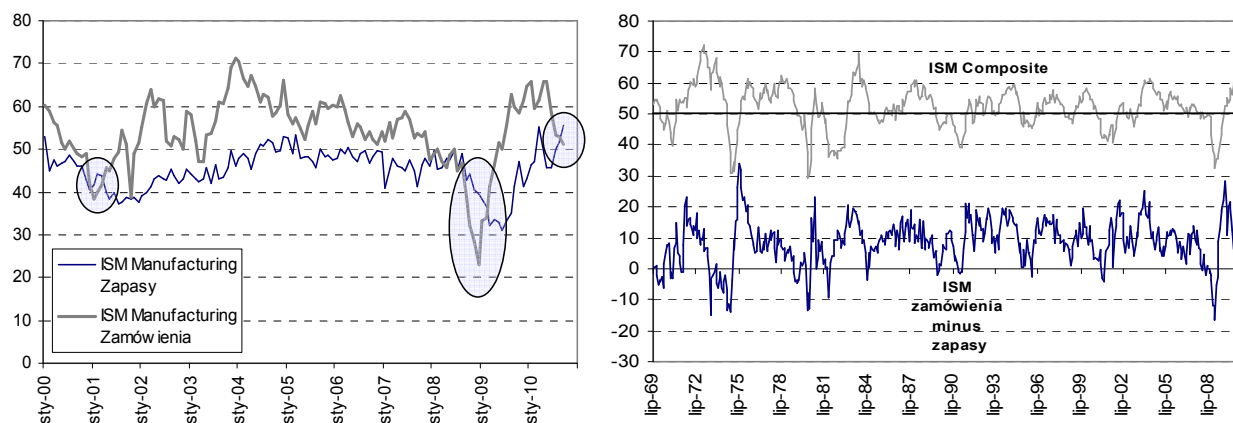
NBER raportuje, że w czerwcu 2009 roku nastąpił koniec recesji – jednocześnie FED mówi o potrzebie kolejnego programu „luzowania ilościowego”. We wrześniu istotny wpływ na zachowanie rynków finansowych a przede wszystkim walut (osłabienie USD, umocnienie walut rynków wschodzących, yena) i rynku akcji miało wystąpienie szefa FED, który utrzymał dotychczasowy poziom stopy bazowej (0-0,25%), dodatkowo przekazując informację, że w kolejnych miesiącach utrzyma rekordowo niskie stopy a także w razie potrzeby będzie dalej luzował politykę monetarną (również będzie reinwestował środki z zapadających MBSów i papierów dłużnych agencji w obligacje skarbowe). Oczekuje się, że więcej szczegółów w kwestii luzowania polityki monetarnej FED może przedstawić na posiedzeniu listopadowym, które odbędzie się już po wyborach do Kongresu.

Należy pamiętać, że światowa gospodarka nadal rozwija się bazując na „sztucznym napędzie”. Biorąc pod uwagę wygasający impet wzrostu oraz kończące się w br. pakiety stymulacyjne, zapewne nie przekonamy się w jakiej jest realnie kondycji światowa gospodarka, bo rządy i banki centralne będą musiały zaaplikować kolejną dawkę pomocy. Obecnie rynki spekulują pod informację o kolejnych programach pomocowych, które naszym zdaniem są już w dużej mierze zdyskontowane. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach ISM dla przemysłu spadnie poniżej 50 pkt., co odświeży obawy o scenariusz zakładający wyjście z recesji w formie „W”. Na takie ryzyko wskazuje dekompozycja ISM, który wyraźnie wskazuje, że motorem wzrostu są zapasy przy wyraźnie spadających nowych zamówieniach. W poprzednich cyklach wyższy wskaźnik ISM dla zapasów w stosunku do nowych zamówień sprowadzał zagregowany ISM poniżej granicy wyznaczającej wzrost gospodarki. W takim scenariuszu w perspektywie 2-3 miesięcy powinno nastąpić wyraźne pogorszenie sytuacji w Europie - szczególnie w proeksportowych Niemczech i krajach z wysokimi deficytami budżetowymi, co ponownie będzie umacniało USD. To oznacza spadek cen surowców i akcji. Taki scenariusz zdyskontował już rynek długu (rentowność 10Y w USA wynosi 2,5%), któremu zdecydowanie bliżej do deflacji niż inflacji. O ryzyku deflacji może świadczyć brak wzrostu cen towarów konsumpcyjnych i realnych zarobków, przy nadal pogarszających się nastrojach konsumentów (*Conference Board* spadek we wrześniu do 48,5 pkt). Wyniki spółek za 3Q będą miały znaczenie historyczne (ze względu na opóźnienie w relacji stosunku do gospodarki niemieckiej, w Polsce nadal dobra perspektywa 4Q).

ISM dla przemysłu spadnie poniżej 50 punktów?

Zwracamy uwagę na zachowanie się indeksu ISM w USA, który dotychczas pozwalał dosyć skutecznie prognozować przyszłe zachowanie się gospodarki amerykańskiej. W ostatnim odczycie za wrzesień ISM w przemyśle spadł do poziomu 54,4 pkt. z 56,3 pkt. w sierpniu. Oznacza to nadal ekspansję gospodarki, chociaż wytracającą impet. W obecnej fazie cyklu byłoby to całkiem normalne. Głębsza analiza poszczególnych komponentów wskaźnika wskazuje jednak na niepokojącą tendencję. Rośnie ISM opisujący zapasy oraz ceny, co utrzymuje wskaźnik nadal na „bezpiecznych poziomach”, jednak kluczowy dla przyszłego wzrostu element – nowe zamówienia – systematycznie maleje (obecnie 51,1 pkt.). Wskaźnik dla zapasów wzrósł do 55,6 pkt. W dotychczasowej historii prawie zawsze kiedy komponent zapasów rósł powyżej wskaźnika dla nowych zamówień, zagregowany wskaźnik w kolejnych okresach spadał poniżej 50 pkt. początkując lokalny kryzys lub recesję.

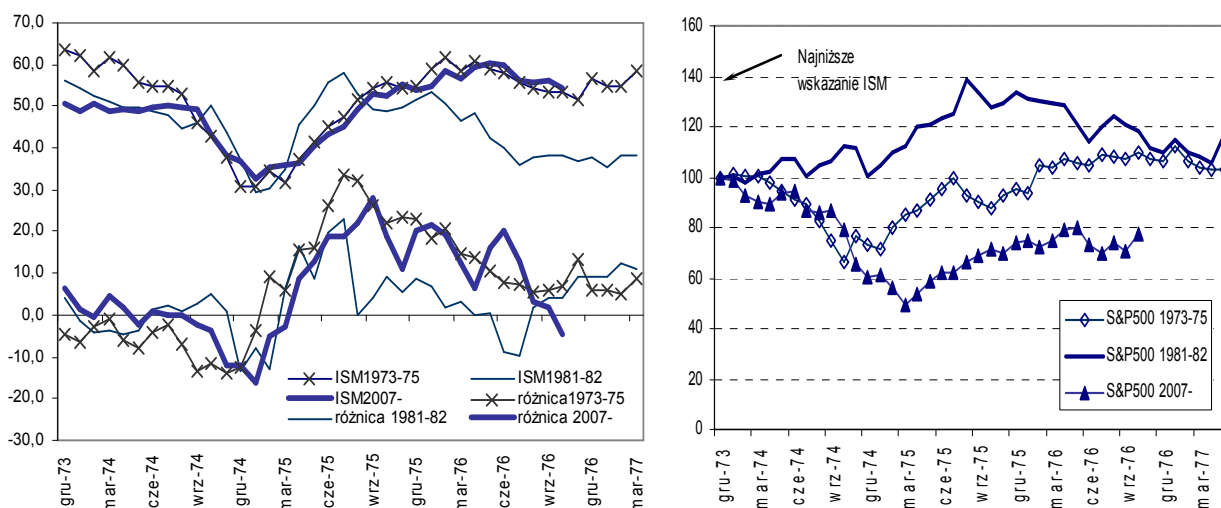
ISM dla przemysłu w USA w rozbiciu na zapasy i nowe zamówienia



Źródło: Bloomberg

Dotychczas wielokrotnie wskazywaliśmy, że ISM dla przemysłu w obecnym cyklu zachowuje się bardzo podobnie do recesji w latach 1973-75 i późniejszym okresie wyjścia z kryzysu. Biorąc pod uwagę dekompozycję wskaźnika w kolejnych miesiącach korelacja ta powinna zakończyć się. Obecnie relacja nowych zamówień do zapasów prezentuje się zdecydowanie gorzej niż w tym samym okresie wyjścia z recesji 1973-75, ale bardziej przypomina scenariusz podwójnego dna „W” z lat '80. Po pierwszej fazie recesji w roku 1980 (7 miesięcy) nastąpiło dynamiczne odbicie w gospodarce. Jednak dosyć szybko ISM zaczął wskazywać, że w przemyśle brakuje nowych zamówień a wzrost opiera się na odbudowaniu zapasów. Konsekwencją tego było szybkie zejście zagregowanego ISM poniżej 50 pkt. i kolejna faza recesji, która obniżyła S&P500 o ponad 25%. W przeciwieństwie do lat '80 obecne władze monetarne i fiskalne silnie stymulują gospodarkę, co ma jednak dwa oblicza. Z jednej strony można powiedzieć, że gospodarka jest słaba mimo silnej stymulacji a władze „wyszczerzały się już z amunicji” na kolejną fazę spowolnienia (zadłużenie w relacji do PKB). Z drugiej interwencja państwa pomogła uchronić gospodarkę od prawdziwej katastrofy i nie dopuścił poprzez kolejne programy pomocowe do kolejnego większego załamania. Czas pokaże. Z pewnością czynnikiem, który może pomagać obecnie amerykańskiej gospodarce a szczególnie na poziomie nowych zamówień dla przemysłu będzie słaby USD.

ISM i różnica komponentów ISM: nowe zamówienia – zapasy w najdłuższych recesjach oraz porównanie ISM w przemyśle i usługach



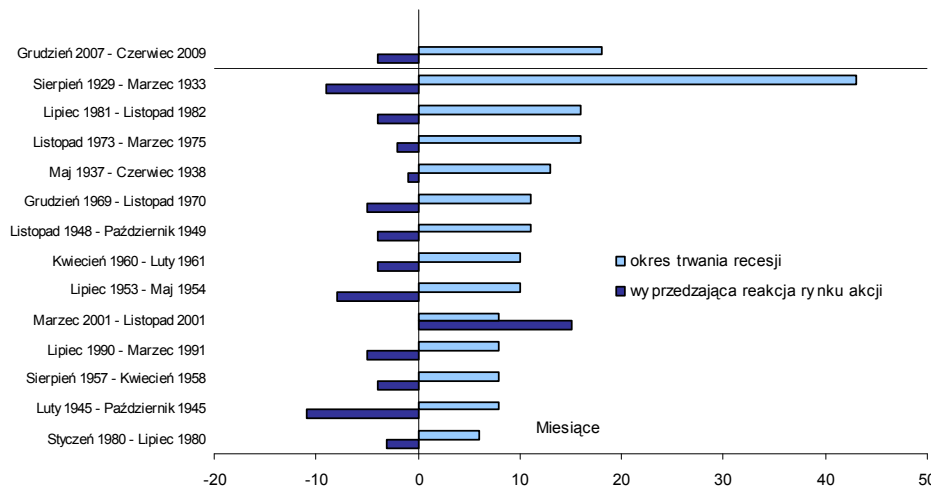
Źródło: Bloomberg

Zwracamy również uwagę, że ISM dla usług – biorąc pod uwagę udział usług w amerykańskim PKB (ważny element konsumpcji) wskaźnik istotniejszy niż dla przemysłu – zachowuje się istotnie słabiej niż dla przemysłu. W sierpniu jego poziom obniżył się do 51,5 pkt. O tym, że wskaźniki dla USA wyprzedzają wskaźniki PMI dla Europy pisaliśmy już wielokrotnie. Obecnie efekt ten będzie potęgowany umocnieniem się EUR w stosunku do USD.

Koniec recesji

Zgodnie z definicją Komisji ds. Określania Cykli Gospodarczych przy The National Bureau of Economic Research recesja w USA zakończyła się w czerwcu 2009 roku co oznacza, że trwała 18 miesięcy. Tym samym był o dwa miesiące dłuższa niż recesje w latach 1981/82 i 1973/5. Jest to bardziej informacja techniczna bez znaczenia prognostycznego i oznacza tyle, że jeśli nastąpi kolejne załamanie gospodarki, będzie to już kolejny cykl a nie kontynuacja poprzedniego. Taka sytuacja wystąpiła w latach '80. Po recesji roku 1980 (styczeń-lipiec) gospodarka amerykańska notowała wzrosty aż do lipca 1981 roku, kiedy nastąpiła 16 miesięczna recesja. Przy okazji formalnego zakończenia ostatniej recesji warto jeszcze raz prześledzić jej kolejne etapy, co pozwala lepiej ocenić w jakim stadium cyklu znajduje się obecnie gospodarka.

Okres trwania recesji w USA wg. NBER



Źródło: NBER

Początek recesji to pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, która wywołała kryzys w systemie bankowym i załamanie się systemu finansowania gospodarki. Spadek cen nieruchomości i towarzyszący mu spadek cen aktywów finansowych (związany m.in. z bessą na giełdzie) wywołały silny efekt majątkowy spadku zagregowanego popytu, co szczególnie silnie dotknęło kraje, w których gospodarstwa domowe były silnie zadłużone. Obniżenie konsumpcji prywatnej, inwestycji a także eksportu rozszerzyło się na kolejne kraje a recesja stała się recesją globalną, wywołując również reakcję na rynku pracy. Powszechnie przywoływano przykład recesji z okresu „Wielkiego Kryzysu 1929-33”.

Aby uniknąć powtórki Wielkiego Kryzysu rządy i banki centralne przystąpiły do zmasowanej akcji, która miała na celu przede wszystkim utrzymanie na odpowiednim poziomie płynności finansowej instytucji finansowych – przede wszystkim banków komercyjnych (wykup „toksycznych” aktywów, upaństwowienie części instytucji, zwiększenie gwarancji) oraz stymulowanie zagregowanego popytu (obniżki podatków, ulgi inwestycyjne, wzrost wydatków rządowych na inwestycje infrastrukturalne, konsumpcję zbiorową oraz usługi). W tym samym czasie banki centralne obniżyły stopy procentowe oraz złagodziły politykę udzielania kredytu dla banków komercyjnych i obniżyły poziom wymaganych rezerw obowiązkowych. Żeby sfinansować taką politykę, szczególnie w okresie spadku dochodów budżetowych związanych z kryzysem rządy musiały zwiększyć zadłużenie publiczne emitując papiery dłużne. W rezultacie powszechnie przekroczono poziom referencyjnego (3%) zadłużenia w relacji do PKB a w wielu przypadkach relacja ta wzrosła do ponad 10%.

W efekcie ekspansywnej polityki monetarnej i fiskalnej recesja objawiła się 5% spadkiem PKB a nie jak w Wielkim Kryzysie 20%. Udało się zatrzymać efekt domina w przypadku bankructw w sektorze finansowym, utrzymać zdolność sektora do finansowania strefy realnej gospodarki a poprzez stymulowanie popytu zatrzymać dalszy wzrost bezrobocia. Światowa gospodarka uniknęła katastrofy, ale koszty uniknięcia głębokiej recesji (wzrost zadłużenie publicznego, ilość pieniądza wtłoczonego w gospodarkę i konieczność jego ściągnięcia w odpowiednim czasie) będą stanowiły barierę do dalszego wzrostu. Należy pamiętać, że w 2010 roku światową gospodarkę nadal podtrzymuje „sztuczny napęd” w postaci szeroko rozumianych wydatków rządowych i działań banków centralnych. Na obecną chwilę wydaje się, że przy rosnącej skłonności do oszczędzania (a właściwie spłacania zadłużenia) zastąpienie ich prywatną konsumpcją i inwestycjami jest nierealne.

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

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

W sierpniu roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 13,5% z 10,5% (po rewizji) zanotowanych w lipcu. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna wzrosła z 11,3% do 12,7%. Sierpniowy odczyt okazał się tym samym praktycznie zgodny z medianą oczekiwań analityków (podkreślić należy jednak dużą rozbieżność prognoz w tym miesiącu oraz ryzyka związane z dużym spadkiem produkcji samochodów raportowanym przez Samar). Przechodząc do rozbicia danych o produkcji ewidentne jest, że ożywienie obejmuje znakomitą większość sekcji (dodatnia dynamika roczna w 30 z 34 sekcji). Struktura wzrostu produkcji (dwucyfrowe wzrosty w kategoriach elektronika, komputery, chemikalia, metale) ciągle wskazuje, że polski przemysł podlega znaczącym wpływom ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej. Dane o produkcji nie potwierdzają sugerowanych przez Samar znaczących spadków produkcji pojazdów mechanicznych. Oceniamy, że pozytywna tendencja w polskim przemyśle ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach (kwestia wewnętrznej „samo-podtrzymywalności” wzrostu produkcji). Wysoka dynamika produkcji przemysłowej sugeruje wysoki wzrost PKB za III kw. (prawdopodobnie ok. 4% r/r). Budownictwo odnotowało w sierpniu wzrost o 8,5% r/r wobec 0,8% w lipcu. Potwierdziły się tym samym nasze oczekiwania, że silny spadek produkcji budowlano-montażowej był w lipcu jednorazowy i prawdopodobnie wyniknął z efektu temperatur oraz przesunięć w sezonie urlopowym (obserwowanych zresztą także w gosp. niemieckiej). Lepsza dynamika budownictwa stanowi wsparcie dla nakładów inwestycyjnych w III kwartale, które powinny odnotować już wzrosty w ujęciu rocznym.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu uplasowała się na poziomie 4,1% w ujęciu rocznym, wobec 3,8% (rewizja w dół z 4,0%) w lipcu. Tym samym dynamika miesięczna na poziomie +0,3% okazała się dokładnie zgodna z naszymi oczekiwaniami. W przetwórstwie przemysłowym po wyłączeniu sekcji związanych z produkcją koksu i ropy naftowej ceny spadły o 0,1%, co uznajemy raczej za korektę poprzednich wzrostów (implikowaną po części umocnieniem złotego) niż zmianę trendu (ten wydaje się być wciąż wyznaczany oczekiwaniami cenowymi producentów, które po wzroście kilka miesięcy temu utrzymują się na wysokich poziomach). W obecnej chwili nie widzimy czynników, które mogłyby hamować rosnącą presję inflacyjną wśród cen producentów, choć na razie nie przekłada się ona na ceny konsumentów. Z uwagi na obecną dynamikę procesów realnych wydaje się to jednak tylko kwestią czasu. Choć dane ankietowe GUS sugerują, że wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle sięga około 75%, bardziej adekwatną miarą wydaje się wolumen produkcji sprzedanej przemysłu, który obecnie przekracza wartości osiągnięte w okresie boomu gospodarczego z roku 2008.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sierpniu podniosło się o 2,5 tys. osób, co przełożyło się na przyspieszenie dynamiki rocznej do 1,6% z 1,4% w lipcu. Dane były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Lekki spadek wskaźników koniunktury w branżach wrażliwych na czynniki sezonowe sugerował, że zatrudnienie zostało tam podniesione już w lipcu, a teraz można było się spodziewać co najwyżej utrzymania liczby miejsc pracy – wydaje się, że tak też się stało. Kolejne miesiące mogą przynieść rozczarowanie dynamiką na rynku pracy (patrz nieznaczne obniżenie wskaźników koniunktury, jednak ciągle na dodatnim terytorium), jednak jest to zgodne ze specyfiką optymalizacji zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Wyklarowanie sytuacji odnośnie sytuacji gospodarki światowej (na razie dominuje scenariusz neutralno/optymistyczny) sprzyjać będzie przyspieszeniu dynamiki zatrudnienia na początku przyszłego roku. Nie zmieniamy tym samym naszego poglądu, że rynek pracy będzie stopniowo się umacniał a na wypłaszczenie ścieżki zatrudnienia należy spojrzeć chłodnym okiem, przez pryzmat (chwilowo) gorszych oczekiwań. W sierpniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła z 2,1% r/r do 4,2% r/r (konsensus prognoz wynosił 4,0%). Odczyt sierpniowy prawdopodobnie pod wpływem wyższej liczby dni roboczych w ujęciu rocznym. Biorąc pod uwagę przyzwoitą dynamikę zatrudnienia w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń powinna rosnąć. W całym 2010 płace powinny wzrosnąć o około 4-5%.

Deficyt budżetowy

Po sierpniu deficyt budżetowy wzrósł z 34,9 mld PLN do 36,9 mld PLN. Wykonanie budżetu po siedmiu miesiącach jest tym samym znacznie lepsze niż wartość 46,6 mld PLN zapisana w harmonogramie. Po sierpniu dochody budżetu wzrosły do 160,2 mld PLN wobec 158,9 mld PLN zapisanych w harmonogramie. Podkreślić należy jednak, że lepszy wynik strony dochodowej to przede wszystkim efekt przekazania do budżetu w lipcu 3,95 mld PLN zysku z NBP. Od kilku miesięcy obserwujemy systematyczne wzrosty wpływów z tytułu VAT (skumulowane wpływy są o 5,5 mld PLN większe niż w roku 2009, dynamiki VAT w poszczególnych miesiącach wydają się jednak opadać z 8,6% do 5,5%). Tendencje obserwowane w VAT potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia popytu wewnętrznego.

Znacznie gorzej przedstawia się kwestia wpływów z tytułu CIT i PIT. Ciągłe skumulowane wpływy są mniejsze o odpowiednio 3,2 i 0,84 mld PLN niż w analogicznym okresie roku 2009. Wpływy z CIT prawdopodobnie zaniżają ciągle niższe wyniki sektora bankowego (duże odpisy na rezerwy), co jest odłożonym w czasie efektem spowolnienia z roku 2009. Lepsze niż zapisano w harmonogramie wykonanie budżetu to również wpływ ograniczenia wydatków budżetu. Po siedmiu miesiącach 2010 roku wydatki budżetu wyniosły 197,1 mld PLN wobec 205,5 mld PLN zapisanych w harmonogramie. Niższa dynamika wydatków to prawdopodobnie wynik doraźnych oszczędności na poziomie ministerstw (podobnie jak to miało miejsce w II kw. 2009 roku). Niewykluczone jednak, że ostatnie miesiące 2010 będą charakteryzowały się szybszym wzrostem wydatków. Oceniamy, że zrealizowany w tym roku deficyt ostatecznie będzie jedynie o kilka mld PLN niższy niż wielkość zapisana w ustawie budżetowej. W roku bieżącym ze względu na m.in. masowe zadłużanie się samorządów wzrosło znacznie deficyt sektora finansów publicznych (prawdopodobnie do powyżej 8% PKB wg metodologii unijnej z 7,1% zanotowanych w 2009 roku). W roku 2011 deficyt finansów publicznych utrzyma się prawdopodobnie powyżej poziomu 8% do PKB. Utrzymujemy nasz pogląd, że sytuacja fiskalna Polski oraz brak wiarygodnej (popartej aktami prawnymi) strategii zacieśnienia fiskalnego będzie kontrastował z sytuacją w krajach strefy euro, na których rynki już wymusiły odpowiednie dostosowania. Czynnikiem ten będzie prawdopodobnie w średnim okresie oddziaływał na cenę polskiego długu i wielkość premii za ryzyko. W najbliższym okresie perspektywy dla polskich obligacji nie wydają się jednak złe (głównie ze względu na systematyczny napływ zagranicznego kapitału portfelowego). W tej sytuacji nawet przyspieszona podwyżka stóp nie powinna spowodować znacznego wzrostu rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności.

Inflacja

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji wyniósł 2,0%, czyli dokładnie tyle samo co w lipcu. Oczekiwania oscylowały między 2,1% (MinFin) a 2,2% (konsensus rynkowy). Na rozbieżności między inflacją zrealizowaną, prognozą MinFin i konsensem rynkowym zaważyły ponownie ceny żywności. Ceny żywności spadły o 1,4% m/m zbliżając się tym samym (znowu...) do sezonowego wzorca, który można oszacować na poziomie -1,4-1,5%. W pozostałych kategoriach wzrosty cen ustabilizowały się bądź odnotowały jedynie umiarkowany wzrost. Inflacja bazowa ustabilizowała się na poziomie 1,2%. Inflacja w sierpniu odnotowała najniższy odczyt w bieżącym roku. W kolejnych miesiącach będzie ona stopniowo rosła (we wrześniu zbliży się prawdopodobnie do celu inflacyjnego na poziomie 2,4-2,5%), co będzie stymulowane głównie cenami żywności; na koniec roku inflacja ma szansę zbliżyć się do 3%. W przyszłym roku spodziewamy się podwyżek cen administrowanych, podwyżek cen energii oraz efektów wyższych oczekiwań inflacyjnych (na które istotny wpływ będą miały zrealizowane podwyżki cen żywności w kolejnych miesiącach), co w połączeniu z dobrą kondycją popytu wewnętrznego, który powoli wchodzi w dojrzałą fazę ożywienia, oraz ciągłą stymulacją fiskalną (godny odnotowania jest fakt widoczny w założeniach do projektu budżetu – Ministerstwo Finansów spodziewa się wzrostu spożycia publicznego o około 4,6% w całym roku 2010, przy dynamikach 2,2% w pierwszej połowie roku – kierunek na wydatkach – prawdopodobnie samorządów – wydaje się tym samym jasny) wskazuje na możliwość znacznego przyspieszenia procesów inflacyjnych. Presja inflacyjna może być również wzmacniana od strony kosztowej: inflacja cen producentów jest obecnie dwa razy wyższa od inflacji konsumenckiej i rośnie, a rynek pracy gradualnie się umacnia, co powinno prowadzić do podwyżek płac (już teraz ich tempo wzrostu w przetwórstwie przemysłowym zawiera się w przedziale 5-6%).

Scenariusz makro i presja inflacyjna rodząca się w horyzoncie polityki pieniężnej powinny skutkować zacieśnieniem monetarnym w kolejnych miesiącach. Choć obecne zachowanie cen żywności sugeruje, że ryzyko skokowego jej wzrostu (wynikającego ze skumulowanego szoku występującego na wielu kategoriach jednocześnie) spadło, pozbawiając tym samym rynek „zapalnika” do skokowego podnoszenia stawek FRA, nie zmienia to perspektyw polityki pieniężnej (bardziej jastrzębi Członkowie RPP są świadomi zagrożeń inflacyjnych – stąd też lansowana prewencyjna podwyżka) i perspektyw dla momentum inflacji w przyszłych miesiącach. Przejściowe zatrzymanie inflacji, w połączeniu z dużym prawdopodobieństwem słabszej produkcji przemysłowej (istotny wpływ czynników jednorazowych – Samar podał, że spadek produkcji samochodów wyniósł w sierpniu 65% m/m) wprawdzie jest przyczyną do zmniejszenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych już we wrześniu, jednak nie zmienia faktycznego prawdopodobieństwa tej podwyżki. Obecny odczyt inflacji nie wpływa również na prawdopodobieństwo podwyżki do końca roku. W dalszym ciągu oczekujemy zacieśnienia w okresie wrzesień-grudzień w skali 50pb.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

W lipcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, odnotowano pogorszenie na rachunku obrotów bieżących a deficyt pogłębił się do 1539 mln EUR z 1004 mln EUR w czerwcu; dane historyczne nie zostały poddane rewizji. Na pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących złożyło się przede wszystkim potrojenie deficytu na rachunku towarowym (wynikające z

silnego ograniczenia eksportu – zgodnego jednak z kierunkiem postulowanym przez modele ekonometryczne oparte na danych opublikowanych w lipcu), połączone z utrzymaniem wysokiego deficytu na rachunku dochodów (zarówno relatywnie wysokie opłaty z tytułu odsetek od długu publicznego, jak i sezonowo wysokie wypłaty dywidend ze spółek) oraz niewielkim wsparciem ze strony rachunku transferów bieżących (z wysokiej, około 1,2 mld EUR wpłaty z UE prawie 1 mld EUR został zaklasyfikowany w transferach kapitałowych). Po stronie rachunku finansowego nie odnotowano istotnych zmian, niemniej jednak w oczy rzuca się istotne zwiększenie napływu środków z tytułu inwestycji portfelowych. Zjawisko to może nam towarzyszyć przez kolejne miesiące. Dane stymulowane czynnikami jednorazowymi (obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej...) i prawdopodobnie część z rozszerzenia deficytu zostanie zniwelowana w sierpniu. Publikacja bez wpływu na rynek i bez istotnych implikacji dla dalszego przebiegu cyklu koniunkturalnego. Nasz bieżący scenariusz makroekonomiczny pozostaje bez zmian: utrzymujący się dodatni wkład eksportu netto oraz akumulacji zapasów (połączonej z nieustannym wzrostem inwestycji publicznych); w pierwszym przypadku podstawową determinantą są świetne wyniki gospodarki niemieckiej (bardzo duża korelacja zarówno w zakresie tempa wzrostu PKB z gospodarką Polską, jak i wolumenu eksportu), w drugim historyczny czas trwania cyklu akumulacji zapasów (który przebiega odmiennie niż cykl wyznaczany dynamiką PKB). Ścieżka wzrostu konsumpcji prawdopodobnie charakteryzować się będzie umiarkowaną stromizną (być może proces odbudowy popytu konsumpcyjnego rozciągnie się też na początek 2011 roku), co powinno skutkować zachowaniem w miarę zrównoważonego wzrostu importu. Deficyt na rachunku obrotów bieżących ma zatem szansę ustabilizować się na poziomie zbliżonym do 2% PKB w tym roku.

Projekt budżetu 2010 z deficytem w wysokości 40,2 mld PLN

W projekcie budżetu wysłanym do konsultacji w komisji trójstronnej założono dochody budżetowe na poziomie 273,2 mld PLN oraz wydatki w wysokości 313,4 mld PLN. W porównaniu do planowanego wykonania za 2010 rok założone kwoty są o odpowiednio 9,6% oraz 4,1% wyższe. Strona dochodowa budżetu oparta jest na następujących założeniach: 3,5% wzrost PKB, 2,3% wzrost inflacji oraz realny wzrost funduszu płac w wysokości 3,3%. W obecnej chwili można je uznać za dostatecznie konserwatywne. Odnosnie zakładanych wpływów podatkowych rząd spodziewa się uzyskać 242 mld PLN z dochodów podatkowych (między innymi 119 z VAT, 58 z akcyzy, 25 z PIT oraz 38 z CiT), które nie wydają się zawyżone: biorąc poprawkę na efekt zmian systemowych z wysokości +5 mld PLN z podatku VAT, dynamika dochodów podatkowych sięgnie 6,6% wobec 13,3% zaplanowanych na rok ubiegły. Dochody niepodatkowe planowane są w wysokości 28 mld PLN. Przyrost rządu 5 mld PLN wobec roku ubiegłego wynika przede wszystkim ze zwiększenia planowanych dochodów z dywidend (+4,3 mld PLN), zmniejszenia planowanej wpłaty z zysku NBP (1,7 mld PLN wobec wpłaconych w 2010 4 mld PLN) oraz zwiększenia dochodów z tytułu opłat i grzywien (+3,7 mld PLN). Z kolei z całości zaplanowanych wydatków, wydatki zdeterminowane ustawo pochłona o 8,6 mld PLN więcej niż w 2010 roku (z tego +3,7 mld PLN z tytułu obsługi zadłużenia, +1,8 mld PLN z tytułu środków własnych UE, +2,2 mld PLN jako podwyżki dla nauczycieli, +1,8 mld PLN z tytułu wydatków na obronę narodową); wydatki elastyczne zaplanowano w oparciu o regułę wydatkową, która ogranicza ich wzrost do 1% w ujęciu realnym. Całość wydatków ma wzrosnąć o 4,1%. W kierunku ograniczenia tempa wzrostu wydatków zaplanowano niższą dotację dla FUS (37,1 mld PLN, 2,1% mniej niż w 2010) i KRUS (15,1 mld PLN, 1,4% mniej niż w 2010 roku). Zmniejszeniu dotacji do FUS sprzyja przede wszystkim obniżenie zasiłku pogrzebowego oraz przesunięcie części środków z FRD (dokładnie 4 mld PLN). Zamrożone zostały także place w państwowych jednostkach budżetowych (nie dotyczy to nauczycieli). Deficyt na rachunku środków europejskich został ustalony na poziomie 16,2 mld PLN, co w połączeniu z deficytem centralnym wymaga finansowania w wysokości 56,4 mld PLN. W połączeniu z ujemnym rozdysponowaniem środków z prywatyzacji (sama prywatyzacja ma przynieść około 15 mld PLN, natomiast przekazana refundacja dla FUS z tytułu utraty składek na rzecz OFE wyniesie 23,9 mld PLN), potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 72,9 mld PLN. Dzięki oszczędnościom w zarządzaniu płynnością (pokazanym w kategorii przychodu) finansowanie krajowymi SPW będzie o 21 mld PLN niższe niż w roku 2010 (równe 31,8 mld PLN), przy wyższym finansowaniu zagranicznym (+1,8 mld PLN z tytułu obligacji oraz 800 mln PLN więcej z tytułu kredytów). Potrzeby pożyczkowe brutto całego sektora zostały oszacowane na 171,5 mld PLN wobec tegorocznych 193,7 mld PLN (informacja podana przez D. Radziwiłła).

Choć sama wielkość deficytu sprawia dobre wrażenie (obniżenie deficytu poniżej kwoty zaplanowanej w WPPF), nie sposób nie ulec wrażeniu, że działania służące uzdrowieniu finansów publicznych opierają się głównie na działaniach doraźnych, przyjmując neutralną formę przed zbliżającymi się wyborami lokalnymi i parlamentarnymi (2011). Nie sposób również nie ulec wrażeniu, że inwestorzy z kwestii płynnościowych (adresowanych głównie w niniejszym projekcie) zaczynają pochylać się nad kwestiami strukturalnymi. Wydaje się jednak, że sam kształt polityki fiskalnej nie będzie obecnie dostatecznym bodźcem do wywołania ostrej przeceny polskich obligacji. Polska ciągle bryluje na polu wzrostu PKB, w skali globalnej

trwa niespotykana do tej pory realokacja środków w aktywa krajów grupy emerging markets, na czym korzystają również polskie papiery skarbowe. Z naszych rozmów z inwestorami zagranicznymi wnosimy wrażenie, że są oni zaniepokojeni okresem 2012 plus (kiedy wygasnąć mogą fiskalne i infrastrukturalne przesłanki dla polskiego wzrostu, a nasilić może się problem eksplodującego zadłużenia i braku reform). Ciągłe jednak podkreślają czynnik w postaci napływu nowego kapitału portfelowego jako dominujący i wspierający polskie aktywa.

Sprzedaż detaliczna

Sierpniowa sprzedaż detaliczna odnotowała wzrost o 6,6% w ujęciu rocznym, po 3,9% w lipcu. Wzrost sprzedaży detalicznej to przede wszystkim wynik różnicy w dniach roboczych, wyczyszczenie efektu bazowego lipca oraz wpływ (jednorazowej?) wyżki sprzedaży samochodów (którą de facto można by nazwać pozytywnym efektem bazowym, niemniej jednak widoczne jest wyraźne odchylenie w górę od sezonowego wzorca występującego także w poprzednich latach). Porównując poszczególne kategorie sprzedaży nie sposób nie zauważyć kształtujących się powoli trendów w sprzedaży dóbr trwałych. Dynamika sprzedaży mebli, RTV i AGD wzrosła w przeciągu ostatnich miesięcy z 19% do 33%, co wydaje się nie tylko spójne z większym zainteresowaniem kredytami, lecz również odzwierciedla popowodziową odbudowę majątku gospodarstw domowych, o której piszemy od czerwca. W obecnej chwili nie widzimy zagrożeń dla kształtowania sprzedaży detalicznej w najbliższych miesiącach. Choć sierpień był drugim z kolei miesiącem obniżenia optymizmu konsumentów, trend ten nie wydaje się mieć wiele wspólnego z rynkiem pracy, który pozostaje mocny (choć z pewną tendencją do wypląszczenia wzrostów zatrudnienia w najbliższych miesiącach z uwagi na ogólnoswiatowe pogorszenie sentymentu). Dodatkowo, ewentualny ubytek popytu związany z obniżeniem optymizmu powinien być kompensowany przez tymczasowy popyt generowany w związku z zagospodarowaniem odszkodowań za straty poniesione w trakcie powodzi, a także oczekiwany wysoki udział spożycia publicznego w kreowaniu PKB w II połowie roku.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2010
AB	Akumuluj	23,40	20,65	2010-09-28	20,60		9,2
ACTION	Redukuj	18,16	19,90	2010-09-28	19,70		14,1
AGORA	Trzymaj	25,80	28,30	2010-10-05	28,30		21,4
ASBIS	Akumuluj	4,08	3,99	2010-09-28	3,62		17,3
ASSECO POLAND	Kupuj	65,30	51,80	2010-08-31	55,00		9,9
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	75,30	2010-05-11	57,50		6,7
BUDIMEX	Redukuj	85,20	94,50	2010-09-13	95,10		11,8
BZWBK	Trzymaj	215,90	216,00	2010-09-15	215,40		16,9
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	14,65	14,55	2010-09-03	14,83		15,5
CERSANIT	Trzymaj	9,65	10,73	2010-06-04	14,00		15,4
CEZ	Trzymaj	140,30	130,00	2010-09-13	131,20		9,4
CIECH	Kupuj	34,50	23,06	2010-08-23	28,27		7,4
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	40,30	2010-07-16	39,00		18,1
COMARCH	Trzymaj	79,50	75,95	2010-09-03	79,35		17,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	15,30	14,75	2010-09-14	14,92		14,5
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	46,70	2010-07-05	44,80		42,8
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	165,70	184,00	2010-09-03	186,00		17,8
EMPERIA HOLDING	Zawieszona		99,50	2010-10-05	99,50		19,5
ENEA	Trzymaj	21,43	22,12	2010-09-13	20,50		14,9
ERBUD	Akumuluj	54,10	50,50	2010-07-05	50,00		12,4
EUROCASH	Zawieszona		26,38	2010-10-05	26,38		28,3
FAMUR	Redukuj	2,2	2,49	2010-09-13	2,43		15,4
GETIN	Trzymaj	10,40	10,39	2010-09-15	10,11		18,2
GTC	Akumuluj	23,90	22,15	2010-10-05	22,15		6,7
HANDLOWY	Trzymaj	87,00	87,60	2010-10-05	87,60		16,0
ING BSK	Trzymaj	815,00	840,00	2010-09-15	800,00		14,2
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,70	2010-07-09	16,10		5,8
KERNEL	Akumuluj	77,28	66,80	2010-10-05	66,80		9,4
KĘTY	Trzymaj	115,38	114,70	2010-10-05	114,70		13,0
KGHM	Trzymaj	96,10	119,50	2010-05-27	93,70		6,9
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,12	10,06	2010-09-28	10,80		26,4
KOPEX	Akumuluj	19,8	16,66	2010-09-13	17,80		20,3
KREDYT BANK	Trzymaj	15,20	15,07	2010-09-15	15,49		20,6
LOTOS	Redukuj	26,50	30,59	2010-09-03	30,04		10,1
LW BOGDANKA	Trzymaj	85,40	89,20	2010-09-01	83,70		16,1
MILLENNIUM	Redukuj	4,60	5,00	2010-10-05	5,00		20,7
MONDI	Trzymaj	71,10	77,00	2010-08-13	73,70		18,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	66,10	68,00	2010-09-16	64,80		17,1
NETIA	Redukuj	5,30	5,70	2010-10-05	5,70		29,5
PBG	Sprzedaj	194,00	243,00	2010-10-05	243,00		16,2
PEKAO	Redukuj	145,00	179,00	2010-09-15	159,50		18,2
PGE	Kupuj	26,73	23,25	2010-09-13	23,78		13,9
PGNiG	Kupuj	4,26	3,60	2010-09-27	3,52		12,8
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	39,69	2010-04-08	39,40		10,9
PKO BP	Trzymaj	45,70	44,99	2010-10-05	40,90		17,5
POLICE	Trzymaj	5,50	5,92	2010-06-02	5,39		12,6
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,23	4,27	2010-09-03	4,44		14,4
POLNORD	Kupuj	50,70	38,70	2010-06-02	37,70		25,0
PZU	Zawieszona		405,50	2010-08-04	399,00		15,5
RAFAKO	Akumuluj	13,70	13,00	2010-09-03	12,80		17,6
SYGNITY	Kupuj	18,20	16,20	2010-03-02	12,57		
TAURON	Kupuj	8,87	6,15	2010-09-13	5,56		11,9
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	16,90	18,14	2010-09-08	16,50	5793,9	
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,62	2010-05-06	4,14		17,7
TVN	Trzymaj	16,69	17,45	2010-09-03	17,15		20,7
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	85,90	78,20	2010-09-22	75,00		38,6
UNIBEP	Akumuluj	9,30	8,50	2010-09-14	8,38		12,8
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	74,30	2010-01-06	80,90		17,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Akumuluj	23,40	2010-09-28
ACTION	Redukuj	Akumuluj	18,16	2010-09-28
ASBIS	Akumuluj	Trzymaj	4,08	2010-09-28
BUDIMEX	Redukuj	Redukuj	85,20	2010-09-13
BZWBK	Trzymaj	Trzymaj	215,90	2010-09-15
CEZ	Trzymaj	Trzymaj	140,30	2010-09-13
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Akumuluj	15,30	2010-09-14
ENEA	Trzymaj	Akumuluj	21,43	2010-09-13
FAMUR	Redukuj	Trzymaj	2,20	2010-09-13
GETIN	Trzymaj	Trzymaj	10,40	2010-09-15
HANDLOWY	Akumuluj	Kupuj	87,00	2010-09-15
ING BSK	Trzymaj	Zawieszona	815,00	2010-09-15
KERNEL	Kupuj	Akumuluj	77,28	2010-09-08
KOMPUTRONIK	Trzymaj	Trzymaj	10,12	2010-09-28
KOPEX	Akumuluj	Trzymaj	19,80	2010-09-13
KREDYT BANK	Trzymaj	Trzymaj	15,20	2010-09-15
MILLENNIUM	Trzymaj	Zawieszona	4,60	2010-09-15
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	Trzymaj	66,10	2010-09-16
PEKAO	Redukuj	Trzymaj	145,00	2010-09-15
PGE	Kupuj	Kupuj	26,73	2010-09-13
PGNiG	Kupuj	Kupuj	4,26	2010-09-27
PKO BP	Akumuluj	Trzymaj	45,70	2010-09-15
TAURON	Kupuj	Kupuj	8,87	2010-09-13
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	Akumuluj	16,90	2010-09-08
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Akumuluj	85,90	2010-09-22
UNIBEP	Akumuluj	Akumuluj	9,30	2010-09-14

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Trzymaj	Akumuluj	25,80	2010-10-05
EMPERIA HOLDING	Zawieszona	Trzymaj	81,60	2010-10-05
EUROCASH	Zawieszona	Redukuj	18,60	2010-10-05
GTC	Akumuluj	Trzymaj	23,90	2010-10-05
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	87,00	2010-10-05
KERNEL	Akumuluj	Kupuj	77,28	2010-10-05
KĘTY	Trzymaj	Akumuluj	115,38	2010-10-05
MILLENNIUM	Redukuj	Trzymaj	4,60	2010-10-05
NETIA	Redukuj	Akumuluj	5,30	2010-10-05
PBG	Sprzedaj	Redukuj	194,00	2010-10-05
PKO BP	Trzymaj	Akumuluj	45,70	2010-10-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	2	8	30	9	7	0	4	16	3	6
procent	3,6%	14,3%	53,6%	16,1%	12,5%	0,0%	13,8%	55,2%	10,3%	20,7%

Banki

Kluza – sektor zarobi w 2010 ok. 10 mld PLN

Przewodniczący KNF, pan Stanisław Kluza, spodziewa się, że zysk sektora w tym roku może wynieść ok. 10 mld PLN. Po pierwszym półroczu, sektor bankowy zanotował 5,42 mld PLN zysku, podczas gdy w całym 2009 sektor zarobił 8,6 mld PLN. Oczekiwanie 10 mld PLN zysku w całym 2010 implikuje wzrost 16% R/R i 15% spadku w drugim półroczu względem pierwszego. Zagregowany zysk netto dla ośmiu przez nas analizowanych banków ma wzrosnąć o 26% R/R, zgodnie z obecnym konsensusem rynkowym.

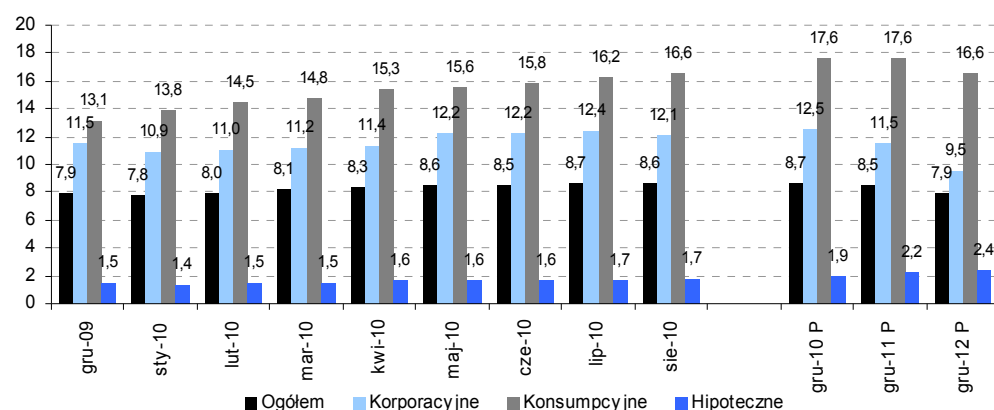
Sierpniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki neutralne (po wykluczeniu wpływu osłabienia się PLN) dla sektora bankowego za sierpień odnośnie depozytów i kredytów. Depozyty wzrosły o 1,1% M/M (+5,3% YTD) z powodu 1,0% M/M wzrostu depozytów korporacyjnych (-0,3% YTD) oraz 3,9% M/M wzrostu depozytów instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych (+14,2% YTD). Depozyty detaliczne powiększyły się nieznacznie o 0,4% M/M (+4,8% YTD). Kredyty ogółem również wzrosły, o 1,8% M/M (+6,0%), ale tutaj czynnikiem, który miał największy wpływ było osłabienie się PLN, +5,5% M/M względem CHF oraz +2,9% M/M względem USD. W konsekwencji kredyty korporacyjne wzrosły o 0,4% M/M (-0,3% YTD), a kredyty detaliczne o 2,5% M/M (+10,5% YTD). W ramach kredytów mieszkaniowych, kredyty denominowane w PLN wzrosły o 2,3% M/M (+18,0% YTD), a kredyty denominowane w FX powiększyły się o 5,0% M/M (+15,2% YTD). Kredyty konsumpcyjne również wzrosły, ale tylko o +0,7% M/M (+4,0% YTD). Z powodu większego wzrostu kredytów niż depozytów, wskaźnik kredyty/depozyty pogorszył się w sektorze o 71pb. M/M do 103,5%.

Sierpniowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

NBP opublikował statystyki sektora bankowego odnośnie jakości kredytów w sierpniu 2010, które są zgodne z naszymi prognozami. Udział kredytów z utratą wartości poprawił się 7pb. M/M do 8,6% dzięki poprawie w ramach kredytów dla instytucji niekomercyjnych (spadek o 142pb. M/M do 2,5%) oraz kredytów korporacyjnych (o 29pb. M/M do 12,1%; o 32pb. M/M do 9,4% dla dużych przedsiębiorstw i o 19pb. M/M do 14,1% dla MSP). Jakość kredytów detalicznych uległa pogorszeniu o 8pb. M/M do 7,0% z powodu dalszego pogarszania się jakości w kredytach konsumpcyjnych (wzrost o 34pb. M/M do 16,6%). Udział kredytów hipotecznych z utratą wartości zwiększył się o 6pb. M/M do 1,7% (o 11pb. M/M do 2,7% dla kredytów denominowanych w PLN i o 5pb. M/M do 1,2% dla kredytów denominowanych w CHF).

Sektor bankowy: udział kredytów z utratą wartości (%)



Źródło: NBP, DI BRE

Psujące się kredyty konsumpcyjne mogą mieć negatywny wpływ na kredyty hipoteczne – prasa

Puls Biznesu sugeruje, że pogarszająca się jakość kredytów konsumpcyjnych może mieć wpływ na obniżenie się wskaźników jakości hipotecznego portfela kredytowego. *Dziennik* powołuje się na stwierdzenie KNF, który dostrzega problem przekredytowania wśród klientów detalicznych. Regulator zastanawia się, czy bardzo duże pogorszenie jakości kredytów konsumpcyjnych nie ma związku z ich wykorzystaniem przez część klientów do regulowania zobowiązań z tytułu kredytów mieszkaniowych lub innych płatności. Jeżeli taki scenariusz miałby faktycznie miejsce, istnieje obawa, że jakość kredytów hipotecznych może się znacząco pogorszyć, przez co banki będą zmuszone tworzyć wysokie rezerwy na pokrycie strat. Nasze prognozy odnośnie jakości kredytów hipotecznych nie zakładają tak negatywnego scenariusza dla sektora bankowego. Założyliśmy, że jakość kredytów hipotecznych będzie się stopniowo pogarszać, ale tylko i wyłącznie w związku ze starzeniem się portfela.

KNF nie złagodził swojego podejścia do udzielania walutowych kredytów hipotecznych

Zgodnie z doniesieniami prasowymi w trakcie spotkania KNFu z przedstawicielami banków w sprawie nowelizacji rekomendacji S nie udało się dojść do porozumienia (czyli złagodzić podejścia zaproponowanego przez KNF). Regulator mocno stoi przy swoim stanowisku (w szczególności przy 1) max poziomie walutowych kredytów hipotecznych na poziomie 50% kredytów detalicznych, 2) wyliczanie zdolności kredytowej klienta zakładając max 25 lat kredytowania oraz 3) wzięcia pod uwagę fakt, że dochód klienta spadnie po przejściu na emeryturę) i dodatkowo ostrzega, że jeżeli banki będą próbowały obejść rekomendację (sprzedawać kredyty bezpośrednio na książkę spółki-matki), to całkowicie zakaże udzielania walutowych kredytów hipotecznych. Dodatkowo, banki rzekomo nie uzyskały zapewnienia, że okres *vacatio legis* dla rekomendacji S „kwadrat” będzie maksymalnie długi.

Prezes NBP przeciwny walutowym kredytom hipotecznym

Prezes NBP, Marek Belka, wypowiedział się przeciwko udzielaniu walutowych kredytów hipotecznych osobom, które nie są w stanie obronić się przed ryzykiem walutowym. Powiedział: „jesteśmy zdeterminowani, aby skorzystać ze wszystkich instrumentów, w razie potrzeby nawet brudnych, by skończyć z tymi niebezpiecznymi praktykami biznesowymi, promowanymi przez niektóre banki zagraniczne w Polsce”. Tym stwierdzeniem Prezes NBP jednoznacznie poparł dążenia KNF do ograniczenia walutowej akcji kredytowej dla klientów detalicznych.

Ministerstwo Finansów opracowuje projekt opodatkowania banków

Minister Finansów, pan Jacek Rostowski, poinformował, że resort pracuje nad podatkiem od banków, który będzie nastawiony na zapewnienie bezpieczeństwa banków na wypadek nowych kryzysów. Minister zapowiedział, że prace raczej nie zakończą się przed końcem roku. Nowy podatek byłby obciążeniem majątkowym a nie dochodowym, więc może być wprowadzony w każdym momencie.

Podatek bankowy na pasywa banku po wyłączeniu m.in. kapitałów własnych - Belka

Marek Belka, Prezes NBP, powiedział, że najlepszą formą opodatkowania banków byłoby nałożenie go na pasywa banku po wyłączeniu kapitałów własnych i depozytów ubezpieczonych. Wyjaśnił, że chodzi o opodatkowanie zobowiązań banków u ich spółek-matek lub na rynku hurtowym. Model opisany przez p. Belkę jest zbliżony z modelem brytyjskim. Obecny projekt brytyjski zakłada, że w 2011 stawka opodatkowania wyniesie 0,04% dla zobowiązań o terminie zapadalności do roku i 0,02% na zobowiązania z terminem zapadalności dłuższym niż rok. Od 2012 stawki wzrosną odpowiednio do 0,07% i 0,035%.

Komisja Europejska rozważa wprowadzenie jednego, wspólnego podatku od banków

Zgodnie z doniesieniami *Gazety Prawnej*, Komisja Europejska rozważa wprowadzenie jednego wspólnego podatku we wszystkich krajach wspólnoty. Miałby być on naliczany od pasywów banku pomniejszonych o kapitały własne i prywatne depozyty objętych gwarancjami. Opłata miałaby być pobierana przez nadzór w kraju, któremu podlega bank matka. Komisja Europejska dostrzega potencjalny problem w podwójnym opodatkowaniu w przypadku; gdy każdy kraj będzie wprowadzał swoje własne rozwiązania. Obawia się, że to mogłoby zagrozić konkurencyjności europejskich banków i migracji banków do USA i Azji. Niemniej jednak, Komisja Europejska nie precyzuje jeszcze czy podatek miałby zapewnić stabilność systemu czy być po prostu źródłem dochodów dla budżetu.

Komisja Europejskie pozywa Polskę za brak regulacji

Parkiet donosi, że Komisja Europejska skierowała do Trybunału Sprawiedliwości pozew przeciwko Polsce w związku z niewdrożeniem do prawa krajowego dyrektywy o usługach płatniczych. Jej celem jest ułatwienie międzynarodowych przelewów i płatności kartami. Daje ona podstawę prawną do wprowadzenia jednolitego obszaru płatności w EUR.

BIK udostępnił w sierpniu 19% raportów kredytowych i monitorujących więcej niż rok temu

Biuro Informacji Kredytowej poinformowało, że udostępniło w sierpniu 2010 roku 3,65 mln raportów kredytowych i monitorujących, wobec 3,06 mln w sierpniu 2009 roku (+19% R/R). BIK podał, że w pierwszych ośmiu miesiącach 2010 roku wydał bankom w sumie 23,33 mln raportów, podczas gdy rok wcześniej 17,55 mln (+33% R/R).

Zaangażowaniem w Polbank są rzekomo zainteresowane Credit Mutuel, BNP Paribas oraz Raiffeisen – prasa

Zgodnie z informacjami *Rzeczpospolitej*, właściciel Polbanku, grecki Eurobank EFG, chciałby do końca roku wybrać instytucję, która miałaby wesprzeć polską spółkę. Możliwe są dwa rozwiązania, albo wprowadzenie kolejnego inwestora albo całkowita sprzedaż. Według



informacji *Parkietu*, wśród zainteresowanych jest Credit Mutuel, BNP Paribas i Raiffeisen. Bank poszukuje partnera strategicznego, z którym rozwinąłby bankowość korporacyjną oraz zarządzanie aktywami. Obecnie bank prowadzi działalność przez 335 oddziałów własnych i 39 placówek franczyzowych. Polbank ma ponad 800 tys. klientów oraz aktywa powyżej 23,6 mld PLN. Bank od dwóch lat przynosi straty, ale zgodnie z opinią dyrektora generalnego, Kazimierza Stańcza, w tym roku znów stanie się rentowny.

BPH ma odnawialną linię kredytową z GE o wartości 2,6 mld CHF

BPH poinformował, że 20 września 2010 podpisał umowę z GE Capital International Holding Corporation o odnawialną linię kredytową o wartości 2,6 mld CHF z przeznaczeniem na finansowanie działalności podstawowej banku. Umowa jest zawarta na 11 lat, do 2021.

BPH zrefinansował 2,6 mld CHF pożyczkę

BPH poinformował, że w dniu 15 września zawarł dwie umowy pożyczki z GECS Polish Funding. Pierwsza w wysokości 472 mln CHF (1 427 mln PLN) obowiązuje do 18 września 2012, druga w wysokości 2 128 mln CHF (6 431 mln PLN) obowiązuje do 19 września 2012. Pożyczki zostaną przeznaczone na spłatę istniejącej pożyczki nominowanej w CHF, którą Bank zaciągnął w celu refinansowania kredytów udzielanych w toku zwykłej działalności.

Alior prowadzi rozmowy w sprawie przejęć z właścicielami dwóch banków

Prezes Alior Banku, Wojciech Sobieraj, poinformował w *Parkiecie*, że bank prowadzi rozmowy w sprawie przejęć z właścicielami dwóch polskich banków, nie podając dalszych szczegółów. Bank deklaruje, że zainteresowany jest przejęciem klientów i sieci placówek, a nie centrali, firmy zarządzania aktywami lub pośredników finansowych. Rezultat negocjacji powinien być znany jeszcze w tym roku. Wcześniej *Parkiet* informował, że Alior Bank negocjuje przejęcie sieci placówek Allianz Banku.



BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 216 PLN Cena docelowa: 215,9 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 789,3	14,5%	1 740,4	-2,7%	Liczba akcji (m ln)	73,1
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,0%		MC (cena bieżąca)	15 784,4
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,2	7,0%	3 438,2	-0,8%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 773,9	7,9%	1 675,9	-5,5%		
Zysk brutto	1 210,6	1 163,0	-3,9%	1 308,3	12,5%	1 386,0	5,9%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	933,8	5,4%	1 047,7	12,2%		
ROE	18,4%	16,3%		14,9%		15,1%		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/E	18,4	17,8		16,9		15,1		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	3,2	2,7		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	39,4%
DPS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyid (%)	1,4	0,0		1,9		2,1		Min (52 tyg.)	150,2

* przed kosztami rezerw



Ponieważ nie mamy żadnych podstaw, aby przypuszczać, że przejęcie BZ WBK przez Santander nie dojdzie do skutku, uważamy, że kurs akcji będzie poruszał się w trendzie bocznym do momentu ogłoszenia wezwania, konwersując wraz z upływem czasu do zapowiadanej ceny wezwania 226,9 PLN. W naszej opinii, do wezwania dojdzie na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2011. Uważamy, że akcjonariusze mniejszościowi BZ WBK powinni sprzedać swoje udziały w zapowiadzonym wezwaniu, ponieważ cena metodą dochodową (bez uwzględnienia premii przejściowej) na poziomie 197 PLN jest powyżej ceny wezwania. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 215,9 PLN, czyli cenę wezwania zdyskontowaną kosztem kapitału o 6 miesięcy.

Santander wygrał wyścig po BZ WBK; cena transakcji na poziomie 226,9 PLN na akcję

10 września po sesji AIB poinformowało, że zamierza sprzedać swój pakiet kontrolny w BZ WBK (70,36%) Santanderowi za 11 666 mln PLN. Transakcja będzie przeprowadzona w formie wezwania do sprzedaży 100% akcji, w ramach której AIB zbyje swój udział. Dodatkowo, Santander odkupi od AIB 50% udziałów w BZ WBK AIB Asset Management (drugie 50% należy do BZ WBK) za 150 mln EUR (równowartość ok. 596 mln PLN). Wartość transakcji implikuje, że Santander zapłaci 226,90 PLN za akcję BZ WBK, czyli 2,80x P/BV na 2009 i 2,52x P/BV na 2010.

KNF ma wyjaśnić czy w trakcie sprzedaży BZ WBK doszło do naruszenia prawa

Dziennik *Parkiet* donosi, że KNF zamierza wszcząć sprawę w trybie nadzorczym i ustalić czy w trakcie transakcji sprzedaży BZ WBK nie doszło do naruszenia polskiego prawa. Chodzi o 1) wątpliwości czy w trakcie procesu sprzedaży AIB przekazało Santanderowi prognozy finansowe BZ WBK, 2) zatrudnienia przez Santander jako firmy doradczej KPMG, audytora BZ WBK oraz 3) potencjalnego wiązania transakcji ze sprzedażą innych zagranicznych aktywów AIB.

KNF chce aby BZ WBK pozostał na giełdzie

Przewodniczący KNF, pan Stanisław Kluza, poinformował, że KNF oczekuje pozostawienia BZ WBK na warszawskiej giełdzie. Dodał, że prace nad wnioskiem Santander o uzyskanie zgody na przejęcie BZ WBK potrwają najprawdopodobniej kilka miesięcy. Ponadto Kluza poinformował, że KNF będzie analizował sytuację finansową Santander, w tym m.in. jego zaangażowanie w długi takich krajów jak Grecja, Irlandia i Portugalia oraz portfel subprimowy zarówno w kredytach konsumenckich, jak i hipotekach.

Santander liczy na zwiększenie efektywności BZ WBK w 2013

Santander zapowiedział, że w celu wygenerowania wartości dodanej dla swoich akcjonariuszy z tytułu przejęcia kontroli nad BZ WBK bardziej liczy na synergie kosztowe niż przychodowe. Bank zapowiedział, że na przestrzeni trzech lat (2011-2013) zamierza wygenerować dodatkowe przychody na poziomie 24 mln EUR (ok. 100 mln PLN) i w sumie zaoszczędzić na kosztach ok. 77 mln EUR (ok. 308 mln PLN). Santander skorygował obecny konsensus rynkowy dla BZ WBK o opisane wyżej wartości dla przychodów oraz kosztów i zapowiedział, że zamierza sprowadzić wskaźnik koszty/dochodów dla BZ WBK do poziomu 41% w 2013 z 50% w 2009 (oraz względem obecnego konsensusu rynkowego na 2013 na poziomie 46%).

Moody's rozważa podwyższenie długoterminowego ratingu dla BZ WBK

Agencja Moody's Investors Services rozważa możliwość podniesienia ratingu długoterminowych depozytów banku BZ WBK, który obecnie jest na poziomie Baa2, w związku z planem przejęcia



banku przez Santander. Jednocześnie agencja pottrzymała rating siły finansowej na poziomie D+ oraz krótkoterminowy rating depozytów na poziomie Prime-2.

Fitch umieszcza ratingi dla BZ WBK na liście obserwacyjnej ze wskazaniem pozytywnym

Fitch Ratings umieścił 17 września długoterminowy IDR (rating podmiotu): „BBB+”, krótkoterminowy IDR (rating krótkoterminowy): „F2” oraz rating wsparcia: „3” dla BZ WBK na liście obserwacyjnej ze wskazaniem pozytywnym. Minimalny rating wsparcia zostaje potwierdzony na poziomie 'BB'. Powyższe działania nie mają wpływu na indywidualny rating dla BZ WBK. Zmiany ratingowe są następstwem ogłoszenia zgody AIB na sprzedaż posiadanych 70,36% akcji w BZ WBK na rzecz Santander.



Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,39 PLN Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 017,7	977,5	-3,9%	1 305,2	33,5%	1 614,9	23,7%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkow a	4,1%	2,9%		3,4%		3,6%		MC (cena bieżąca)	7 402,0
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 455,9	17,3%	2 751,0	12,0%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 079,6	1 199,9	11,1%	1 640,4	36,7%	1 662,2	1,3%		
Zysk brutto	700,6	357,5	-49,0%	449,4	25,7%	701,0	56,0%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	405,9	47,1%	502,2	23,7%		
ROE	15,2%	7,4%		10,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/E	14,5	26,8		18,2		14,7		Zmiana ceny: 6m	-6,1%
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	7,0%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,8

* przed kosztami rezerw



Przy obecnej wycenie rynkowej Getin Holdingu na poziomie 18,2x na 2010 i 14,7x na 2011, odpowiednio 3% i 2% powyżej średniej dla spółek porównywalnych, w naszej opinii bilans ryzyk jest zrównoważony. Z jednej strony, spółka ma największy potencjał wśród banków przez nas analizowanych poprawy marży depozytowej (dzięki najdłuższemu średniemu okresowi zapadalności depozytów terminowych) w konsekwencji odsetkowej. Z drugiej strony, sądzimy, że jakość portfela kredytowego będzie nadal się pogarszać i zachowywać najgorzej wśród polskich banków, przez co koszty ryzyka pozostaną znacznie wyższe niż średnia w sektorze. Utrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 10,40 PLN.

Cena emisyjna TU Europy ustalona na 152 PLN

TU Europa poinformowała, że cena emisyjna akcji została ustalona na 152 PLN, czyli tylko 5% poniżej ceny maksymalnej 160 PLN. W ramach transakcji TU Europa emitowała 1,575 mln nowych akcji oraz Getin Noble Bank sprzedawał swój pakiet 1,570 mln akcji.

Getin Noble Bank sprzedał wszystkie posiadane akcje TU Europy

Getin Noble Bank w transakcji pozasesyjnej zbył wszystkie posiadane akcje TU Europy (1,570 mln akcji, 19,9%). Z tytułu tej transakcji prognozujemy, że Getin Noble Bank oraz w konsekwencji Getin Holding wykażą w 3Q 2010 zysk ze sprzedaży w wysokości ok. 105 mln PLN (wpływ na wynik netto ok. 84 mln PLN). Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami i prognozami.

Sprzedaż akcji Getin Noble Banku przez Członków Zarządu banku

Getin Noble Bank poinformował, że Członek Zarządu banku, Krzysztof Spyta, sprzedał przez swój podmiot zależny (International Consultancy Strategy Implementation) 380 000 akcji banku za 1,854 mln PLN (4,88 PLN za akcję) oraz że Członek Zarządu, Maurycy Kuhn, sprzedał przez swój podmiot zależny (Nagelkerken Holing) 200 000 akcji banku za 0,997 mln PLN (4,99 za akcję).

Getin Noble Bank sprzedał część akcji własnych Czarneckiemu

Getin Noble Bank poinformował, że pan Leszek Czarnecki odkupił od banku 1 939 420 akcji własnych za równowartość 10 mln PLN, czyli 5,15 PLN za akcję. Dodatkowo bank ogłosił, że celem powyższej transakcji jest podwyższenie współczynnika wypłacalności banku poprzez zwiększenie wartości funduszy własnych o kwotę uzyskaną ze sprzedaży akcji. Obliczyliśmy, że powyższa transakcja poprawi współczynnik wypłacalności tylko o 4pb. względem poziomu po 2Q 2010 wynoszącego 9,48%.

Zmiany w Zarządzie Getin Noble Banku

Getin Noble Bank poinformował, że jego Rada Nadzorcza z dniem 1 października powołała w skład Zarządu pana Karola Korolkiewicza i pana Macieja Szczechurę na stanowiska Członków Zarządu. Jednocześnie bank poinformował, że pierwszy Wiceprezes Zarządu, pan Jarosław Augustyniak złożył rezygnację. Powodem odejścia jest zakres nowych obowiązków wynikający z funkcji pełniącego obowiązki Prezesa Zarządu GMAC Bank Polska.

Rezygnacja Członka Zarządu TU Europy

TU Europa poinformowała, że w dniu 29 września pan Marek Koczałko, Członek Zarządu, złożył rezygnację z zajmowanego stanowiska. Spółka nie podała jaki był powód rezygnacji.



Handlowy (Trzymaj)

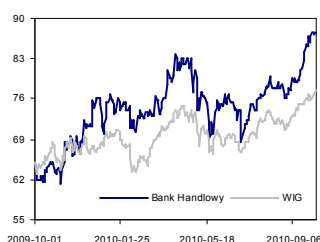
Cena bieżąca: 87,6 PLN Cena docelowa: 87 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 503,9	-0,1%	1 550,8	3,1%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,4%	3,8%		3,9%		3,8%		MC (cena bieżąca)	11 445,8
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 542,3	5,1%	2 671,9	5,1%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 174,0	-2,2%	1 257,3	7,1%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	906,1	38,3%	1 111,9	22,7%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	715,8	41,9%	889,5	24,3%		
ROE	10,7%	8,5%		11,3%		13,3%		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/E	19,1	22,7		16,0		12,9		Zmiana ceny: 6m	8,1%
P/BV	2,0	1,8		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	41,3%
DPS	4,8	0,0		3,8		3,8		Max (52 tyg.)	87,7
Dyild (%)	5,4	0,0		4,3		4,4		Min (52 tyg.)	61,3

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację na Bank Handlowy do trzymaj z akumuluj, ponieważ kurs akcji osiągnął naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 87,0 PLN. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że spółka jest nadal atrakcyjnie wyceniana na tle sektora, na 16,0x P/E na 2010 i 12,9x P/E na 2011, czyli odpowiednio z 11% i 12% dyskontem do średniej spółek porównywalnych. Ponadto, spółka oferuje wysoką stopę dywidendy na poziomie 4,4%. Uważamy, że Handlowy osiągnie wyższą niż średnia w sektorze dynamikę zysków w 2011 (24% R/R względem 18% w sektorze) pomimo oczekiwanego spadku marży odsetkowej w 2011 i tylko płaskiego wyniku odsetkowego. Handlowy jako jeden z pierwszych banków może odnotować skokową poprawę wskaźników jakości portfela kredytowego i przez to spadek salda rezerw.



ING BSK (Trzymaj)

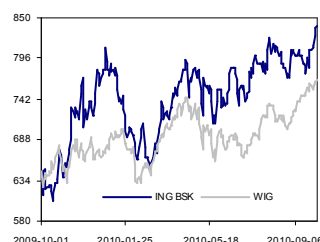
Cena bieżąca: 840 PLN Cena docelowa: 815 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 252,6	1 416,8	13,1%	1 607,4	13,5%	1 676,2	4,3%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkow a	2,1%	2,2%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	10 928,4
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 652,3	6,6%	2 769,6	4,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 095,9	10,6%	1 185,9	8,2%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	956,2	29,5%	1 059,2	10,8%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	769,8	29,4%	847,4	10,1%		
ROE	11,1%	13,1%		14,6%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/E	24,5	18,4		14,2		12,9		Zmiana ceny: 6m	7,4%
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	29,2%
DPS	11,7	0,0		0,0		20,7		Max (52 tyg.)	840,0
Dyld (%)	1,4	0,0		0,0		2,5		Min (52 tyg.)	606,0

* przed kosztami rezerw



Chociaż ING BSK jest notowany z dyskontem na P/E względem spółek porównywalnych, jego wartość spada z 22% w 2010 do 12% w 2012 i 1% w 2012, podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 815,0 PLN. Oczekujemy, że bank dostarczy niższą niż średnia w sektorze dynamikę zysków w latach 2011-2012, co wynika z relatywnie ograniczonych możliwości spadku salda rezerw. Ponadto, w naszych prognozach bierzemy pod uwagę fakt, że w środowisku rosnących stóp procentowych, bank ze swoim portfelem dłużnym będzie poprawiał marżę depozytową wolniej niż średnia w sektorze. W konsekwencji uważamy, że obecna wycena rynkowa jest bliska jego wartości godziwej.

ING BSK chce zwiększać swój udział rynkowy w sprzedaży kredytów hipotecznych

Wiceprezes ING BSK, pan Eric Drok, poinformował, że bank zamierza dalej aktywnie sprzedawać kredyty hipoteczne (denominowane w PLN) i planuje zwiększyć swój udział w rynku. ING BSK sprzedał 1,4 mld PLN kredytów mieszkaniowych w pierwszej połowie roku, z czego 0,8 mld PLN przypada na 2Q 2010. Udział rynkowy zwiększył się w 2Q 2010 do 6,6% z 6,3% w 1Q 2010.



Kredyt Bank (Trzymaj)

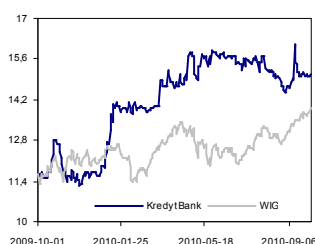
Cena bieżąca: 15,07 PLN Cena docelowa: 15,2 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 120,8	5,6%	1 196,4	6,7%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	3,2%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 093,9
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 571,9	2,7%	1 669,6	6,2%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	689,5	-18,7%	743,9	7,9%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	254,9	446,4%	392,5	54,0%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	198,9	475,4%	314,0	57,9%		
ROE	13,2%	1,3%		7,3%		10,4%		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/E	12,6	118,5		20,6		13,0		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	1,5	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	30,7%
DPS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dyld (%)	3,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,2

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że spółka z sukcesem realizuje restrukturyzację kosztową, obniżając wskaźnik koszty/dochody do 57,3% w 1H 2010 względem 67,5% w roku 2008. Z drugiej strony, dostrzegamy problem banku z aktywizacją przychodów. Naszym zdaniem, rozczarowujący jest przede wszystkim wynik prowizyjny, który miał być głównym motorem wzrostu. Kredyt bank jest wyceniany na P/E na poziomie 20,6x na 2010 i 13,0x na 2011, czyli odpowiednio 18% powyżej i 11% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 15,2 PLN.

Powołanie Wiceprezesa Zarządu odpowiedzialnego za finanse

Kredyt Bank poinformował, że jego Rada Nadzorcza powołała w dniu 15 września pana Piotra Sztraucha na stanowisko Wiceprezesa Zarządu odpowiedzialnego za zarządzanie i nadzór nad pionem finansów. Pan Sztrauch pracuje w spółkach grupy KBC w Polsce od 2009 roku.



Millennium (Redukuj)

Cena bieżąca: 5 PLN

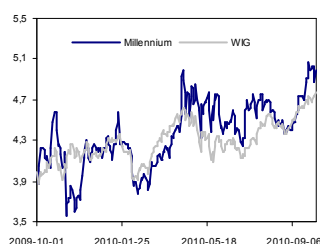
Cena docelowa: 4,6 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	934,7	598,5	-36,0%	902,5	50,8%	1 020,7	13,1%	Liczba akcji (mIn)	1 213,1
Marża odsetkow a	2,4%	1,3%		2,0%		2,1%		MC (cena bieżąca)	6 065,6
WNDB	1 827,1	1 434,2	-21,5%	1 662,0	15,9%	1 823,9	9,7%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	656,4	431,0	-34,4%	603,4	40,0%	708,5	17,4%		
Zysk brutto	521,3	1,9	-99,6%	358,7		491,4	37,0%		
Zysk netto	413,0	1,5	-99,6%	286,1		393,1	37,4%		
ROE	15,5%	0,1%		8,3%		9,1%		Zmiana ceny: 1m	11,9%
P/E	10,3			20,7		15,4		Zmiana ceny: 6m	10,1%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	19,0%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	3,8	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację dla Millennium do redukuj z trzymaj przy niezmienionej 9-miesięcznej cenie docelowej na poziomie 4,60 PLN. Bank wyceniany jest na wskaźniku P/E na poziomie 20,7x na 2010 i 15,4x na 2011, czyli odpowiednio 19% i 8% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy, że spodziewana poprawa marży odsetkowej jest więcej niż odzwierciedlona w obecnej wycenie rynkowej. Nasze prognozy zakładają, że między 2010 a 2012 marża odsetkowa (po aktywach ogółem) banku poprawi się o skumulowane 36pb. (z 1,99% prognozowanych na 2010 do 2,35% w 2012), czyli o 3,5x więcej niż prognozowana poprawa dla spółek porównywalnych (o 10pb. z 3,37% w 2010 do 3,48% w 2012). Ponadto, zwracamy uwagę na potencjalne ryzyko związane z portfelem hipotecznym. W latach 2007-2008 średni udział rynkowy Millennium w sprzedaży kredytów hipotecznych był 2,8x większy niż jego średni udział rynkowy po aktywach. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko, że koszty ryzyka w tym segmencie mogą być wyższe niż średnia w sektorze.

Millennium sprzeda ok. 480 mln PLN hipotek w 3Q 2010

Agnieszka Nachyła, dyrektor wydziału hipotek w Millennium, poinformowała, że bank sprzeda w 3Q 2010 ok. 480 mln PLN kredytów hipotecznych. Liczy, że w 4Q 2010 sprzedaż będzie najwyższa w całym roku (po 296 mln PLN w 1Q 2010 oraz 497 mln PLN w 2Q 2010). Ponadto, bank chce sprzedawać ok. 200 mln PLN hipotek miesięcznie w 2011. Wynik za 3Q 2010 oznacza niewielki (3%) spadek Q/Q. Po dziewięciu miesiącach 2010, bank sprzedał 1 273 mln PLN kredytów hipotecznych, co implikuje ok. 141 mln PLN średnio miesięcznie. Zakładając, że w 4Q 2010 sprzedaż będzie najwyższa w roku, wydaje się, że bank będzie w stanie osiągnąć średnią miesięczną w całym 2010 ok. 150 mln PLN. Konsekwentnie, plany sprzedażowe na 2011 oznaczają ok. 33% wzrost R/R w średnio miesięcznej sprzedaży, co w naszej opinii wydaje się być wynikiem ambitnym.



Pekao (Redukuj)

Cena bieżąca: 179 PLN

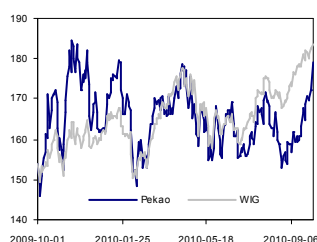
Cena docelowa: 145 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 143,4	9,0%	4 359,8	5,2%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkowa	3,5%	2,9%		3,1%		3,2%		MC (cena bieżąca)	46 958,4
WNDB	7 685,8	7 062,5	-8,1%	7 259,6	2,8%	7 666,4	5,6%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	4 480,5	3 467,0	-22,6%	3 674,5	6,0%	3 982,0	8,4%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,5	-31,0%	3 213,9	7,2%	3 587,5	11,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 411,7	-31,6%	2 584,0	7,1%	2 897,2	12,1%		
ROE	23,0%	14,1%		13,4%		13,8%		Zmiana ceny: 1m	12,6%
P/E	13,3	19,5		18,2		16,2		Zmiana ceny: 6m	3,5%
P/BV	2,9	2,6		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	18,5%
DPS	9,6	0,0		2,9		5,9		Max (52 tyg.)	184,6
Dywid (%)	5,4	0,0		1,6		3,3		Min (52 tyg.)	148,3

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 145,0 PLN. Pomimo wysokiego współczynnika wypłacalności (18,0% po 2Q 2010) oraz potencjalnie atrakcyjnej stopy dywidendy (3,3% przy 60% stopie wypłaty dywidendy), uważamy, że bank jest za drogi na tle sektora. Pekao jest notowany na P/E na poziomie 18,2x na 2010 i 16,2x na 2011, czyli odpowiednio z 3 i 14% premią do średniej spółek porównywalnych. Uważamy, że potencjał spadku salda rezerw jest poniżej średniej oczekiwanej w sektorze. W 2009 jakość portfela kredytowego banku pogarszała się w znacznie wolniejszym tempie niż sektor, co w naszej opinii oznacza, że w momencie odwrócenia się trendu w sektorze będzie się również poprawiać wolniej. W konsekwencji oczekujemy, że w 2011 roku tempo wzrostu zysków Pekao będzie poniżej średniej dla spółek porównywalnych, 12% względem 18%.



PKO BP (Trzymaj)

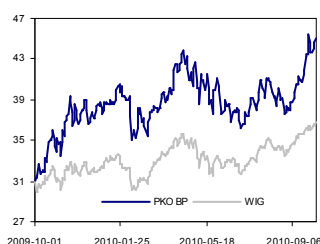
Cena bieżąca: 44,99 PLN Cena docelowa: 45,7 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 434,5	27,4%	6 846,4	6,4%	Liczba akcji (m ln)	1 250,0
Marża odsetkow a	5,0%	3,5%		4,0%		3,9%		MC (cena bieżąca)	56 237,5
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 910,7	15,1%	10 358,8	4,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 737,4	24,1%	5 906,5	2,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	4 062,7	38,0%	4 528,6	11,5%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 213,1	39,4%	3 626,9	12,9%		
ROE	24,1%	13,4%		15,3%		16,0%		Zmiana ceny: 1m	16,1%
P/E	14,4	21,9		17,5		15,5		Zmiana ceny: 6m	6,1%
P/BV	3,2	2,8		2,6		2,4		Zmiana ceny: 12m	38,0%
DPS	1,1	1,0		1,9		1,0		Max (52 tyg.)	45,5
Dyid (%)	2,4	2,2		4,2		2,3		Min (52 tyg.)	31,7

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację dla PKO BP do trzymaj po tym jak w ciągu 3 tygodni kurs akcji urosł o 10,0% (6,7pp. powyżej indeksu WIG) osiągając praktycznie naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 45,7 PLN. Przy obecnej cenie rynkowej, bank wyceniany jest na 17,5x P/E na 2010 i 15,5x na 2011, czyli odpowiednio 2% poniżej i 8% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. Niemniej jednak, zwracamy uwagę, że w naszej opinii premia na wskaźnikach na 2011 jest w dużej mierze wytłumaczona przez fakt, że bank wypłaci w grudniu bieżącego roku dywidendę, której stopa jest bardzo atrakcyjna i obecnie wynosi 4,2%.

PKO BP przegrało wyścig o przejęcie kontroli nad BZ WBK z Santanderem

Pomimo, że rzekomo PKO BP dokonało rewizji swojej oferty złożonej na zakup pakietu kontrolnego w BZ WBK, ostatecznie AIB wybrało ofertę Santanderu. Cena za oferowaną przez Santanderu za pakiet 70,36% (11 666 mln PLN) implikuje 226,9 PLN za akcję, czyli 2,80x P/BV na 2009 i 2,52x P/BV na 2010. Transakcja będzie przeprowadzona w formie wezwania do sprzedaży 100% akcji, w ramach której AIB zbyje swój udział.

Skarb Państwa planuje sprzedaż udziałów w PKO BP i PZU do poziomu 25% plus do 2013

Minister Skarbu, Aleksander Grad, zapowiedział, że może nastąpić częściowa sprzedaż akcji Skarbu Państwa w PKO BP i PZU z zaplanowanego do 2013 roku obniżenia zaangażowania Skarbu Państwa do poziomu 25% plus. Minister zaznaczył, że akcje obu spółek mają trafić do rozproszonego akcjonariatu, a nie do inwestora strategicznego. Obecnie Skarb Państwa ma 51,2% udziału w PKO BP (w tym 10,2% przez BGK) oraz 45,2% w PZU.

PKO BP odkłada emisję do 800 mln EUR euroobligacji o kilka tygodni

Wiceprezes Zarządu PKO BP, pan Jakub Papierski, poinformował, że bank odkłada decyzję o emisji do 800 mln EUR euroobligacji o kilka tygodni. Spowodowane jest to niestabilną sytuacją rynków finansowych. 22 września bank poinformował o zamiarze emisji. Oczekiwano, że transakcja zostanie zamknięta w ciągu kilkunastu dni. Prezes banku podkreślał, że PKO BP nie ma żadnej presji by emitować obligacje, a o powodzeniu emisji zadecyduje cena.

PKO BP zamierza sprzedać 3,3-3,4 mld PLN kredytów hipotecznych w 3Q 2010

Wiceprezes PKO BP, pan Wojciech Papierak, poinformował, że sprzedaż kredytów detalicznych w 3Q 2010 będzie wyższa niż w 2Q 2010. W 3Q 2010 bank zamierza sprzedać 3,3-3,4 mld PLN kredytów hipotecznych (+7-10% Q/Q) i utrzymać ok. 30% udział rynkowy. Ponadto bank chce utrzymać ten poziom sprzedaży w 4Q 2010. PKO BP planuje sprzedać w 3Q 2010 2,6-2,7 mln PLN kredytów gotówkowych (+0-4% Q/Q), czego ponad 80% jest kierowana do własnej bazy klientów. Papierak poinformował, że jakość portfela detalicznego pozostaje na stabilnym poziomie.

Zysk w 2010 na poziomie 3 mld PLN jest osiągalny – prezes

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, stwierdził w wywiadzie dla *Rzeczpospolitej*, że zysk PKO BP w tym roku na poziomie 3 mld PLN jest osiągalny. Nasza obecna prognoza zysku netto dla PKO BP jest na poziomie 3,2 mld PLN. Po pierwszym półroczu 2010 została wykonana w 47%.

Prezes oczekuje wzrostu zysku netto z kwartału na kwartał

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, oczekuje, że „zysk netto banku będzie poprawiał się z kwartału na kwartał ze względu na rosnące wolumeny, o ile nie będzie nadzwyczajnych sytuacji”. Nasza całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 3,213 mln PLN (+39% R/R)

implikuje wzrost wyniku w drugim półroczu o 14% względem pierwszego. W naszej opinii, nasze prognozy znajdują potwierdzenie w wypowiedzi Prezesa.

PKO BP utrzymuje K/D poniżej 100%; koszty ryzyka spadną w 2H 2010 względem 1H

Wiceprezes PKO BP, pan Krzysztof Dlesler, poinformował, że bank utrzymuje wskaźnik kredyty/depozyty poniżej 100%. Ponadto, oczekuje, że koszty ryzyka spadną w drugiej połowie roku względem pierwszej dzięki lekkiej poprawie sytuacji w segmencie korporacyjnym. Dodał również, że zamiarem banku jest utrzymanie wskaźnika koszty/dochody na obecnym poziomie, przy płaskich kosztach administracyjnych i rosnących kosztach osobowych.

Prezes nie wyklucza akwizycji w przyszłości, ale PKO BP nie jest zainteresowane CSOB

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, poinformował, że bank będzie się przyglądał transakcją M&A w sektorze bankowym zarówno w Polsce jak i w regionie. Jednocześnie Prezes zaprzeczył wcześniejszym doniesieniom prasowym jakoby PKO BP razem z PZU chciał przejąć czeską grupę bankowo-ubezpieczeniową CSOB należącą do grupy KBC.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

PKO BP poinformowało, że pan Ireneusz Fąfara, Członek Rady Nadzorczej banku, w dniu 30 września złożył rezygnację z pełnionej funkcji. Przedstawionym przez Pan Ireneusza Fąfarę powodem rezygnacji jest konieczność pełnej koncentracji jego aktywności zawodowej na stojących przed nim zadaniach w Orlen Lietuva.

S&P podwyższył rating PKO BP do A-pi

Agencja ratingowa Standard&Poor's podwyższyła rating dla PKO BP do A-pi z BBB-pi.



Ubezpieczyciele

Ceny polis komunikacyjnych wzrosły o 20% od początku roku, będą rosły dalej – prasa

Według informacji *Gazety Prawnej* ceny ubezpieczeń komunikacyjnych wzrosły od początku roku o 20%. Ubezpieczyciele zapowiadają kolejne podwyżki. Z powodu dużej konkurencji na rynku, ceny ubezpieczeń spadły do poziomów, które przestały być rentowne dla zakładów ubezpieczeń.



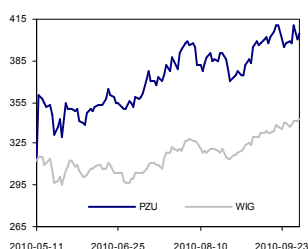
PZU (Zawieszona)

Cena bieżąca: 405,5 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%	Liczba akcji (mIn)	86,4
majątkow a	8 433,0	8 021,9	-4,9%	7 781,8	-3,0%	8 158,2	4,8%	MC (cena bieżąca)	35 015,9
życiow a	6 130,2	6 340,8	3,4%	6 340,8	0,0%	6 721,9	6,0%	Free float	37,7%
Przychody ogółem	15 203,5	18 295,1	20,3%	17 063,1	-6,7%	17 992,2	5,4%		
Zysk brutto	2 347,5	4 535,9	93,2%	2 783,7	-38,6%	3 310,5	18,9%		
Zysk netto	2 329,7	3 762,9	61,5%	2 261,0	-39,9%	2 690,1	19,0%		
ROE	12,5%	24,5%		19,7%		20,7%		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/E	15,0	9,3		15,5		13,0		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	3,1		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		10,9		11,8		Max (52 tyg.)	411,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,7		2,9		Min (52 tyg.)	312,5



W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, rekomendacja dla PZU pozostaje zawieszona.

Skarb Państwa planuje sprzedaż udziałów w PKO BP i PZU do poziomu 25% plus do 2013

Minister Skarbu, Aleksander Grad, zapowiedział, że może nastąpić częściowa sprzedaż akcji Skarbu Państwa w PKO BP i PZU z zaplanowanego do 2013 roku obniżenia zaangażowania Skarbu Państwa do poziomu 25% plus. Minister zaznaczył, że akcje obu spółek mają trafić do rozproszonego akcjonariatu, a nie do inwestora strategicznego. Obecnie Skarb Państwa ma 51,2% udziału w PKO BP (w tym 10,2% przez BGK) oraz 45,2% w PZU.

Prezes zapowiada spadek zysk w 2010 o 1-1,5 mld PLN R/R

Prezes, pan Andrzej Klesyk, poinformował, że zysk w tym roku spadnie o 1,0-1,5 mld PLN R/R z poziomu 3,8 mld PLN w 2009. Wynika to z mniejszego przychodu z działalności inwestycyjnej, po tym jak rok temu spółka wypłaciła dywidendę z kapitałów oraz z mniejszej skali rozwiązywania rezerw typu P.

Zarząd zamierza podjąć w tym roku dyskusję z RN w celu rewizji polityki dywidendowej spółki

Prezes PZU, pan Andrzej Klesyk, poinformował, że w tym roku Zarząd zamierza rozpocząć z Radą Nadzorczą dyskusję na temat przyszłej polityki dywidendowej spółki. Prezes podkreślił, że sposób zarządzania kapitałem powinien być jasno sprecyzowany i dodatkowo jasno komunikowany do akcjonariuszy. Rada zajmie się planem finansowym na przyszły rok, a jego częścią jest między innymi dywidenda. Obecna polityka dywidendowa spółki zakłada stopę wypłaty dywidendy na poziomie 25-45% zysku.

PZU liczy, że wynik techniczny segmentu korporacyjnego będzie dodatni w 2012

Członek Zarządu PZU, pan Witold Jaworski, poinformował, że spółka liczy na dodatni wynik techniczny w segmencie korporacyjnym w 2012 kiedy to zakończy się jego restrukturyzacja. Obecnie portfel ten nie jest rentowny.

PZU może wydać na akwizycję ok. 5 mld PLN

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, poinformował, że spółka mogłaby przeznaczyć ok. 5 mld PLN na akwizycję, z czego ok. 4 mld PLN pochodziłoby z nadwyżkowych kapitałów. Prezes dodał, że w tym roku PZU nie dokona żadnej transakcji. Ponadto spółka będzie się przyglądać każdej firmie, która będzie wystawiona w regionie na sprzedaż. Prezes poinformował, że dla PZU nie ma sensu kupować spółek, które nie są w pierwszej piątce na danym rynku.

Prezes PKO BP zaprzeczył jakoby PKO BP wspólnie z PZU były zainteresowane przejęciem czeskiego CSOB

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, zaprzeczył jakoby PKO BP razem z PZU chciał przejąć czeską grupę bankowo-ubezpieczeniową CSOB. Wcześniej prasa spekulowała, że po przegranej PKO BP w wyścigu o BZ WBK, bank wspólnie z PZU rozważa przejęcie grupy CSOB.

Rezygnacja Członka Zarządu

PZU poinformowało, że Członek Zarządu odpowiedzialny za likwidację szkód, IT oraz operacje, pan Rafał Stankiewicz, w dniu 27 września złożył rezygnację z pełnionej funkcji. Przyczyną złożonej rezygnacji jest otrzymanie propozycji pracy w innym przedsiębiorstwie.



Filar delegowany z Rady Nadzorczej do Zarządu

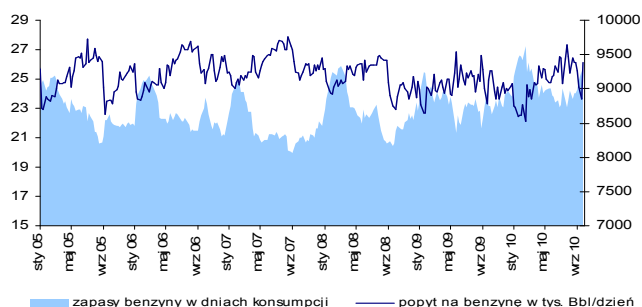
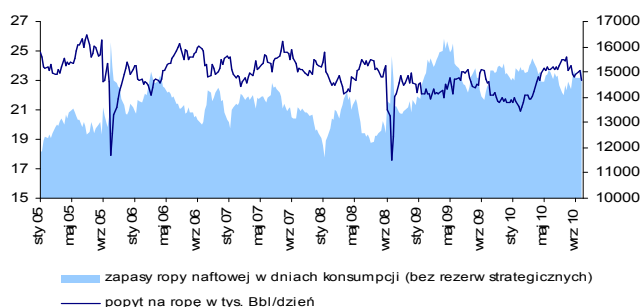
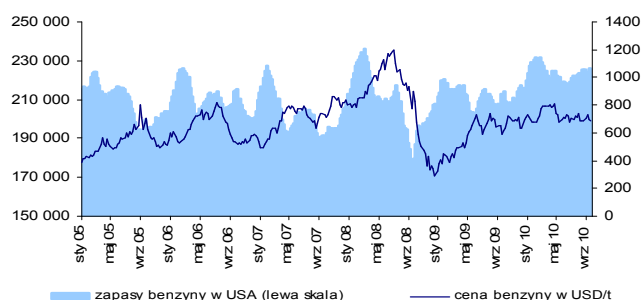
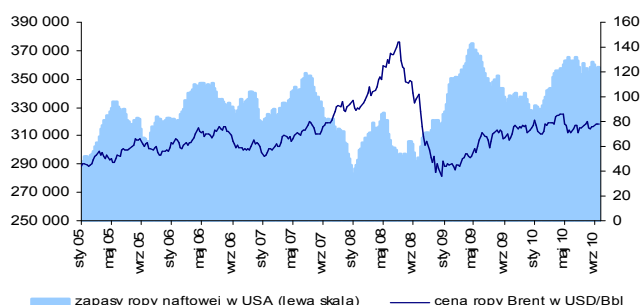
PZU poformowało, iż w związku ze złożoną rezygnacją pana Rafała Stankiewicza z pełnienia funkcji Członka Zarządu Spółki, Rada Nadzorcza w dniu 30 września 2010 roku delegowała Członka Rady Nadzorczej pana Dariusza Filara do czasowego wykonywania czynności Członka Zarządu spółki na okres od dnia 1 października 2010 roku do czasu uzupełnienia składu Zarządu PZU, jednak nie dłużej niż do dnia 31 grudnia 2010 roku.

Paliwa, chemia

Dobre dane na koniec słabego miesiąca

We wrześniu obserwowaliśmy dalszy spadek produkcji w rafineriach (obniżenie średniego wskaźnika wykorzystania mocy z 88,2% do 87,35%), co było reakcją przetwórców ropy na mało satysfakcjonujący rynkowy poziom marż i relatywnie niski poziom konsumpcji jak na sezon transportowy. Z tygodnia na tydzień notowane było obniżanie się poziomu zużycia benzyny (średnio -2,5% w relacji do sierpnia), co z kolei wpływało na pogorszenie cracków na tym paliwie. Częściowo było to rekompensowane przez zwiększone zapotrzebowanie na średnie destylaty (+5% m/m) i wzrost marż na tej kategorii, ale w kontekście rosnących ujemnych cracków na HSFO ostatecznie marże rafinerii uległy obniżeniu w ujęciu m/m. Obraz strony popytowej w całym miesiącu wygląda więc niezbyt pozytywnie, ale ostatni tydzień września przyniósł zaskakująco dobre odczyty w tym zakresie. Odbudowanie konsumpcji we wszystkich kategoriach pozwoliło na nieznaczne obniżenie stanu zapasów w relacji do poziomów z końca sierpnia (w przypadku benzyny -1,2%, a w przypadku średnich destylatów -0,9%). O około 1% spadły również komercyjne rezerwy ropy naftowej. Na razie oczywiście dane z jednego tygodnia nie mogą być postrzegane jako zmiana negatywnych tendencji, ale warto zauważyć że pokryły się one z lepszymi informacjami o poziomie produkcji przemysłowej w USA. Jeśli po słabszym miesiącu potwierdzą się dane o powrocie ożywienia to możliwa jest także poprawa w sektorze rafineryjnym. W naszej opinii w związku ze znaczną skalą uruchamianych nowych instalacji trudno jednak oczekiwać powrotu wysokich rentowności z lat 2004-08.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

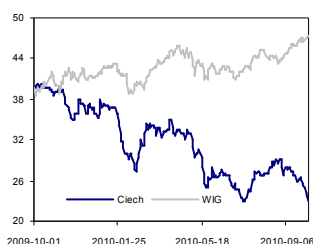
Cena bieżąca: 23,06 PLN

Cena docelowa: 34,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-23

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 684,2	-2,7%	4 062,5	10,3%	4 370,4	7,6%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	365,1	-18,9%	394,7	8,1%	499,1	26,5%	MC (cena bieżąca)	645,7
marża EBITDA	11,9%	9,9%		9,7%		11,4%		EV (cena bieżąca)	2 232,5
EBIT	246,7	135,0	-45,3%	165,9	22,9%	258,6	55,9%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-85,5	103,9%	87,7		92,2	5,1%		
P/E				7,4		7,0		Zmiana ceny: 1m	-17,7%
P/CE	4,0	4,5		2,0		1,9		Zmiana ceny: 6m	-29,5%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-42,8%
EV/EBITDA	5,1	6,1		5,7		4,4		Max (52 tyg.)	40,3
Dyid (%)	9,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,8



Zapowiedź zwołania NWZA w sprawie ewentualnego podwyższenia kapitału wywołało znaczącą przecenę akcji Ciechu, mimo iż takie deklaracje były przez Zarząd składane już wcześniej. W naszej opinii potencjalna emisja nie będzie krzywdząca dla obecnych akcjonariuszy ze względu na bardzo prawdopodobne zaangażowanie EBOR-u, który mógłby objąć prawa poboru przysługujące MSP. Naszym zdaniem istnieje duża szansa, iż wymagane przez ugodę z bankami obniżenie zadłużenia o 400 mln PLN będzie możliwe tylko ze środków z dezinwestycji, a pieniądze z emisji pozwolą na dalsze ograniczenie długu. Docelowe obniżenie zaangażowania MSP do około 20% z kolei znacznie zwiększy elastyczność procesu prywatyzacji, gdyż umożliwi jego realizację poprzez wezwanie, co ogranicza zobowiązania przyszłego inwestora (kwestie inwestycji, kwestie społeczne). Może to zwiększyć spektrum zainteresowanych zakupem akcji Ciech, szczególnie funduszy private equity. Zwracamy również uwagę, na doniesienia o podwyżkach cen sody w kontraktach producentów amerykańskich i tureckich. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Prywatyzacja będzie wznowiona w 1H'2011

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz zapowiedział, że resort będzie chciał wrócić do prywatyzacji Ciechu w I-szej połowie przyszłego roku. Wcześniej Spółka będzie musiała się jednak uporać z obniżeniem zadłużenia poprzez dezinwestycje i ewentualne podwyższenie kapitału.

Emisja akcji bądź obligacji zamiennych

Zarząd Ciechu zwołał na 28 października NWZA, które ma zdecydować o zapewnieniu dodatkowego finansowania Spółce poprzez emisję do 23 mln nowych akcji z prawem poboru bądź obligacji zamiennych do kwoty 250 mln PLN z możliwością konwersji na 11 mln akcji. Możliwe jest połączenie tych dwóch wariantów. Przedstawiona propozycja emisji oznacza zwiększenie liczby akcji z 28 mln sztuk do maksymalnie 51 mln sztuk. Teoretyczna maksymalna wartość emisji przy dzisiejszej cenie rynkowej to 577 mln PLN (należy oczywiście założyć dyskonto), a wartość minimalną określić można na 250 mln PLN, czyli oczekiwaną wartością nominalną programu obligacji. Przypominamy, że w sierpniu Ciech i MSP podpisały list mandatowy z EBOR-em, który zadeklarował uczestniczenie w finansowaniu długoterminowym Grupy do kwoty 300 mln PLN. Prawdopodobnie bank objąłby więc prawa poboru przysługujące resortowi skarbu i emisja nie byłaby krzywdząca dla aktualnych akcjonariuszy Spółki. Przy sprzedaży maksymalnej ilości nowych akcji, udział MSP obniżyłby się do 20,1% z obecnych 36,7%. Oceniamy, że realny termin przeprowadzenia tej oferty to przełom I-go i II-go kwartału przyszłego roku, co oznacza że Spółka zakłada iż uda jej się wypełnić warunek obniżenia długu wobec banków z konsorcjum o 400 mln PLN do końca marca 2011 ze środków z dezinwestycji. Buforem w tym zakresie może być również zaangażowanie EBOR.



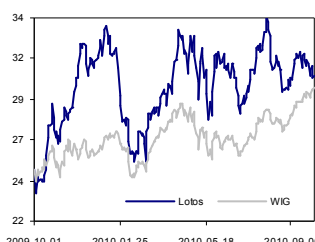
Lotos (Redukuj)

Cena bieżąca: 30,59 PLN Cena docelowa: 26,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	3 972,8
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 266,5
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%		
P/E		4,5		10,1		6,9		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE		3,4		5,4		2,9		Zmiana ceny: 6m	-8,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	24,1%
EV/EBITDA	41,9	12,9		12,7		8,0		Max (52 tyg.)	34,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	24,3



W najbliższych miesiącach nadal głównym determinantem notowań Lotosu będą w naszej opinii doniesienia z procesu prywatyzacji, aczkolwiek ze względu na warunki postawione przez MSP trudno oczekiwać wysokich ofert. Makro rafinerijne pozostaje mało sprzyjające i choć można zakładać, że w 3Q Spółka zanotuje odwrócenie znacznej części ujemnych różnic kursowych z 2Q, to jakość wyników nie będzie zapewne skłaniać do podwyższania prognoz na rok kolejny. Utrzymujemy rekomendację redukuj.

Lotos nie dla Orlenu i PGNiG?

Minister skarbu Aleksander Grad powiedział, że wyklucza udział Orlenu w prywatyzacji Lotosu. Resort nigdy nie analizował również ewentualnego uczestnictwa PGNiG w tym procesie, gdyż Spółka ta powinna się skupić na własnych projektach inwestycyjnych. Na początku października ma się ukazać zaproszenie dla branżowych inwestorów do międzynarodowego przetargu na gdański koncern paliwowy. Ostateczną decyzję będzie podejmować Rada Ministrów po przeanalizowaniu ofert, które powinny zawierać deklaracje o pozostawieniu Lotosu na giełdzie, utrzymaniu siedziby w Gdańsku, zapewnienie o realizacji strategii i podjęciu inwestycji rozwojowych wraz z zapewnieniem dostępu do ropy naftowej. Nowy właściciel powinien również przekonać rząd, iż zamierza pozostać inwestorem długoterminowym. Jeśli potwierdzą się te zapowiedzi MSP, że PGNiG i Orlen nie będą się starać o zakup Lotosu to byłaby to dobra informacja dla tych Spółek. Jeśli chodzi o samą prywatyzację Lotosu to przy takich warunkach tego przetargu może być trudno o zainteresowanie zagranicznych inwestorów.



PGNiG (Kupuj)

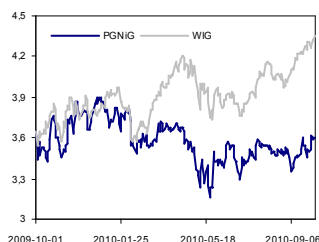
Cena bieżąca: 3,6 PLN

Cena docelowa: 4,26 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	21 558,0	11,8%	23 126,7	7,3%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	3 486,5	23,2%	4 085,6	17,2%	MC (cena bieżąca)	21 240,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		16,2%		17,7%		EV (cena bieżąca)	23 788,7
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	1 977,4	48,3%	2 444,2	23,6%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	1 655,3	37,7%	1 708,9	3,2%		
P/E	24,5	17,7		12,8		12,4		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	9,3	7,9		6,7		6,3		Zmiana ceny: 6m	-1,1%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	0,8%
EV/EBITDA	9,3	7,8		6,8		6,2		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	5,3	0,7		2,2		3,1		Min (52 tyg.)	3,2



W naszej opinii ryzyko braku nowej umowy gazowej jest przez rynek przeszacowywane, a jednocześnie niedoceniona pozostaje korzystna w obecnych warunkach makro nowa taryfa hurtowa i długoterminowe perspektywy Spółki (zagraniczne projekty wydobywcze, zwrot na aktywach magazynowych, opcja na wykrystalizowanie pomysłu na liberalizację polskiego rynku gazu). Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Zwracamy jednocześnie uwagę, że PGNiG stanowi jedną z najlepszych ekspozycji na ewentualny scenariusz umocnienia złotego wśród spółek z WIG-20, którego w naszych prognozach konserwatywnie nie uwzględniamy. W przypadku utrzymania się obecnych poziomów USD/PLN zysk operacyjny mógłby być w tym roku wyższy od naszych bazowych prognoz nawet o ponad 150 mln PLN.

Podwyżka taryfy o 6,4%

Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził nową taryfę hurtową PGNiG zakładającą podwyżkę o 6,4%. Będzie ona obowiązywać od początku października do końca marca 2011 roku. Oprócz wyższego od zakładanego wcześniej kursu USD/PLN podwyżka jest argumentowana wzrostem kosztów finansowania zapasów obowiązkowych od października tego roku (z 15 do 20 dni średniego importu). Decyzja Regulatora jest pozytywna dla PGNiG (zakładaliśmy wzrost o 5%), szczególnie jeśli utrzyma się obecne otoczenie makro (kurs USD/PLN i cena ropy).

Komunikat o możliwych ograniczeniach dostaw gazu

PGNiG z uwagi na przedłużające się międzyrządowe negocjacje w sprawie umowy gazowej z Rosją, wystosowało komunikat o możliwych ograniczeniach dostaw gazu w 4Q. Gazowy koncern może zmniejszyć dostawy surowca dla przemysłu już pod koniec października, ale nadal liczy iż uda się ostatecznie podpisać aneks do umowy z Gazpromem. Ostatnie doniesienia Ministerstwa Gospodarki biorącego udział w negocjacjach z Rosjanami i KE pozwalają zachować w tej kwestii optymizm. Minister Waldemar Pawlak poinformował, że możliwe jest pozostawienie dotychczasowego terminu obowiązywania kontraktu (do 2022 roku podczas gdy aneks przewidywał wydłużenie terminu do 2037) przy zapewnieniu zwiększonych dostaw. Przypomniał również, że zgodnie z wcześniejszymi uzgodnieniami strona polska otrzyma 10% upust w cenie gazu w ramach tej dodatkowej puli 1,5 mld m³, co implikowałoby oszczędności rzędu 200-250 mln USD. Zastrzegł też, że Rosja zgodziła się na zniesienie zakazu reeksportu rosyjskiego gazu.

Kredyt w oparciu o złoża w Norwegii

PGNiG Norway, spółka w 100% zależna od PGNiG, zawarła umowę kredytową na 400 mln USD z siedmioma bankami na czele z Credit Agricole (agent kredytu). Wynegocjowane finansowanie ma charakter Reserved Based Loan, a więc podstawowym zabezpieczeniem dla kredytodawców są posiadane przez PGNiG Norway złoża Skarv. Według doniesień prasowych banki wyceniły je na 764 mln USD. Udzielony kredyt potwierdza jakość aktywów norweskich PGNiG (przypominamy, że potencjał 2P tych złóż przypadających na polski koncern sięga 60 mln boe).

Wywiad z CFO PGNiG Norway

W wywiadzie prasowym dyrektor finansowy PGNiG Norway Cyryl Federowicz potwierdził, że wydobywanie ropy i gazu na projekcie Skarv rozpocznie się w połowie przyszłego roku. Nakłady koncernu na to przedsięwzięcie wyniosą łącznie z transakcją zakupu udziałów około 1 mld USD (w tym 230 mln USD to udział w nakładach na platformę wydobywczą). Spółka spodziewa się rocznej produkcji gazu na poziomie 0,4 mld m³ i 0,5 mln ton ropy już w 2012 roku, co przy obecnych cenach oznaczałoby przychody na poziomie 350 mln USD, a biorąc pod uwagę niskie koszty, okres zwrotu z inwestycji ma wynieść 6-7 lat. Przedstawione założenia tego projektu łącznie z wysokością przychodów są zgodne z naszymi szacunkami przedstawionymi w



ostatnim raporcie. Spółka bardziej optymistycznie podchodzi natomiast do okresu zwrotu z tej inwestycji, aczkolwiek być może w tych kalkulacjach uwzględniana jest tarcza podatkowa z nakładów na poszukiwania, które mogą być w Norwegii traktowane jako koszty okresu.

Umowa na dofinansowanie na 503 mln PLN

PGNiG podpisało z Instytutem Nafty i Gazu umowę na dofinansowanie projektu rozbudowy magazynu gazu Wierzchowice w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko 2007-13. Kwota dofinansowania ma wynieść do 503,6 mln PLN wydatków kwalifikowanych, które w przypadku tej inwestycji mogą sięgnąć 1,6 mld PLN. Przypominamy, że pierwszy etap rozbudowy magazynu z 0,6 mld m³ do 1,2 mld m³ ma się zakończyć w przyszłym roku, a jego budżet wynosi 1 mld PLN netto. Kwota dofinansowania stanowi 2,5% aktualnej kapitalizacji PGNiG. Wcześniej Spółka informowała, że KE zaakceptowała państwowe dotacje na projekty PGNiG do kwoty 390 mln EUR, tak więc powinniśmy się spodziewać kolejnych tego typu umów z instytucjami wdrażającymi programy operacyjne. Działalność magazynowa oparta jest o taryfy w formule zwrotu z regulacyjnych aktywów (WRA). Dzisiaj wartość tego parametru w PGNiG wynosi około 3 mld PLN, a po przeprowadzeniu wszystkich inwestycji magazynowych może wzrosnąć w perspektywie 2015 roku do 6 mld PLN.



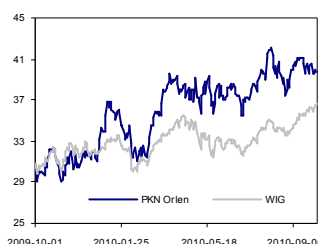
PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 39,69 PLN Cena docelowa: 40,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%	Liczba akcji (mIn)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%	MC (cena bieżąca)	16 975,8
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	31 925,8
EBIT	-1 603,0	1 097,0		1 619,3	47,6%	2 030,3	25,4%	Free float	62,2%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		1 553,0	18,7%	1 502,7	-3,2%		
P/E		13,0		10,9		11,3		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE		4,4		4,1		3,8		Zmiana ceny: 6m	4,6%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	32,3%
EV/EBITDA	36,3	8,2		7,5		6,7		Max (52 tyg.)	42,0
Dyid (%)	4,1	0,0		0,0		1,9		Min (52 tyg.)	29,1



Nie widzimy obecnie szans na istotną poprawę marż rafineryjnych, które dodatkowo są z punktu widzenia Orlenu osłabiane przez umacniający się kurs złotego względem dolara. Spodziewamy się, że raportowane wyniki operacyjne wg LIFO Orlenu w 3Q będą z tego powodu gorsze q/q mimo sezonowego dobrego rezultatu segmentu detalicznego i nadal wysokich marż w petrochemii. Raportowany EBIT będzie ponadto obciążony ujemnym efektem przeszacowania zapasów. W średnim terminie istotnym czynnikiem wspierającym kurs może być jednak zapowiadana decyzja w sprawie Możejki, która to transakcja ma w naszej opinii szansę zwiększyć wartość akcji Orlenu. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Odbudowa torów na Litwie dopiero w 2012

Koleje Litewskie odbudują 19 km torów kolejowych pomiędzy rafinerią w Możejce, a granicą z Łotwą do 2012 roku. Umowa w tej sprawie z wykonawcą została właśnie podpisana. Wydawało się, że uzgodnienia rządowe w tej sprawie zakładały odbudowę tego odcinka do jesieni tego roku, tak więc można uznać, że sytuacja nadal pozostaje napięta.

Wyższe koszty energii w Czechach

Prasa donosi, że w związku z wyższymi kosztami dotacji do energii solarnej w Czechach w przyszłym roku klienci końcowi muszą liczyć się z kilkunastoprocentowymi podwyżkami cen z uwagi na wyższe taryfy dla dystrybutorów którzy realizują obowiązek odkupu energii z OZE. Szerzej na ten temat pisaliśmy w ostatnim raporcie dotyczącym koncernu CEZ. Rachunki za energię wzrosną naszym zdaniem o około 10%, gdyż taryfa dystrybucyjna to około 44% kosztów energii (reszta to cena samego prądu). Z punktu widzenia Unipetrolu, który rocznie wydaje na energię około 270-340 mln PLN, wzrost kosztów sięgałby 30 mln PLN, co należy uznać za kwotę mało istotną z punktu widzenia skonsolidowanych wyników Orlenu.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,92 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		124,7		178,5	43,1%	MC (cena bieżąca)	444,0
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		6,5%		8,2%		EV (cena bieżąca)	753,7
EBIT	164,0	-407,5		48,1		105,6	119,3%	Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		35,3		86,4	144,5%		
P/E	15,4			12,6		5,1		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	4,7			4,0		2,8		Zmiana ceny: 6m	-9,1%
P/BV	0,5	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-4,7%
EV/EBITDA	2,0			6,0		3,8		Max (52 tyg.)	7,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



W ostatnich dniach na fali drożającego fosforanu amonu notowania Polic wyraźnie się poprawiły. W naszej opinii do obecnej sytuacji na rynku rolnym należy jednak podchodzić z dużą ostrożnością i trudno oczekiwać utrzymania obecnych wysokich cen również w kolejnym sezonie. Spółka co prawda ustabilizowała już swoją sytuację płynnościową, ale w naszej opinii wyniki w najbliższych kwartałach oraz aktualny stan zadłużenia netto będą skutecznie utrudniały wzrost kursu akcji Polic. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Konieczna decyzja WZA o dalszym istnieniu Spółki

Zarząd poinformował w komunikacie, że strata Polic na koniec lipca przekroczyła o 7 mln PLN sumę kapitału zapasowego, rezerwowego oraz jedną trzecią kapitału zakładowego, wynoszącą 595,6 mln PLN. W tym kontekście zgodnie z obowiązującym prawem WZA (zwołane na 11 października) będzie musiało podjąć decyzję o dalszym istnieniu Spółki. Zarząd będzie wnioskował o kontynuację działalności i taki wniosek pozytywnie zaopiniowała Rada Nadzorcza. Z komunikatu wynika, że w lipcu Spółka zanotowała ponad 8 mln PLN jednostkowej straty netto, wobec -3,9 mln PLN w czerwcu i -5,8 mln PLN w maju. Decyzja WZA będzie raczej formalnością, a biorąc pod uwagę sezonową słabość miesięcy letnich nie wydaje się, aby informacja o wyższej stracie z lipca stanowiła duże negatywne zaskoczenie.

Oferty wiążące do 16 listopada

Skarb Państwa chce aby zainteresowani inwestorzy w procesie prywatyzacji ZA Puławy i ZCH Police złożyli wiążące oferty do 16 listopada (wcześniej resort liczył że uda się je uzyskać do 11 października). Obecnie trwa due diligence obydwu Spółek.

Podwyżka cen gazu od 4Q o 6,4%

URE zatwierdził podwyżkę taryfy gazowej od 1 października o 6,4%, co oznacza że koszty ZCH Police w skali roku mogą wzrosnąć o około 17-20 mln PLN. Nowy cennik PGNiG ma obowiązywać do końca 1Q'2011. Ta decyzja regulatora w istotny sposób ograniczy poprawę rentowności produkcji mimo wyraźnego wzrostu cen nawozów obserwowanych w ostatnich tygodniach.



ZA Puławy (Trzymaj)

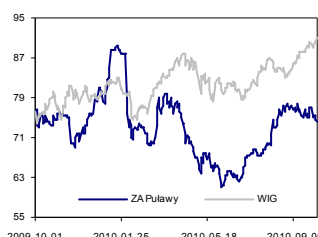
Cena bieżąca: 74,3 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 090,8	-12,8%	2 391,1	14,4%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	407,2	85,9	-78,9%	200,9	133,9%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 420,2
marża EBITDA	17,0%	4,1%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 435,8
EBIT	338,3	13,1	-96,1%	101,2	672,6%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	27,1	-86,1%	82,5	204,6%	226,9	174,9%		
P/E	7,3	52,4		17,2		6,3		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	5,4	14,2		7,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	-1,9%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	1,8%
EV/EBITDA	2,1	14,7		7,1		3,3		Max (52 tyg.)	89,5
Dyid (%)	5,8	13,7		1,2		1,5		Min (52 tyg.)	61,1



Kurs akcji ZA Puławy na wrześniowym wzrostowym rynku zachowywał się gorzej od szerokiego indeksu, mimo iż Spółka znajduje się obecnie w procesie prywatyzacji i w obliczu poprawy globalnego sentymentu można by oczekiwać premii w ewentualnym wezwaniu. Na pewno czynnikiem negatywnym dla wytwórcy nawozów była decyzja o podwyżce cen gazu oraz możliwych ograniczeniach dostaw w 4Q, co skutecznie neutralizowało doniesienia o kolejnych podwyżkach nawozów na rynku europejskim. Kluczowa dla dalszego rozwoju Spółki, a co za tym idzie dla jej notowań będzie ostateczna decyzja MSP w sprawie prywatyzacji, która według najnowszego harmonogramu powinna zapaść do połowy listopada. Na razie utrzymujemy neutralną rekomendację.

Oferty wiążące do 16 listopada

Skarb Państwa chce aby zainteresowani inwestorzy w procesie prywatyzacji ZA Puławy i ZCH Police złożyli wiążące oferty do 16 listopada (wcześniej resort liczył że uda się je uzyskać do 11 października). Obecnie trwa due diligence obydwu Spółek.

Podwyżka cen gazu od 4Q o 6,4%

URE zatwierdził podwyżkę taryfy gazowej od 1 października o 6,4%, co oznacza że koszty ZAP w skali roku mogą wzrosnąć o około 48-50 mln PLN. Nowy cennik PGNiG ma obowiązywać do końca 1Q'2011. Ta decyzja regulatora w istotny sposób ograniczy poprawę rentowności produkcji mimo wyraźnego wzrostu cen nawozów obserwowanych w ostatnich tygodniach.

Energetyka



CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 130 PLN

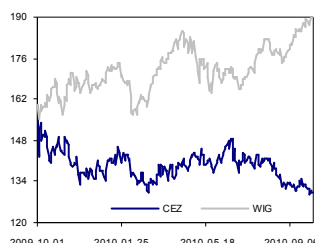
Cena docelowa: 140,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	199 223,5	1,5%	204 001,5	2,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	85 877,8	-5,7%	91 344,5	6,4%	MC (cena bieżąca)	69 938,7
marża EBITDA	48,2%	46,4%		43,1%		44,8%		EV (cena bieżąca)	101 436,4
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 928,9	-9,2%	64 924,4	4,8%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	46 176,3	-10,4%	48 508,5	5,1%		
P/E	10,2	8,4		9,4		8,9		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/CE	6,9	5,8		6,2		5,8		Zmiana ceny: 6m	-7,1%
P/BV	2,7	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	207,7%
EV/EBITDA	6,5	6,2		7,3		7,2		Max (52 tyg.)	160,3
Dyid (%)	5,0	6,1		6,6		6,1		Min (52 tyg.)	129,7



Te goroczne wyniki CEZ znajdują się pod presją dodatkowych kosztów obowiązkowego zakupu energii słonecznej, co może w naszej opinii uniemożliwić wykonanie rocznej prognozy Zarządu na poziomie EBITDA. W przyszłym roku ze względu na zabezpieczenie znacznej części produkcji przy cenie 52 EUR/MWh, Spółka nie będzie odczuwać ewentualnego wzrostu notowań na EEX, ale pozytywnie na wyniki segmentu wytwórczego będą wpływać uruchamiane właśnie projekty w energii wiatrowej i słonecznej. Nadal uważamy jednak, że ciekawszą opcję inwestycyjną w sektorze stanowią istotnie tańsze polskie spółki energetyczne. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wkrótce weryfikacja planów inwestycyjnych

Według prasowych doniesień CEZ powinien wkrótce zaprezentować aktualizację swoich planów inwestycyjnych. Koncern zamierza skoncentrować się na rozwoju w Czechach (nowy blok jądrowy, rynek ciepłowniczy) ograniczając jednocześnie ekspansję zagraniczną. Podobno nie są wykluczone także dezinvestycje niektórych projektów zagranicznych, np. w Turcji. Z oceną tych doniesień należy się wstrzymać do czasu, kiedy Spółka opublikuje nowy plan wydatków inwestycyjnych. Sama koncepcja wyjścia z inwestycji w Turcji wydaje się uzasadniona.

Wyższe koszty energii w Czechach

Prasa donosi, że w związku z wyższymi kosztami dotacji do energii solarnej w Czechach w przyszłym roku klienci końcowi muszą liczyć się z kilkunastoprocentowymi podwyżkami cen z uwagi na wyższe taryfy dla dystrybutorów którzy realizują obowiązek odkupu energii z OZE. Szerzej ten temat opisywaliśmy w ostatnim raporcie dotyczącym koncernu CEZ. Jeśli założymy, że dodatkowe moce zainstalowane w elektrowniach solarnych wyniosą 1300 MW to wartość wyprodukowanej przez nie energii może sięgnąć 16 mld CZK. Oznaczać to będzie wzrost kosztów w przeliczeniu na 1MWh na poziomie około 260CZK, co dla klienta końcowego będzie oznaczało podwyżkę o około 10% (po uwzględnieniu ceny prądu i taryfy dystrybucyjnej).



Enea (Trzymaj)

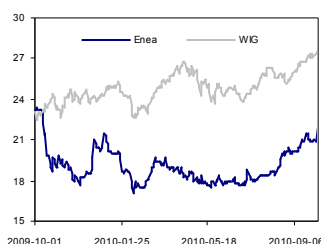
Cena bieżąca: 22,12 PLN

Cena docelowa: 21,43 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 629,3	6,4%	7 882,6	3,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 371,6	17,5%	1 417,3	3,3%	MC (cena bieżąca)	9 764,7
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,0%		18,0%		EV (cena bieżąca)	7 484,6
EBIT	251,4	505,6	101,1%	699,7	38,4%	726,1	3,8%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	654,6	27,5%	676,8	3,4%		
P/E	45,3	19,0		14,9		14,4		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/CE	11,5	8,3		7,4		7,1		Zmiana ceny: 6m	17,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-4,9%
EV/EBITDA	8,4	7,7		5,5		6,0		Max (52 tyg.)	23,3
Dyid (%)	1,0	2,1		1,7		3,4		Min (52 tyg.)	17,1



Lista chętnych inwestorów w procesie prywatyzacyjnym zelektryzowała inwestorów i kurs akcji Enei wzrósł w ciągu ostatnich 2 miesięcy o prawie 15%. Słabsze wyniki za 2Q nieco osłabiły jednak entuzjazm rynku i wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom nie pozwalają na podwyższanie rocznej prognozy. Obecny kurs rynkowy jest bliski naszej ceny docelowej stąd utrzymujemy neutralną rekomendację. Uważamy jednak, że ostatnie wypowiedzi ministrów skarbu oraz możliwa determinacja uczestników procesu prywatyzacyjnego (ostatnia szansa na zbudowanie istotnej pozycji na polskim rynku) dają szansę na uzyskanie w wezwaniu 10-15% premii do bieżącej ceny.



PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 23,25 PLN

Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 029,7	-2,7%	22 398,2	6,5%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	6 995,8	-12,4%	7 984,6	14,1%	MC (cena bieżąca)	43 472,5
marża EBITDA	30,1%	36,9%		33,3%		35,6%		EV (cena bieżąca)	45 252,3
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 288,2	-19,8%	5 090,0	18,7%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 124,5	-7,3%	3 774,5	20,8%		
P/E	17,8	11,9		13,9		11,5		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	7,6	6,7		7,5		6,5		Zmiana ceny: 6m	1,3%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,0	5,7		6,5		5,9		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	1,2	3,1		3,0		3,6		Min (52 tyg.)	19,7



Wysoki cash flow operacyjny w zestawieniu z perspektywą znacznej poprawy wyników w 2011 roku i planowaną realizacją największych dezinvestycji może oznaczać wypłatę wysokiej dywidendy w przyszłym roku, poprzedzonej już zapowiedzianą zaliczką. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji PGE. Uważamy ponadto, że w kontekście obserwowanych obecnie tendencji na TGE istnieją szanse na wyższy wzrost cen energii niż zakładamy w prognozach, co może wspierać kurs.

Podwyższenie kapitału zatwierdzone

Sąd Rejestrowy zatwierdził podwyższenie kapitału zakładowego PGE o 1,4 mld PLN w drodze emisji 139,693 mln akcji w związku z przeprowadzaniem procesem konsolidacji aktywów i wykupu udziałowców mniejszościowych w spółkach zależnych. Według ostatnich deklaracji PGE, emisja akcji spowoduje obniżenie kapitałów mniejszości o około 3,4 mld PLN (na koniec półrocza wynosiły 7,3 mld PLN, a ich spadek w relacji do grudnia 2009 wynika z planowanych wypłat dywidend w spółkach zależnych). Akcje nowej emisji trafią do obrotu w II-giej połowie października.

PGE kupuje Enerę

MSP wybrał ofertę PGE jako najkorzystniejszą w procesie prywatyzacji Energi i obie strony podpisały umowę sprzedaży 84,19% udziałów w energetycznym koncernie za kwotę 7,529 mld PLN. PGE zobowiązała się do przeprowadzenia gwarantowanych inwestycji na kwotę 5 mld PLN, utrzymania siedziby w Gdańsku oraz wprowadzenia Energi na giełdę. Cena zapłacona za Enerę implikuje wskaźnik EV/EBITDA uwzględniający gotówkę netto skorygowaną o wypłaconą już dywidendę (547 mln PLN) oraz kapitały mniejszości (547 mln PLN po przeprowadzonej w sierpniu konwersji akcji) dla roku 2010 wynosi 6,4 (dla prognozy EBITDA 1,4 mld PLN). Wskaźnik P/BV jest zbliżony do wskaźnika implikowanego przez wycenę PGE i wynosi 1,3. Warto zwrócić uwagę, że WRA segmentu dystrybucyjnego zostało wyznaczone na 8,5 mld PLN, co przy metodzie wyceny zaprezentowanej przez nas w ostatnim raporcie sektorowym pozwala na oszacowanie wartości EV tego obszaru działalności Energi na około 6,6 mld PLN. W tym kontekście na pozostałe segmenty (w tym atrakcyjny segment OZE) generujące około 0,7 mld PLN EBITDA w skali roku przypadłoby tylko 2,3 mld PLN (3,3 EV/EBITDA). W dłuższym terminie wydaje się więc, że ta akwizycja powinna generować dodatkową wartość dla akcjonariuszy PGE. Z ważnych zapowiedzi Zarządu warto też odnotować chęć upublicznienia Energi. W naszej opinii może to być z punktu widzenia PGE ciekawy projekt w kontekście możliwości wniesienia do tej spółki wszystkich aktywów OZE z Grupy PGE. Wycena takiego podmiotu nieobciążonego perspektywą pakietu klimatycznego i w pełni eksponowanego na wzrost cen energii może nawet zawierać premię do innych notowanych już na GPW polskich koncernów. Umowa zakupu Energi od MSP została już podpisana, ale do jej finalizacji potrzebna jest zgoda UOKiK, który oficjalnie sprzeciwia się tej koncentracji. Decyzja zapadnie prawdopodobnie w ciągu najbliższych 2 miesięcy.



Tauron (Kupuj)

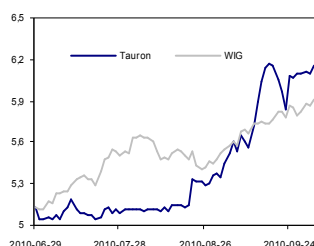
Cena bieżąca: 6,15 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 448,7	13 633,6	9,5%	13 864,0	1,7%	14 685,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	1 615,8	2 580,8	59,7%	2 651,0	2,7%	2 833,0	6,9%	MC (cena bieżąca)	10 778,2
marża EBITDA	13,0%	18,9%		19,1%		19,3%		EV (cena bieżąca)	11 890,8
EBIT	347,0	1 259,7	263,0%	1 257,3	-0,2%	1 360,4	8,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	130,8	732,4	459,7%	904,6	23,5%	918,2	1,5%		
P/E	73,0	13,0		11,9		11,7		Zmiana ceny: 1m	11,4%
P/CE	6,8	4,7		4,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,0	4,9		4,5		4,5		Max (52 tyg.)	6,2
Dyield (%)	0,4	0,6		0,0		2,5		Min (52 tyg.)	5,0



Tauron potwierdził w 2Q zdolność do generowania wysokich przepływów pieniężnych, a jakość wyników zwiększając dodatkowo ogłoszone niedawno pozytywne dla koncernu decyzje URE w sprawie KDT. Na poziomie EV/EBITDA Spółka wyceniana jest 20-25% poniżej branżowej mediany, a stopień niedowartościowania może ilustrować przeprowadzona przez nas wycena sumą części, która przy bieżącym kursie implikuje wartość segmentu wytwórczego Taurona na poziomie 962 mln PLN, (rocznie generuje on 1 mld PLN EBITDA). Warto również zwrócić uwagę na finalizowaną obecnie korzystną dla akcjonariuszy emisję akcji w zamian za aport udziałów mniejszościowych od MSP. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Tauron chce rozwijać działalność w Czechach i na Słowacji

Tauron poprzez swoją spółkę zależną podpisał umowę z czeską platformą obrotu energią i zamierza aktywnie działać na tym rynku zarówno w segmencie hurtowym jak i detalicznym. Spółka nie wyklucza również akwizycji w tych krajach na poziomie aktywów wytwórczych. W naszej opinii na razie te ruchy należy postrzegać jako przygotowywanie pozycji wyjściowej do ewentualnego rozwoju zagranicznej działalności, np. po rozbudowaniu połączenia synchronicznego DE/SK/CZ o ponad 1 GW rocznie w perspektywie 2014-15 roku.

Tauron w WIG20 w korekcie grudniowej?

Prezes GPW Ludwik Sobolewski zapowiedział, że prawdopodobnie Tauron wejdzie do indeksu WIG20 jeszcze w tym roku w korekcie grudniowej, gdyż na to wskazują obecne kalkulacje indeksowego rankingu. Zgodnie z zasadami rewizji uczestników indeksu Tauron w kwartalnej korekcie musi znaleźć się w pierwszej dziesiątce rankingu, aby został zakwalifikowany do WIG-20. Przy okazji wrześniowej korekty był prawdopodobnie 11. W ostatnich tygodniach wzrosła jednak zarówno kapitalizacja Spółki jak i średni dzienny obrót.

Telekomunikacja

Aster na sprzedaż

Według wcześniejszych informacji prasowych fundusz inwestycyjny Mid Europa Partners, który jest głównym akcjonariuszem sieci kablowej Aster, rozesłał dokumenty informacyjne inwestorom potencjalnie zainteresowanym zakupem tej sieci. Mid Europa chce zakończyć transakcję sprzedaży Aster na początku 2011 roku. Wśród zainteresowanych kupnem Astera wymienia się m.in. TPSA oraz Polkomtel. Informacja bez wpływu na kurs.

Porozumienie z operatorami alternatywnymi

UKE zatwierdził ramowe warunki współpracy TP z operatorami alternatywnymi. Oferta ramowa reguluje zasady dostępu telekomunikacyjnego do sieci TP w zakresie świadczenia przez telekom usługi RIO, BSA, LLU i WLR. Informacja techniczna i oczekiwana, bez wpływu na wycenę.

UOKiK grozi karami

Postępowanie urzędu ma związek z utrudnianiem spółce Info-TV-FM (należącej do NFI Magna Polonia) uruchomienia telewizji mobilnej w Polsce. W ubiegłym roku Info-TV-FM wygrała przetarg na częstotliwości dla telewizji mobilnej. Konkurentem w walce o częstotliwości była spółka Mobile TV, założona przez czterech operatorów sieci Era, Plus, Orange i Play. Po zakończeniu przetargu operatorzy sieci komórkowych nie podjęli rozmów na temat współpracy z Info-TV-FM. Według UOKiK, istnieje duże prawdopodobieństwo, że operatorzy działają w zмовie, utrudniając konkurencji rozpoczęcie nadawania. Jeśli urząd uzna, że operatorzy złamali prawo, może nałożyć na nich karę do 10% ich przychodów (czyli teoretycznie do 2,5 mld PLN). Przedstawiciele zagrożonych karą firm nie chcą komentować sprawy i zamierzają złożyć stosowne wyjaśnienia przed urzędnikami. Nałożenie kary jest bardzo prawdopodobne, wymieniona kwota nieporównywalnie niższa. Dotychczas UOKiK nałożyło najwyższą karę na „pupila” regulatorów – TPSA, która miała do zapłacenia 75 mln PLN za dyskryminowanie konkurentów na rynku usług internetowych. Potencjalna kara w tym przypadku nie powinna być wyższa niż kilka mln PLN na operatora.

Sieć szerokopasmowa w Wielkopolsce

TPSA, Netia, Dialog, PBT Hawe, Telekomunikacja Kolejowa, Aero2 oraz Inea, Przedsiębiorstwo Promax i Asta-Net zakwalifikowały się do pierwszego etapu negocjacji w sprawie kapitałowego zaangażowania w spółkę Wielkopolska Sieć Szerokopasmowa, która kosztem 662 mln PLN ma zbudować sieć szerokopasmową w Wielkopolsce. Pierwszy etap negocjacji ma potrwać do 8 października, a drugi od 11 do 29 października. Wówczas planowane jest podpisanie umowy inwestycyjnej. Projekt realizowany jest w oparciu o nową „super-ustawę telekomunikacyjną” dającą władzom lokalnym zdecydowanie lepsze niż dotychczas preferencje, wbudowanie lokalnej infrastruktury telekomunikacyjnej (dostęp do Internetu i przesył danych). Kolejne sieci lokalne będą powstawały w innych województwach. Uwzględniając skalę przedsięwzięcia w relacji do MC ma ona niewielkie znaczenie w przypadku wygranej TPSA, znaczące w przypadku Netii i Dialogu.

Dywidenda zaliczkowa z Polkomtela

Zgodnie z wcześniejszymi informacjami Polkomtel wypłaci zaliczkową dywidendę z zysku wypracowanego w 2010 roku. Wyniesie ona 317,5 mln PLN, tj. połowę zysku osiągniętego przez operatora w 1H2010. Oznacza to, że akcjonariusze posiadający 24,39% pakiet udziałów (PKN Orlen, KGHM, Vodafone) otrzymają po 77 mln PLN, PGE 69,4 mln PLN (21,85% udział), pozostała kwota trafi do Kompanii Węglowej.



Netia (Redukuj)

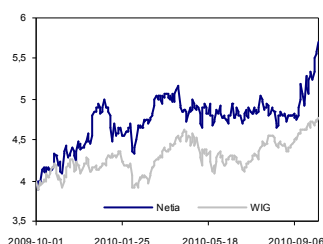
Cena bieżąca: 5,7 PLN

Cena docelowa: 5,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 555,9	3,3%	1 614,0	3,7%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	170,6	312,8	83,3%	358,8	14,7%	381,4	6,3%	MC (cena bieżąca)	2 219,2
marża EBITDA	15,3%	20,8%		23,1%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 926,3
EBIT	-99,7	14,2		70,1	392,7%	104,1	48,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	75,1	-15,3%	109,2	45,4%		
P/E	9,6	25,0		29,5		20,3		Zmiana ceny: 1m	19,2%
P/CE	4,4	5,7		6,1		5,7		Zmiana ceny: 6m	17,5%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	42,5%
EV/EBITDA	11,9	6,3		5,4		4,8		Max (52 tyg.)	5,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,4		Min (52 tyg.)	4,0



Podtrzymujemy opinię, że w związku z nowymi regulacjami dotyczącymi szerokopasmowego dostępu do Internetu, spółce będzie trudniej utrzymać tempo wzrostu bazy abonenckiej. Tym niemniej spodziewane przyspieszenie przenoszenia klientów BSA/WLR do LLU pozwoli spółce poprawiać wyniki w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem od przyszłego roku spółka zacznie ograniczać inwestycje, co poprawi poziom FCF. W relacji do EV wzrośnie on do 9-10%, co oznacza porównywalny poziom w stosunku do TPSA - realizującej do 2012 roku zwiększone wydatki inwestycyjne związane z porozumieniem z UKE. Dodatkowy potencjał w wycenie stanowi zdolność spółki do akwizycji, chociaż prawdopodobieństwo przejęcia tak znaczących aktywów jak Exatel czy Dialog oceniamy jako mniej prawdopodobne (30% sukcesu). W związku z tym przy braku przejęć w przyszłym roku spółka zacznie wypłacać dywidendę (co najmniej cały zysk netto z 2010). Od czasu podwyższenia przez nas rekomendacji do akumuluj cena akcji spółki wzrosła o 21%, o 7% przekraczając wyznaczoną cenę docelową. Biorąc to pod uwagę, obniżamy zalecenie inwestycyjne z akumuluj do redukuj.

1 mld PLN na akwizycje

Netia zawarła porozumienie z bankami, zgodnie z którym łączna wartość finansowania zewnętrznego, która może być pozyskana przez spółkę zwiększyła się o 100 mln PLN i wynosi 700 mln PLN. Uwzględniając środki własne spółki w wysokości ponad 300 mln PLN, łączna wartość środków finansowych, które mogą być przeznaczone na akwizycje wynosi ponad 1 mld PLN.

Polkomtel bliżej Dialogu

Polkomtel zakończył proces due diligence w Dialogu i wkrótce rada nadzorcza Polkomtela podejmie decyzję w sprawie ewentualnego przejęcia Dialogu. Biorąc pod uwagę zależności właścicielskie Polkomtel jest najbardziej prawdopodobnym kupującym. Operatorzy telefonii mobilnej w Europie również kupowali spółki z obszaru telefonii stacjonarnej. Spadają szanse Netii na przejęcie dużego operatora a w związku z tym transakcja większa prawdopodobieństwo wypłaty przez Netię wysokiej dywidendy (DY powyżej 10%) w przyszłym roku.



TP SA (Trzymaj)

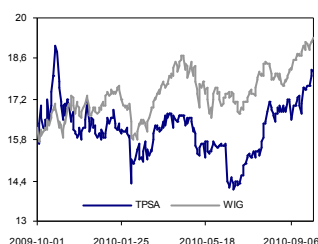
Cena bieżąca: 18,14 PLN

Cena docelowa: 16,9 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 835,1	-4,4%	15 643,7	-1,2%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	4 568,7	-26,9%	5 913,9	29,4%	MC (cena bieżąca)	24 228,7
marża EBITDA	42,0%	37,7%		28,9%		37,8%		EV (cena bieżąca)	31 066,6
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	719,7	-65,7%	2 127,6	195,6%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	4,2	-99,7%	1 313,5			
P/E	11,3	18,9		5 793,9		18,4		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	3,8	4,5		6,3		4,8		Zmiana ceny: 6m	8,9%
P/BV	1,4	1,5		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m	7,0%
EV/EBITDA	4,0	4,8		6,8		5,2		Max (52 tyg.)	19,0
Dyid (%)	9,4	8,3		8,3		8,3		Min (52 tyg.)	14,1



TPSA przegrała spór z DPTG w Sądzie Arbitrażowym, który ostatecznie nakazał TPSA wypłatę odszkodowania w wysokości stanowiącej równowartość 1 568 mln PLN (z czego 486 mln PLN to odsetki). Jednocześnie DPTG zapowiedziało wniesienie kolejnego pozwu na kwotę co najmniej 500 mln PLN (plus odsetki), obejmującego fazę drugą sporu (lata 2004-2009). Mimo, że TP podjęła decyzję o nie płaceniu DPTG, konserwatywnie zakładamy, że w 3Q2010 TP otworzy rezerwę na całą wymienioną kwotę. Naszą wycenę na poziomie 16,9 PLN uznajemy za konserwatywną. W modelu DCF utrzymujemy podwyższony poziom wskaźnika beta (1,2), pomimo spadku ryzyka związanego z procesem z DPTG (znane kwoty odszkodowania) oraz obniżeniem ryzyka regulacyjnego. TPSA zapowiada podjęcie działań prawnych, które mogą skutkować obniżeniem należnych na rzecz DPTG kwot (opcja). Na bazie uzasadnienia wyroku Zarząd opracowuje plan dalszych działań, nie podano jednak terminu kiedy inwestorzy mogą uzyskać bliższe szczegóły w tej kwestii. Zarząd podtrzymał strategię zakładającą wypłatę dywidendy na poziomie 1,5 PLN na akcję (DY 8,2%). TPSA oferuje jeden z najwyższych DY wśród europejskich telekomów. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

3 mln abonentów

TPSA, która od 1 października wprowadziła duże obniżki cen Neostrady, chce do końca 2012 roku mieć 3 mln klientów Internetu (po pierwszym półroczu grupa TP miała 2,261 klientów). Ceny Neostrady od początku października spadają średnio o około 20%. Osiągnięcie zakładanego przez Zarząd celu byłoby dużym sukcesem – biorąc pod uwagę silną konkurencję na rynku. Potencjalny wzrost wartości spółki. Zakładamy, że już w 3Q spółce uda się zatrzymać erozję liczby abonentów dostępu do Internetu.

Nowa oferta

1-go października TPSA przedstawiła nową ofertę cenową Neostrady i pakietu Neostrady z telewizją. Spółka już w lipcu informowała, że planuje we wrześniu lub październiku wprowadzić nową ofertę dla prędkości poniżej 8 Mb/s. Ponadto około 5 tys. pracowników TP i Centertela od początku października przejdzie do Orange Customer Service, spółki, która obsługiwać będzie klientów obu firm. Nowy cennik Neostrady to długo oczekiwana konsekwencja decyzji UKE z ur. dotyczących odejścia od metody „retail-” i przejście na „cost+”. Po zapoznaniu się ze szczegółami oferty i reakcji na nią konkurentów będzie można ocenić czy TPSA zatrzyma spadek udziału w rynku dostępu do Internetu. Naszym zdaniem od 4Q dane dotyczące liczby abonentów dostępu do Internetu zaczną się poprawiać q/q (w ostatnich kwartałach spadek), co nadal będzie poprawiało sentyment do spółki.

TP nie wypłaciła odszkodowania DPTG

TPSA nie wypłaciła duńskiej spółce DPTG 1,568 mld PLN odszkodowania z tytułu zaległych płatności i odsetek za opóźnienie, gdyż uważa, że wysokość tej kwoty wielokrotnie przewyższa rzeczywistą wartość sporu. Zgodnie z decyzją sądu arbitrażowego w Wiedniu, termin płatności odszkodowania na rzecz DPTG minął 17 września. TP będzie odwoływać się od decyzji sądu arbitrażowego w polskich sądach (trzy instancje), rozważa również trzystopniową procedurę w sądach austriackich. W naszych prognozach zakładamy, że TP wypłaca całość kwoty a w 3Q tworzy na nią pełną rezerwę (najgorszy scenariusz). Działania TP – choć trudno przewidywać ich skuteczność – mogą pozytywnie wpływać na wycenę spółki. W odpowiedzi na decyzję TP o niezapłaceniu odszkodowania na rzecz DPTG zasądzonego przez sąd arbitrażowy w Wiedniu (1,6 mld PLN), strona duńska poinformowała, że wystąpi do polskiego sądu o zgodę na zajęcie łatwo zbywalnych aktywów TP stanowiących równowartość zasądzonej kwoty. Przed nami miesiące sporów w wzajemnych oskarżeniach, ich efekt jest trudny do przewidzenia. W naszych prognozach i wycenie uwzględniamy, że TP zapłaci łącznie na rzecz DPTG 2,4 mld PLN (drugi etap 815 mln PLN).

Media



Agora (Trzymaj)

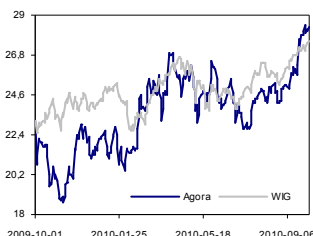
Cena bieżąca: 28,3 PLN

Cena docelowa: 25,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 063,8	-4,2%	1 080,3	1,6%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	154,7	15,4%	149,1	-3,6%	MC (cena bieżąca)	1 441,5
marża EBITDA	10,0%	12,1%		14,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	1 205,6
EBIT	44,6	52,9	18,6%	73,2	38,4%	67,3	-8,1%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	67,4	76,0%	64,3	-4,6%		
P/E	66,5	37,6		21,4		22,4		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	14,5	12,1		9,7		9,9		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	27,5%
EV/EBITDA	11,3	9,4		7,8		7,7		Max (52 tyg.)	28,5
Dywidenda (%)	1,2	0,0		1,8		2,3		Min (52 tyg.)	18,7



Od września Agora prowadzi konsolidację Heliosa, co w naszej opinii powinno pozytywnie przekładać się na wyniki oraz postrzeganie spółki przez inwestorów. Również pojawiające się prognozy rynku reklamowego wspierają naszą pozytywną opinię o perspektywach spółki w drugim półroczu. Z drugiej strony od momentu wydania przez nas pozytywnej rekomendacji notowania spółki wzrosły o około 16,0% wyczerpując przewidziany przez nas potencjał wzrostowy. Z tego względu obniżamy naszą rekomendację dla akcji Agory do trzymaj.

Wyniki Heliosa za pierwsze półrocze

Helios w pierwszym półroczu miał 93,2 mln PLN przychodów (+8,4% r/r), 9,3 mln PLN zysku operacyjnego (+2,2% r/r) oraz 4,6 mln PLN zysku netto (-17,9% r/r). Dług netto spółki wynosi 86,3 mln PLN. Do końca 2013 roku Helios ma otworzyć 7 nowych multipleksów. Kina mają też zostać wyposażone w cyfrowe projektory (obecnie Helios posiada ich tylko 24). Konsolidacja Heliosa rozpocznie się od 31 sierpnia. Podtrzymujemy opinię, że zakup udziałów w Heliosie jest bardzo dobrym posunięciem Agory. Implikowana wycena transakcji na wynikach 2009 roku to przy kursie z 1 września 6,1 EV/EBITDA.

Wyniki sprzedaży dzienników w lipcu

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło w lipcu o 5,8%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Rzeczpospolitej* wzrosło o 0,4%, *Faktu* spadło o 7,0%, *Super Expressu* spadło o 6,8%. Sprzedaż kioskowa *Gazety* spadła w tym czasie o 4,8%, podczas gdy *Rzeczpospolitej* wzrosła o 11,3%. Lipiec mimo, że nadal spadkowy stanowi dużą jakościową zmianę w porównaniu zwłaszcza w stosunku do pierwszego kwartału. Częściowo może to jednak być efekt końcówki kampanii prezydenckiej. Dlatego też sierpień powinien być miesiącem, który odpowie na pytanie czy gwałtowne spadki sprzedaży *Gazety* uległy wyhamowaniu.



Cinema City (Trzymaj)

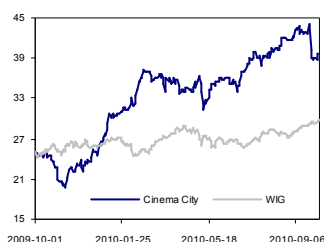
Cena bieżąca: 40,3 PLN

Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-16

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	179,0	211,6	18,2%	238,7	12,8%	270,9	13,5%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	40,2	46,5	15,7%	54,5	17,0%	61,6	13,1%	MC (cena bieżąca)	2 063,4
marża EBITDA	22,5%	22,0%		22,8%		22,7%		EV (cena bieżąca)	2 059,0
EBIT	21,8	30,2	38,4%	35,6	17,9%	41,2	15,5%	Free float	17,6%
Zysk netto	17,7	24,4	38,3%	28,7	17,5%	35,0	21,9%		
P/E	29,3	21,2		18,1		14,9		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/CE	14,3	12,7		11,0		9,4		Zmiana ceny: 6m	15,7%
P/BV	3,3	2,9		2,5		2,1		Zmiana ceny: 12m	62,3%
EV/EBITDA	15,1	12,9		9,5		8,2		Max (52 tyg.)	44,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,7



Wrzesień był czasem mocnej przeceny akcji Cinema City spowodowanej pakietem akcji sprzedawanych przez głównego akcjonariusza. Spowodowało to, że mimo wzrostu szerokiego indeksu o 6,2% notowania Cinema City obniżyły się o 5,8%. Tymczasem z rynku kinowego płynęły w trzecim kwartale pozytywne informacje dotyczące sprzedaży biletów. *Shrek Forever 3D* sprzedał w Polsce ponad 2,5 mln biletów, *Incepcja* przekroczyła poziom 1,0 mln widzów, a *Step Up 3D* zbliżył się do 0,6 mln sprzedanych wejściówek (3 najlepiej sprzedające się pozycje przed rokiem miały łącznie 3,7 mln biletów). Warto przy tym zauważyć, że pozycja pierwsza i trzecia są filmami trójwymiarowymi i co za tym idzie ceny biletów są w ich przypadku istotnie wyższe niż przy standardowych seansach. I choć wrześniowa frekwencja w Polsce wygląda stosunkowo słabo to jednak pomyślny lipiec i sierpień (dobrze sprzedawały się też takie filmy jak *Uczeń Czarnoksiężnika*, *Niezniszczalni*, *Salt* i *Jak ukraść księżyc*) będą według nas w stanie zapewnić dobre wyniki trzeciego kwartału. Mimo oczekiwanego przez nas pozytywnego przyjęcia wyników trzeciego kwartału postrzegany przez nas potencjał wzrostowy dla ceny akcji spółki pozostaje niewielki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Otwarcie nowego multipleksu w Rumunii

Cinema City International, otwiera w mieście Arad swój ósmy multipleks w Rumunii. Kino w mieście Arad ma 10 ekranów z 1 622 miejscami i 5 zainstalowanymi projektorami cyfrowymi. Jest to kolejne w tym roku otwarcie multipleksu w Rumunii (wcześniej uruchomiono 15-ekranowe kino w Bukareszcie). W tym roku mają zostać otwarte 2 kina w Bułgarii i 2 kina w Polsce. Prawdopodobne jest również otwarcie jeszcze jednego kina w Rumunii. Podtrzymujemy nasze założenie, że Cinema City powiększy w tym roku swoją sieć o 80 ekranów.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

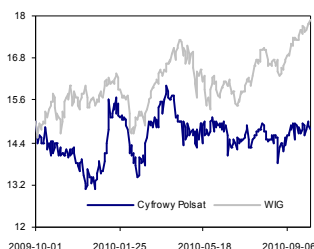
Cena bieżąca: 14,75 PLN

Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 469,2	16,0%	1 528,8	4,1%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	413,2	26,2%	449,3	8,7%	MC (cena bieżąca)	3 957,8
marża EBITDA	30,6%	25,9%		28,1%		29,4%		EV (cena bieżąca)	3 922,7
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	347,0	21,6%	354,2	2,1%	Free float	34,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	273,2	14,8%	286,8	5,0%		
P/E	14,7	16,6		14,5		13,8		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	13,5	14,1		11,7		10,4		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	13,4	12,0		8,8		7,1		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	11,2	12,0		9,5		8,7		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,9	5,1		3,9		4,6		Min (52 tyg.)	13,1



W Cyfrowym Polsacie kluczową kwestią pozostają kształtowanie się kursu złotego w stosunku do euro i amerykańskiego dolara, powodzenie oferty dostępu do szerokopasmowego Internetu, a także ostateczny kształt umowy z Aero2 na dzierżawę sieci. Uważamy, że sama oferta internetowa ma duże szanse na powodzenie, jednak niekorzystna konstrukcja umowy z właścicielem sieci mogłaby spowodować, że nie przełożyłoby się ono na sukces komercyjny usługi. Z tego też względu sądzimy, że obecna wycena giełdowa dobrze według nas odzwierciedla wartość spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,45 PLN

Cena docelowa: 16,69 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 485,0	17,0%	2 718,1	9,4%	Liczba akcji (mIn)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	661,0	-16,8%	784,2	18,6%	MC (cena bieżąca)	5 939,7
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,6%		28,9%		EV (cena bieżąca)	8 083,8
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	432,0	-29,4%	540,6	25,1%	Free float	40,2%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	287,1	-31,8%	361,3	25,9%		
P/E	16,8	14,1		20,7		16,4		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	13,8	9,8		11,5		9,8		Zmiana ceny: 6m	-2,5%
P/BV	3,7	4,6		4,7		3,9		Zmiana ceny: 12m	20,4%
EV/EBITDA	10,0	9,8		12,2		10,0		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	2,0	4,4		1,8		1,5		Min (52 tyg.)	12,2



We wrześniu pojawiła się kolejna transza akcji sprzedawanych przez masę spadkową Jana Wejcherta. Z drugiej strony pojawiły się nowe, bardziej optymistyczne prognozy dotyczące wzrostu rynku reklamowego w tym roku zarówno ze strony domów mediowych (ZenithOptimedia) jak i grup telewizyjnych (Polsat) potwierdzające nasze oczekiwania dotyczące dobrego dla reklamy drugiego półrocza. Podtrzymujemy jednak opinię, że 2011 rok będzie z dużym prawdopodobieństwem słabszy pod względem dynamiki od roku bieżącego i tym samym obecna wycena rynkowa TVN dobrze odzwierciedla wartość spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podpisanie umowy z TP Emitalem

TVN, Polsat, TV Puls i TV4 porozumiały się z TP Emitalem w kwestii cyfrowego nadawania po 2 programów każdego z podmiotów. Kwota 10-letniej umowy nie została ujawniona. Model cyfryzacji należy uznać za sukces prywatnych nadawców, gdyż przynajmniej na pierwszym etapie cyfryzacji nie dopuszczono na rynek żadnego nowego gracza. W przypadku TVN ciekawą kwestią wydaje się dobór dodatkowego programu, który poza TVN znajdzie się na multipleksie. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się włączenie do multipleksu TVN24 lub TVN7. Ze względów finansowych bardziej racjonalne wydawałby się przy tym wybór TVN7, gdyż TVN24 czerpie bardzo duże przychody z licencji (113 mln PLN za ostatnie cztery kwartały vs. 77 mln z przychodów reklamowych w tym samym okresie). Trudno byłoby przekonać operatorów platform cyfrowych i kablówek do płacenia za ogólnodostępny program. Tym samym mało prawdopodobne jest by wzrost przychodów reklamowych zrekomensował ubytek przychodów licencyjnych.

Sierpniowe wyniki oglądalności stacji telewizyjnych

W sierpniu TVN był jedną z dużych stacji telewizyjnych, która zanotowała wzrost całodobowej oglądalności ogółem powiększając swój udział w widowni z 12,5% do 13,0%. W tym samym czasie oglądalność Polsatu spadła z 14,3% do 13,4%, TVP1 z 19,6% do 17,5%, a TVP2 z 14,0% do 12,6%. Dobre wyniki TVN osiągnął również w swojej grupie docelowej, gdzie całodobowa oglądalność w sierpniu wzrosła z 15,4% do 16,5%. Sierpniowe wyniki odchylają się od trendu ostatnich lat, gdy TVN tracił udziały w oglądalności w okresie wakacyjnym odpuszczając ten okres na rzecz sezonów wysokiej sprzedaży. Kluczowe będą naszym zdaniem wyniki oglądalności za wrzesień kiedy kształtuje się baza widzów na cały sezon jesienny.

Sprzedaż akcji TVN przez masę spadkową Jana Wejcherta

JPMorgan Chase & Co. sprzedał 3,9 mln akcji TVN w imieniu spadkobierców Jana Wejcherta po 16,8 PLN za sztukę. Łącznie z wcześniej sprzedawanym pakietem masa spadkowa współzałożyciela Grupy ITI sprzedała 11,8 mln sztuk akcji TVN. Trudno określić, czy ilość ta całkowicie wyczerpuje ewentualną podaż akcji. Zgodnie ze stanem z lutego 2007 roku Jan Wejchert będąc jeszcze przedstawicielem Rady Nadzorczej posiadał około 11,5 mln akcji TVN, jednak od tamtej pory stan posiadania Jana Wejcherta z pewnością fluktuował (sprzedana ilość jest o 0,3 mln akcji wyższa). Nie miało jednak miejsca ogłoszenie o przekroczeniu progu 5%, a zatem ilość akcji posiadanych bezpośrednio przez Jana Wejcherta (bo tylko tych akcji dotyczy ryzyko podaży) nie przekracza 17,0 mln akcji. W naszej opinii rzeczywista liczba akcji posiadanych przez masę spadkową powinna być bliższa historycznemu stanowi posiadania Jana Wejcherta z 2007 roku.

Prognozy Polsatu dla rynku reklamowego

Według Stanisława Janowskiego, Dyrektora Zarządzającego biura reklamy w Grupie Polsat, rynek reklamy telewizyjnej wzrośnie w 2010 roku o około 6%. Trzeci kwartał jest jego zdaniem kontynuacją trendu widocznego od początku roku i przy założeniu, że czwarty kwartał będzie miał dynamikę zgodną z poprzednimi powyższa dynamika jest w zasięgu segmentu



telewizyjnego. Janowski poinformował również, że Polsat jest w trakcie sprzedaży czasu reklamowego na październik i w zasadzie całe zasoby reklamowe zostały sprzedane we wszystkich naszych stacjach. Dynamika czwartego kwartału będzie w dużej mierze zależała od popytu na czas reklamowy w grudniu, który często jest miesiącem oszczędności. Prognoza przedstawiona przez Dyrektora Polsat Media jest zbliżona do naszych oczekiwań. Zakładamy, że rynek telewizyjny urośnie w tym roku o około 5,5%.

IT

Przetarg na system aplikacyjny w Energa-Operator

Energa-Operator ogłosiła przetarg na wdrożenie systemu aplikacyjnego wraz z usługami jego rozwoju. Szacunkowy koszt zamówienia to 21,63 mln PLN netto. Przetarg organizowany jest według procedury otwartej. Termin składania ofert mija 25 października. Czas trwania zamówienia określono na 54 miesiące od dnia jego udzielenia. Energetyka w ostatnich miesiącach nie była zbyt aktywna jeśli chodzi o zamówienia dla sektora IT. Dlatego też przetarg Energi stanowi pozytywny sygnał dla sektora. Wśród spółek notowanych największe kompetencje w zakresie prac przewidzianych zamówieniem wydają się mieć Asseco Poland i Sygnity.

Ośmiu chętnych na projekt w ramach OCSŁR

Osiem konsorcjów złożyło wnioski o dopuszczeniu do udziału w postępowaniu na zaprojektowanie, budowę i wdrożenie pierwszego etapu Ogólnokrajowego Cyfrowego Systemu Łączności Radiowej. Etap ten obejmuje miasta Warszawa, Poznań, Wrocław, Kraków, Trójmiasto, Górnośląskiego Związku Metropolitalnego oraz powiatów: gdańskiego, wołomińskiego, pruszkowskiego, warszawsko-zachodniego, piaseczyńskiego, otwockiego, legionowskiego, mińskiego, nowodworskiego, grodzkiego, wrocławskiego, poznańskiego oraz krakowskiego. Przetarg realizowany będzie według procedury ograniczonej, a jego celem jest podpisanie umowy ramowej z maksymalnie pięcioma wykonawcami. Czas trwania umowy ramowej określono na trzy lata. Wśród podmiotów zainteresowanych udziałem w projekcie są Wasko, ATM, konsorcjum EADS i ATM, Siemens, konsorcjum Alcatel-Lucent i Selex Communications, Motorola Poland, Thales, Telex, konsorcjum Instytut Techniczny Wojsk Lotniczych, IABG i SAIC. Wartość całego projektu szacowana jest na około 0,5 mld PLN. Szacujemy, że pierwszy etap może być wart około 10% tej kwoty. W naszej opinii duże publiczne przetargi informatyczne powinny pojawić się w większej ilości pod koniec bieżącego roku. Pierwszy etap OCSŁR jest jednym z postępowań, którego oczekiwaliśmy.



AB (Akumuluj)

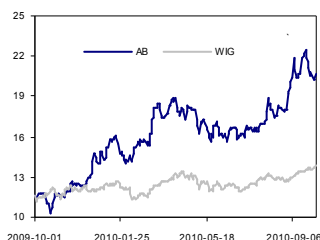
Cena bieżąca: 20,65 PLN

Cena docelowa: 23,4 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	2 891,8	0,3%	3 109,4	7,5%	Liczba akcji (mln)	15,5
EBITDA	83,0	67,1	-19,1%	58,5	-12,9%	63,1	7,8%	MC (cena bieżąca)	319,2
marża EBITDA	2,9%	2,3%		2,0%		2,0%		EV (cena bieżąca)	400,3
EBIT	76,5	59,1	-22,7%	50,8	-14,1%	55,3	8,8%	Free float	51,9%
Zysk netto	27,0	34,6	28,4%	34,5	-0,3%	39,0	12,9%		
P/E	12,2	9,2		9,2		8,2		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	9,8	7,5		7,6		6,8		Zmiana ceny: 6m	17,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	75,1%
EV/EBITDA	5,3	6,6		6,8		6,1		Max (52 tyg.)	22,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,3



AB doskonale poradziło sobie w minionym roku obrotowym z trudnym otoczeniem konkurencyjnym i zmiennym środowiskiem walutowym, czego ukoronowaniem był bardzo dobry czwarty kwartał. Spodziewamy się, że również rok 2011/2012 przyniesie dobre wyniki finansowe, a głównym polem do wykreowania dodatkowej wartości dla akcjonariuszy będzie umocnienie pozycji na rynku czeskim. Ponadto dzięki wdrożeniu systemu do zarządzania przedsiębiorstwem można oczekiwać większej automatyzacji procesów, co zwłaszcza czeskim ATC przełożyć się może na znaczne oszczędności przy rosnącym wolumenie sprzedaży. Dodatkowym czynnikiem, który w przyszłości może pozytywnie przekładać się na wycenę AB jest zwycięstwo w sporze sądowym z Raiffeisenem (spółka wygrała już przed sądem pierwszej instancji). Podtrzymujemy dotychczasowe zalecenie inwestycyjne i rekomendujemy akumulowanie akcji AB.

Wygrana w sporze z Raiffeisenem

Sąd Okręgowy we Wrocławiu, Wydział Gospodarczy, ogłosił wyrok, w którym zasądził od Raiffeisen Bank Polska S.A. na rzecz AB kwotę 7,5 mln PLN wraz z odsetkami ustawowymi od dnia 14 kwietnia 2009r. do dnia zapłaty oraz kosztami postępowania sądowego. Wyrok nie jest prawomocny. Od wyroku przysługuje stronom apelacja. Potwierdzenie wyroku przez sąd drugiej instancji byłby znakomitą informacją dla AB. Oznaczałoby to odwrócenie rezerwy na kwotę 7,5 mln PLN, która poprawiłaby wynik roku 2010/11, a także wpływ gotówki (środki AB zostały zajęte przez bank w zeszłym roku). Podniosłoby to naszą wycenę spółki o około 0,5 PLN na akcję. Inwestorzy nie spodziewali się, by spółka mogła wygrać spór z Raiffeisenem.



Action (Redukuj)

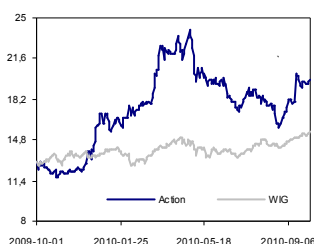
Cena bieżąca: 19,9 PLN

Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 079,4	31,4%	2 183,1	-29,1%	2 320,1	6,3%	Liczba akcji (mIn)	17,2
EBITDA	66,3	49,9	-24,7%	42,9	-14,0%	53,8	25,3%	MC (cena bieżąca)	342,9
marża EBITDA	2,8%	1,6%		2,0%		2,3%		EV (cena bieżąca)	417,0
EBIT	58,3	38,1	-34,7%	34,0	-10,6%	44,8	31,6%	Free float	30,1%
Zysk netto	33,8	23,3	-31,1%	24,4	4,7%	32,3	32,6%		
P/E	10,1	14,7		14,1		10,6		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/CE	8,2	9,8		10,3		8,3		Zmiana ceny: 6m	-15,3%
P/BV	1,9	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	53,2%
EV/EBITDA	7,4	7,8		9,7		7,6		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	1,3	0,0		4,1		2,8		Min (52 tyg.)	11,7



Duże fluktuacje na rynku walutowym przyczyniły się do znaczącego obniżenia wyniku finansowego pierwszego półrocza w Actionie. Uważamy, że straty kursowe tylko w niewielkim stopniu zostaną odrobione w postaci wyższej marży brutto w trakcie drugiego półrocza. Również dalsze cięcia kosztów zapowiadane przez Zarząd nie będą miały według nas wystarczającej skali, by w tym roku zrekompensować ubytek zysku z pierwszych sześciu miesięcy roku. Tymczasem pierwsze tygodnie po publikacji wyników 2Q przyniosły aż 13,5% wzrostu notowań, co naszym zdaniem może wynikać ze zbyt optymistycznego spojrzenia na możliwość odrobienia ubytku zysku z pierwszych sześciu miesięcy roku w drugim półroczu. W związku z powyższym podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne dla akcji Actionu na poziomie redukuj.

Złożenie oferty w przetargu dla podstawówek

Konsorcjum Action i Konceptu znalazło się wśród sześciu konsorcjów, które złożyły oferty w przetargu organizowanym przez Urząd Marszałkowski Województwa Kujawsko-Pomorskiego na dostawę 2.346 zestawów tablic interaktywnych i 632 wizualizatorów. Wartość oferty Actionu to około 32,9 mln PLN. Kryterium wyboru oferty w przetargu w 60% jest cena, w 40% jakość. Najniższą ofertę złożyło konsorcjum Talexu i PC Factory (ok. 29,0 mln PLN). Oferta Actionu jest przedostatnia pod względem atrakcyjności cenowej (13,4% droższa od oferty Talexu). Nie sądzimy zatem by istniała duża szansa na zwycięstwo w tym przetargu.

Transakcja na udziałach w a.pl

Action podpisał umowę z nowopowstałą spółką, na mocy której wydzierżawi jej system internetowej sprzedaży, należący do delikatesów internetowych a.pl. W momencie, gdy firma ta stanie się rentowna Action ma objąć w niej udziały. Dzięki transakcji wyniki Actionu przestaną być obciążane stratami a.pl. Dostawcą dla sklepu internetowego powstałego na bazie a.pl będzie Bomi. Objęcie udziałów ma odbyć się po cenie analogicznej jak pierwotne przekazanie majątku spółki. Pod tym kątem sam obrót udziałami w sklepie internetowym będzie neutralny dla wyniku, a Action zyska na braku konsolidacji strat poniesionych w tym okresie (stratę w pierwszym półroczu 2010 roku szacujemy na około 1,0 mln PLN). W przyszłości udziały w a.pl miałyby ewentualnie objąć jeszcze kilka podmiotów i kwestia wyceny udziałów w sklepie internetowym na ten moment może mieć istotny wpływ na wartość dla akcjonariuszy Actionu.

Kontrakt w ramach ZMOKU

Action wygrał przetarg organizowany przez CPI MSWiA na dostawę sprzętu w ramach aplikacji Zintegrowanego Modułu Obsługi Końcowego Użytkownika. Action wygrał przetarg w zakresie II i III części zamówienia, co oznacza, że spółka dostarczy 20 tys. kart inteligentnych z interfejsem dualnym oraz 20 tys. czytników kart inteligentnych. Kontrakt jest konsekwencją umowy ramowej jaką Action i 9 innych podmiotów podpisał z CPI MSWiA w kwietniu tego roku. Oferta Actionu wynosiła 26,77 mln PLN brutto (około 21,9 mln PLN netto) i nie była najniższa z wszystkich 21 ofert (najniższe propozycje z pierwszego etapu postępowania sięgały 22-23 mln PLN). Niższą ofertę z giełdowych spółek złożył m.in. Comarch (około 25,5 mln PLN brutto). Dlatego też zwycięstwo Actionu jest dużą pozytywną niespodzianką. Kontrakt realizowany będzie jednak w konsorcjum, a udział Actionu w dostawach wyniesie około 20%, co obniża wpływ zamówienia na przyszłe wyniki Actionu.



ASBIS (Akumuluj)

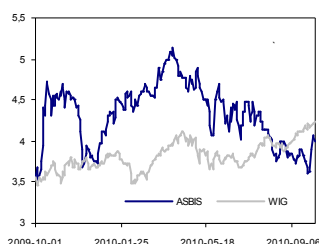
Cena bieżąca: 3,99 PLN

Cena docelowa: 4,08 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 360,0	16,4%	1 453,2	6,9%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	14,2	146,1%	18,0	26,4%	MC (cena bieżąca)	221,4
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,0%		1,2%		EV (cena bieżąca)	305,1
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	11,3	290,1%	15,0	32,7%	Free float	34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		4,4		7,4	67,4%		
P/E	19,0			17,3		10,4		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	11,2			10,4		7,3		Zmiana ceny: 6m	-16,9%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	11,1%
EV/EBITDA	5,9	15,2		7,4		6,0		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	13,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Słabe wyniki pierwszego półrocza negatywnie odbiły się na notowaniach giełdowych Asbisu. W ciągu ostatnich sześciu miesięcy cena akcji spółki spadła o 26,1%, podczas gdy szeroki indeks wzrósł w tym samym okresie o 4,5%. Naszym zdaniem odnotowane przez Asbis spadki stanowią dobrą okazję do zakupu akcji spółki. Choć strat poniesionych w związku z różnicami kursowymi najprawdopodobniej w tym roku nie uda się odrobić, to jednak odbudowująca się sprzedaż na rynkach wschodnich powinna przynieść pozytywną niespodziankę zwłaszcza na wynikach trzeciego kwartału. Oczekiwane przez nas odreagowanie odraczanego w okresie kryzysu popytu na sprzęt komputerowy w Rosji i na Ukrainie przyniesie według nas kontynuację odbudowy przychodów spółki nawet w scenariuszu ochłodzenia koniunktury na głównych rynkach zbytu w przyszłym roku. Przy założeniu neutralnego wpływu kursów walutowych pozwoli to Asbisowi osiągnąć wyniki implikujące na przyszły rok 10,4xP/E oraz 7,3xEV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Asseco Poland (Kupuj)

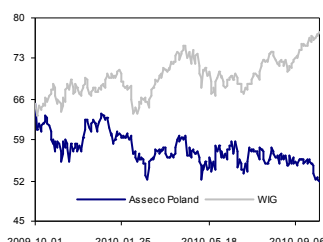
Cena bieżąca: 51,8 PLN

Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 017,9
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 138,0
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	60,2%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	404,2	8,3%	383,0	-5,3%		
P/E	12,5	10,8		9,9		10,5		Zmiana ceny: 1m	-6,3%
P/CE	9,6	8,1		7,6		7,9		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	1,1	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-16,2%
EV/EBITDA	7,0	6,9		6,5		5,9		Max (52 tyg.)	63,5
Dyid (%)	2,9	2,6		3,0		2,9		Min (52 tyg.)	51,8



Asseco Poland ma za sobą kolejny słaby miesiąc, w którym jego akcje zachowywały się słabiej od rynku. Mimo pozytywnych wyników zanotowanych w drugim kwartale inwestorów odstraszała wizja kolejnej podaży akcji (tym razem 5,43 mln akcji własnych), a także przeprowadzone na rynku izraelskim przejęcie Formula Systems. Spodziewamy się, że słabsze zachowanie notowań Asseco Poland utrzyma się do ostatecznego przeprowadzenia emisji akcji i wyczyszczenia nawisu podaży (oczekujemy, że nastąpi to na początku listopada). Od strony fundamentalnej najpoważniejsze czynniki ryzyka dotyczące pogorszenia wyników nie zmaterializowały się. Uważamy, że w momencie uplasowania na rynku dodatkowej podaży akcji ze strony spółki inwestorzy w większym stopniu zwrócą uwagę na utrzymujące się dobre wyniki Grupy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

(Nie)amerykańska akwizycja

Asseco Poland dokona zakupu 50,19% udziałów w izraelskiej Grupie Formula Systems za kwotę nieprzekraczającą 145,3 mn USD. W skład przejmowanej Grupy wchodzi trzy spółki informatyczne: Matrix IT Ltd (50,1% udziałów), Magic Software Enterprise Ltd (58,1%) oraz Sapiens International Corporation NV (71,6%). W ubiegłym roku Grupa wypracowała 469,4 mln USD przychodów, 45,0 mln USD EBITDA, 37,3 mln USD zysku operacyjnego i 19,1 mln USD zysku netto. Wbrew wcześniejszym sugestiom Zarządu Asseco, przejmowany podmiot tylko w niewielkim stopniu prowadzi działalność na terenie Stanów Zjednoczonych. W ostatnich trzech latach skonsolidowana sprzedaż przypadająca na rynek amerykański nie przekraczała 10%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami transakcję trzeba rozpatrywać w kategoriach negatywnej „niespodzianki”. Jeżeli skorygować zeszłoroczne osiągnięcia Grupy o wynik zrealizowany na sprzedaży czwartego podmiotu wchodzącego w jej skład, zysk netto maleje do 16,8 mln USD i 25,7 mln USD EBITDA. Wazony udziałami poziom gotówki netto przypadający Formule to około 65,4 mln USD. Zmodyfikowane wskaźniki Formula Systems to 17,3 P/E oraz 8,7 EV/EBITDA według roku 2009, co stanowi odpowiednio 46,2% oraz 23,9% premii w stosunku do wskaźników dla porównywalnych spółek na 2010 rok. Premia implikowana wskaźnikiem P/E wydaje się być lekko zawyżona przez znaczący poziom gotówki przypadający akcjonariuszom Formula Systems. EV/zysk netto 2009 przejętej spółki wynosi 14,1, czyli 7,3% więcej niż mediana 2010 roku dla spółek porównywalnych. Wynik 2009 roku był dodatkowo obniżony przez wrzuconą w rachunek wyników część kosztów R&D, jednak pomijanie tej części kosztów w analizie uważamy za nieuzasadnione. Z drugiej strony istotnie ważącym w wycenie Formuły elementem może być program motywacyjny, w ramach którego liczba przyznanych na koniec 2009 roku opcji przekraczała 1,5 mln (około 11% wyemitowanego obecnie kapitału). Ogółem premię zapłaconą za przejmowaną spółkę szacujemy na około 30%. Jest to mniej niż dyskonto jakie przyjęliśmy w naszym ostatnim raporcie (250 mln PLN). Powstałą nadwyżkę stosujemy jednak jako rezerwę na wypadek pogorszenia wyników przejmowanego podmiotu i obniżenia jego wyceny. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla notowań Asseco pozostanie kwestia akcji własnych, które Zarząd zgodnie ze swoją deklaracją będzie próbował upłynnić. Tutaj również stosujemy jednak 15% dyskonto do ceny rynkowej na moment wydania raportu (55 PLN za akcję).

Emisja akcji jeszcze przed końcem listopada?

Zdaniem Adama Górala rozpoczęły się prace nad dokumentem ofertowym i emisja 5,43 mln akcji, które zostaną wyemitowane w zamian za posiadane akcje własne może dojść do skutku jeszcze przed końcem listopada. Jednocześnie Prezes wyraził nadzieję, że sprzedaż akcji odbędzie się po cenie porównywalnej do pierwszej transzy akcji własnych sprzedawanych w tym roku (54 PLN). Środki z emisji miałyby zostać wykorzystane na przejęcia. Poza Formula Systems, Asseco jest bliskie finalizacji przejęcia na rynku szwajcarskim (firma z rozwiązaniami dla sektora bankowego), hiszpańskim (spółka internetowa i firma konsultingowa z sektora bankowego). Na rynku polskim Asseco weźmie udział w przetargu prywatyzacyjnym COIG.

Podtrzymujemy zdanie, że najrozsądniejszym pomysłem byłoby umorzenie posiadanych akcji własnych, sfinansowanie potrzeb akwizycyjnych środkami własnymi i kredytem oraz ewentualny powrót do pomysłu emisji w późniejszym terminie, gdy koniunktura i ewaluacja spółki bardziej sprzyjać będzie podwyższeniu kapitału. Z determinacji Zarządu by sfinalizować emisję można wyciągnąć jednak wniosek, że taki scenariusz nie wchodzi w grę. W takiej sytuacji najkorzystniejsze dla kursu będzie z pewnością jak najszybsze zamknięcie emisji, najlepiej jeszcze w październiku. Oczekiwana cena 54 PLN będzie jednak trudna do osiągnięcia biorąc pod uwagę wielkość pakietu (7,0% kapitalizacji Asseco Poland) i sentyment do spółki.

Kontrakt z czeską pocztą

Asseco Central Europe wygrało przetarg organizowany przez czeską pocztę (Česká pošta s.p.) na dostawę i uruchomienie terminali. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 350 mln CZK (około 55,8 mln PLN) netto - wynika z suplementu do Dziennika Urzędowego UE. W wyniku wygrania przetargu Asseco Central Europe ma podpisać z czeską pocztą umowę ramową na dostawę, instalację i uruchomienie 8.500 sztuk terminali stacjonarnych oraz ich utrzymanie (SLA) przez 48 miesięcy. Wartość zamówienia przekracza 10% zeszłorocznych przychodów spółki liczonych średnim kursem 2009 roku. Jest to jednak kontrakt głównie sprzętowy dlatego należy się spodziewać, że marża realizowana na zamówieniu będzie poniżej średniej marży generowanej przez grupę.

Umowa ramowa na dostawę sprzętu dla 112

CPI MSWiA wybrało dziesięć firm, z którymi podpisze umowy ramowe na zakup sprzętu na potrzeby zintegrowanego systemu informatycznego powiadamiania ratunkowego. Wśród zwycięzców tego przetargu znalazły się m.in. Asseco Systems, Wasko oraz konsorcjum NTT System z WebTradeCenter. Umowa ramowa nie gwarantuje realizacji kwoty zamówień, dlatego trudno na dzień dzisiejszy uwzględniać w prognozach jakiegokolwiek backlog z tego tytułu. Ponadto marża ewentualnego zamówienia będzie zapewne bardzo niska (niewielki udział usług dodanych), przez co ewentualny wpływ realizacji kontraktu na wynik operacyjny nie przekroczy zapewne 1,0 mln PLN.

Lista zainteresowanych zakupem COIG

Resort Skarbu podał listę podmiotów zainteresowanych udziałem w procesie prywatyzacyjnym Centralnego Ośrodka Informatyki Górnictwa. Wśród podmiotów chętnych do nabycia 85% udziałów w COIG znalazły się Asseco Poland, Infovide Matrix, B3Systems i Web Inn. COIG zajmuje się dostawą usług informatycznych oraz kompleksowych rozwiązań informatycznych dla dużych i średnich przedsiębiorstw głównie dla branży górnictwa węgla kamiennego, ale również urzędów administracji publicznej oraz jednostek służby zdrowia. Asseco Poland już wcześniej informowało o zainteresowaniu zakupem COIG. Wśród wymienionych podmiotów dysponuje największym potencjałem do sfinansowania powyższej transakcji (wartość sprzedawanego pakietu szacujemy na 30-35 mln PLN). Wszystkie giełdowe podmioty zainteresowane zakupem posiadają jednak gotówkę netto więc zaciągnięcie niewielkiego długu na sfinansowanie akwizycji nie będzie raczej stanowiło problemu. Głównym konkurentem Asseco Poland w procesie prywatyzacyjnym będzie naszym zdaniem Infovide Matrix.

Prawo poboru dla akcji nowej emisji ustalone na 18 października

Zarząd Asseco podjął decyzję o podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego o kwotę nie wyższą niż 5.433.174 PLN, co przekłada się na 5.433.174 akcji. Do objęcia jednej akcji nowej emisji będzie uprawniało 14,27 prawa poboru. Dniem ustalenia prawa poboru będzie 18 października. Podtrzymujemy opinię, że nawis podaży w postaci akcji własnych mocno hamował wzrost kursu Asseco Poland. Dlatego też szybkie przeprowadzenie emisji jest w obecnych warunkach z korzyścią dla późniejszego zachowania się notowań waloru. Aby uniknąć błędu poprzedniej emisji okres pomiędzy ustaleniem prawa poboru a przydziałem nowych akcji powinien zostać maksymalnie skrócony. Ponadto Spółka nie powinna w odróżnieniu do poprzedniej emisji gwałtownie obniżyć ceny emisyjnej, co przy poprzedniej emisji spowodowało, że inwestorzy, którzy kupowali akcje spółki przed emisją i jednocześnie nie wykorzystali prawa poboru (zapowiadana wcześniej przez Asseco cena emisyjna była wyższa od rynkowej) mogli czuć się rozczarowani.

Podpisanie umowy z generalnym wykonawcą

Asseco Poland podpisało z Awbudem umowę na generalne wykonawstwo projektu deweloperskiego siedziby własnej Asseco Poland (budynku biurowego z 3 kondygnacjami naziemnymi i 2 podziemnymi-garażowymi o łącznej powierzchni całkowitej 39.000 m² i powierzchni biurowej 20.300 m²), która ma się mieścić na Wilanowie przy skrzyżowaniu ulic Branickiego i Al. Rzeczypospolitej. Budowa nieruchomości ma potrwać 20 miesięcy. Wynagrodzenie za wykonane prace ma wynieść 116,9 mln PLN. Wynegocjowana wartość jest zbliżona do podawanego wcześniej przez Asseco szacunkowego kosztu budowy obiektu (120,0 mln PLN).

Zawarcie umowy kredytowej na realizację projektu deweloperskiego

Aby sfinansować powyższy projekt Asseco podpisało z Pekao SA umowę kredytową przewidującą udostępnienie Asseco Poland środków w wysokości do 80,0 mln PLN na zrefinansowanie kosztu zakupu działki oraz 120,0 mln PLN na sfinansowanie kosztów netto budowy obiektu biurowego. Ostateczny termin spłaty kredytu upływa w dniu przypadającym po 147 miesiącach od dnia podpisania umowy kredytu, jednakże nie później niż 20 grudnia 2022 roku. Umowa przewiduje ustanowienie zabezpieczeń m.in. hipoteki zwykłej w kwocie 200.000.000 PLN oraz hipoteki kaucyjnej w wysokości 100.000.000 PLN na zabezpieczenie odsetek i kosztów, cesji z umów ubezpieczenia nieruchomości i projektu, cesji praw przysługujących Asseco z tyt. kontraktu budowlanego. Dużym błędem wydaje nam się zaciągnięcie kredytu w polskich złotych. Asseco mając ze względu na międzynarodowy zasięg naturalną ekspozycję walutową mogłoby ją zmniejszyć zaciągając dług w EUR wykorzystując środki z dywidend zagranicznych spółek zależnych na późniejszą obsługę płatności kredytowych. Pozwoliłoby to obniżyć koszt finansowania projektu o około 3 punkty procentowe, co w rocznym ujęciu dawałoby 6 mln PLN oszczędności na kosztach odsetkowych. Wadą rozwiązania byłoby to, że ekspozycja walutowa byłaby zmniejszona w ujęciu przepływów pieniężnych, a w ujęciu bilansowym w Asseco pojawiłoby się większe wahania wyniku netto spółki. Niemniej problem ten był do obejścia bądź poprzez walutowe instrumenty pochodne bądź też poprzez zaciągnięcie długu w którejś ze spółek zależnych raportujących w EUR.

Wywiad z Prezesem Góralem

W wywiadzie dla *Parkietu* Prezes Góral wypowiedział się na temat planowanej emisji oraz strategii akwizycyjnej Asseco na najbliższy okres. Prezes wyraził nadzieję, że akcje własne zostaną sprzedane po cenie zbliżonej do ceny ostatniego pakietu tj. 54 PLN. Ponadto zapowiedział, że zakup Formula System nie oznacza odejścia od strategii małych akwizycji. W tej chwili Asseco pracuje m.in. nad 3-4 akwizycjami w Skandynawii. Są to m.in.: szwedzka spółka specjalizująca się w konsultingu IT, fiński producent aplikacji ERP. W odniesieniu do ceny sprzedaży akcji własnych uważamy, że cena 54 PLN może być bardzo trudna do osiągnięcia, w kontekście polityki przejęć cieszy nas powrót do strategii skupionej na małych podmiotach skoncentrowanych na dobrym portfolio produktowym, które nie niosą ze sobą dużego ryzyka restrukturyzacyjnego.



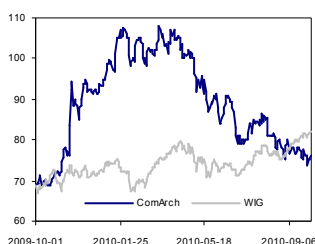
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 75,95 PLN Cena docelowa: 79,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	729,4	4,1%	701,4	-3,8%	803,5	14,5%	Liczba akcji (mIn)	8,1
EBITDA	66,0	56,2	-14,8%	55,4	-1,4%	86,1	55,5%	MC (cena bieżąca)	611,5
marża EBITDA	9,4%	7,7%		7,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	524,6
EBIT	45,9	14,3	-68,8%	15,8	10,3%	47,1	197,7%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	32,3	-83,8%	34,9	8,2%	43,8	25,5%		
P/E	3,0	18,7		17,5		14,0		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	2,8	8,2		8,2		7,4		Zmiana ceny: 6m	-28,1%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	7,0%
EV/EBITDA	8,3	9,1		9,5		5,9		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	68,6



W minionym miesiącu pojawiła się informacja o dużym zaawansowaniu rozmów w kwestii podwyższenia kapitału w Cracovii kwotą około 30,0 mln PLN. Dalsze zwiększanie zaangażowania Comarchu w klub wydaje się złym pomysłem. Trudno spodziewać się by Comarch mógł pod względem marketingowym w większym niż dotychczas stopniu wykorzystać klub. Również pod względem finansowym inwestycja w klub z pewnością nie przyniesie zwrotu zaangażowanego kapitału. Z drugiej strony pozytywnie odbieramy pomysł racjonalizacji liczby posiadanych nieruchomości, czego dobitnie jest sprzedaż jednego z budynków przy ul. Puławskiej w Warszawie. Niemniej w najbliższym czasie negatywne trendy wciąż przeważać będą nad pozytywnymi. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podpisanie kontraktu z MSZ na 15 mln PLN

Comarch podpisał umowę z Ministerstwem Spraw Zagranicznych na zaprojektowanie, wykonanie, zainstalowanie, uruchomienie i wdrożenie Systemu Elektronicznego Obiegu Dokumentów w resorcie. Wartość umowy wynosi ponad 15 mln PLN brutto. O wyborze najlepszej oferty w tym przetargu prasa informowała w ubiegłym miesiącu i z tej racji podpisanie umowy nie powinno mieć wpływu na kurs.

iComarch24 planuje rentowność na przyszły rok

Według Zarządu iComarch24 spółka zależna Comarchu ma osiągnąć w 2011 roku rentowność. Planowane na ten rok przychody sięgają 2 mln PLN. Comarch posiada internetową ofertę wsparcia prowadzenia działalności gospodarczej skierowaną przede wszystkim do małych i średnich przedsiębiorstw. W jej skład wchodzi m.in. iOptima24 (internetowy program do zarządzania), czy iKsięgowość24 (dostęp do usług księgowych). W pierwszym półroczu 2010 roku spółki celowe Comarchu poniosły łączną stratę około 5,5 mln PLN straty operacyjnej, a w skali całego roku strata może naszym zdaniem sięgnąć 10,0 mln PLN. W odniesieniu do możliwości osiągnięcia rentowności w przyszłym roku pozostajemy sceptyczni. Zarząd już raz przeliczył się w swoich oczekiwaniach odnośnie spółek celowych (w tym roku miały one ograniczyć stratę operacyjną do 4,0 mln PLN, co na ten moment jest już nierealne). Uważamy, że bardzo dobrym osiągnięciem w 2011 roku będzie zredukowanie straty operacyjnej do 5,0 mln PLN.

Comarch chce zwiększyć udział w polskim rynku ERP o 1-2%

Zarząd Comarchu zapowiedział, że celem na ten rok jest zwiększenie udziału w polskim rynku rozwiązań wspomagających zarządzanie przedsiębiorstwem o 1-2%. Ponadto w 2011 roku na polski rynek ma zostać wprowadzony Semiramis, rozwiązanie niemieckiej spółki zależnej SoftM. W 2009 roku Comarch powiększył swój udział w segmencie ERP z 9,1% do 10,2%. Po pierwszym półroczu 2010 r. Comarch ze sprzedaży systemów ERP uzyskał 38,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 7% r/r. Tutaj również plany Zarządu wydają się zbyt ambitne. Duży wzrost udziału Comarchu w roku ubiegłym odbył się przede wszystkim na bardzo słabym rynku (według danych IDC segment ERP spadł w 2009 roku o 23,2%). Rok 2010 tak słaby dla branży już zapewne nie będzie. Jednocześnie Sprzedaż ERP w Comarchu wzrosła w zeszłym roku o 12%, w tym rośnie już tylko o 7%. Wierzymy w możliwość dalszego wzrostu udziałów Comarchu w tym roku, niemniej pułap 1pp poprawy wydaje nam się nieosiągalny.

Kolejne umowy w sektorze telekomunikacyjnym?

Wiceprezes Rymarczyk ujawnił również, że obecnie prowadzone są rozmowy w sprawie 1-2 kolejnych umów w sektorze telekomunikacyjnym, podobne jak umowa z E-Plusem o nieco niższej, ale porównywalnej wartości. Umowa z Plusem ma wartość około 42,0 mln EUR i obowiązuje przez najbliższe 5 lat. Podpisanie nowych porozumień tego typu byłoby dla Comarchu znakomitą wiadomością. Zarząd nie ujawnia na jakim etapie zaawansowania

prowadzone są rozmowy, niemniej nawet powodzenie w jednym z dwóch ujawnianych przez Zarząd procesów negocjacyjnych stanowiłoby informację pozytywnie wpływającą na wartość spółki.

Comarch bliski dokapitalizowania Cracovii

Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Filipiaka rozmowy na temat podwyższenia kapitału w Cracovii kwotą około 30,0 mln PLN. Poprzez podniesienie kapitału Comarch miałby zwiększyć zaangażowanie w klub z obecnych 49,15%. Udział Comarchu po objęciu emisji zależeć będzie od wyceny majątku klubu. Podwyższanie kapitału w Cracovii jest w naszym odczuciu decyzją niebudującą wartości dla akcjonariuszy Comarchu. Oznacza ona wypływ środków ze spółki (liczymy się z tym, że nierentowny klub spali pozyskane środki), podczas gdy trudno doszukać się dodatkowych korzyści płynących z większego zaangażowania. Spółka już teraz prowadzi działalność marketingową poprzez klub, więc nie oczekujemy, by Comarch mógł jeszcze bardziej zyskać marketingowo poprzez ten krok.

Plan sprzedaży budynku na Puławskiej w Warszawie

Comarch chce sprzedać jeden z dwóch budynków biurowych przy ulicy Puławskiej w Warszawie. Cena wywoławcza to 6,5 mln PLN. Zdaniem rzecznika spółki, Comarch jakiś czas temu zwiększył powierzchnię wynajmowaną w biurowcu Orco w Warszawie i dlatego nie potrzebuje już tyle powierzchni w budynkach przy ulicy Puławskiej. Termin sprzedaży budynku zależy od finalizacji rozmów z potencjalnymi nabywcami. Racjonalizacja stanu posiadania nieruchomości jest naszym zdaniem dobrym pomysłem Comarchu. W naszej opinii obecna ilość budynków, jakie na własność posiada Comarch jest zdecydowanie większa od obecnych potrzeb Grupy.



Komputronik (Trzymaj)

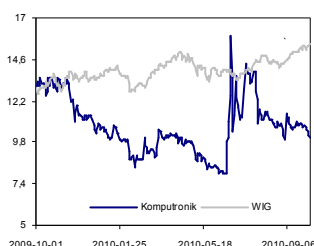
Cena bieżąca: 10,06 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	982,9	29,6%	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	Liczba akcji (mln)	8,6
EBITDA	15,0	5,7	-62,0%	13,8	142,1%	19,1	38,6%	MC (cena bieżąca)	86,5
marża EBITDA	2,0%	0,6%		1,7%		2,2%		EV (cena bieżąca)	125,4
EBIT	10,0	-3,2		5,5		10,8	94,4%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	-1,9		3,3		6,1	86,5%		
P/E	14,2			26,4		14,2		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	7,6	11,8		7,5		6,0		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-23,2%
EV/EBITDA	6,7	22,8		9,1		6,5		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



Segment detaliczny dystrybucji IT szczególnie mocno odczuł spowolnienie gospodarcze. Największym problemem, z jakim stykają się klasyczne sieci detaliczne jest presja konkurencyjna ze strony sklepów internetowych, które z uwagi na niższe koszty ogólne działalności oraz mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy są w stanie zaoferować klientom znacznie atrakcyjniejsze warunki cenowe, co zwłaszcza w okresie słabszej koniunktury staje się czynnikiem przyciągającym szukających oszczędności konsumentów. Zakładamy, że marże brutto detalistów pozostaną w najbliższym roku pod silną presją konkurencyjną, co nie będzie też bez znaczenia dla wyników Komputronika. Z drugiej strony pewnych oszczędności można się spodziewać dzięki wyłączeniu z konsolidacji kosztów ponoszonych przez centralę Karenu. Niemniej skala poprawy wyników jakiej według nas można spodziewać się w tym roku wciąż nie stanowi bodźca do zakupu akcji Komputronika. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Odstąpienie od podpisania umowy z Complex Logistics

Komputronik poinformował o odstąpieniu od podpisania umowy spedycyjnej z Complex Logistisc. Powodem nie wejścia porozumienia w życie był niepomysłny wynik testów gotowości systemu mającego gwarantować niezakłóconą obsługę operacji magazynowych. Strony potwierdziły gotowość do dalszych prac nad rozwinięciem współpracy logistycznej w przyszłości. Komputronik informował o umowie pod koniec lipca tego roku. Obsługa logistyczna Complex Logistics miała zdaniem Zarządu spółki zapewnić 10 mln PLN oszczędności w ciągu 5 lat trwania umowy. W obecnej sytuacji wydaje się, że powrót do rozmów, przynajmniej z tym partnerem jest mało prawdopodobny.

Zastrzeżenia do aportu niepieniężnego ze strony biegłego rewidenta

Biegły rewident Karenu wniósł szereg zastrzeżeń do aportu, jaki w zamian za nowoemitowane akcje ma wnieść do Karenu Texass Ranch. Biegły rewident zwraca m.in. uwagę na fakt, że torfowisko, które zostało wycenione jako potencjalna kopalnia torfu nie posiada koniecznej dla tego typu działalności koncesji, ani odpowiedniego wniosku o zmianę zagospodarowania przestrzeni. Ponadto część oferowanych nieruchomości jest obciążona hipotekami, a w przypadku niektórych z nich w księgach wieczystych są wzmianki o rozpoczętym postępowaniu egzekucyjnym. Dodatkowo właścicielem części nieruchomości nie jest żadna ze spółek zaangażowana w umowę inwestycyjną i do tej pory nie nastąpiło przekazanie nieruchomości na rzecz Texass Ranch. Powyższe zastrzeżenia i uwagi biegłego rewidenta potwierdzają nasze obawy o realność wypełnienia bardzo korzystnej dla Komputronika umowy inwestycyjnej.



Sygnity (Kupuj)

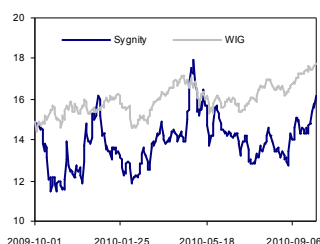
Cena bieżąca: 16,2 PLN

Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	192,5
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	231,5
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						739,4		Zmiana ceny: 1m	15,2%
P/CE	4,4			10,8		6,2		Zmiana ceny: 6m	14,2%
P/BV	0,5	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	9,8%
EV/EBITDA	3,7			10,5		5,8		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Rozpoczęta w Sygnity kolejna już restrukturyzacja kosztowa z zadowoleniem została przyjęta przez inwestorów. Oczekujemy, że bieżący rok pozostanie pod wpływem kosztów jej przeprowadzenia (konieczne będą najprawdopodobniej rezerwy na przeprowadzenie zwolnień grupowych) i w ostatecznym rozrachunku efekt poczynionych oszczędności i w konsekwencji efekt poczynionych oszczędności nie będzie w tym roku zbytnio widoczny (spółka szacuje tylko 6 mln PLN oszczędności na ten rok). Dużo lepiej jednak rysują się perspektywy 2011 roku. Z jednej strony jedynie z tytułu niższego zatrudnienia można się spodziewać obniżenia bazy kosztowej o około 30 mln PLN. Z drugiej dużo korzystniej wygląda budowa portfela kontraktów na przyszły rok. Na koniec sierpnia wartość zamówień do zrealizowania w 2011 roku sięgnęła 150 mln PLN, podczas gdy w ubiegłym roku o tej porze portfel kontraktów na 2010 rok miał wartość zaledwie 85 mln PLN. Tym samym Sygnity ma duże szanse by 2011 rok był lepszy również pod względem poziomu sprzedaży, co wraz z wprowadzonymi oszczędnościami powinno przełożyć się na skokową poprawę wyników. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kłopoty Utilis IT

Utilis IT spółka założona przez pracowników, którzy odeszli z Winuela przechodzi przez problemy finansowe, których efektem jest m.in. redukcja zatrudnienia. Według informacji *Parkietu* część pracowników chce wrócić z powrotem do Winuela. Gdy pod koniec ubiegłego roku zakładany był Utilis wielu inwestorów obawiało się, że w segmencie energetycznym, w którym Sygnity posiada dość mocną pozycję, wyrośnie poważny konkurent. Informacje o przeprowadzanej redukcji zatrudnienia naszym zdaniem potwierdzają naszą wcześniejszą tezę, że sami pracownicy bez praw do oprogramowania i rozwiązań nie stanowią jeszcze siły zdolnej do zamieszania na rynku i zagrożenia byłemu pracodawcy.

Wywiad z Prezesem Biedrzyckim

W wywiadzie dla *Parkietu* Prezes Biedrzycki wypowiedział się na temat przebiegu restrukturyzacji kosztowej w Sygnity. Zdaniem Prezesa program restrukturyzacyjny przebiega zgodnie z harmonogramem. Od momentu przejęcia sterów przez nowego Prezesa zatrudnienie w Grupie spadło z 2,4 tys. do około 2 tys. Wchłonięty został Aram, a taki sam los czeka Winuel i Polsoft. Do końca miesiąca uda się być może sfinalizować umowę sprzedaży Geomaru. W tym roku powyższe kroki mają przynieść około 6,0 mln PLN oszczędności. W przyszłym ma to być już około 30 mln PLN. W odniesieniu do tegorocznych wyników Prezes oczekuje przychodów porównywalnych z ubiegłorocznymi ze stratą 75-80% niższą niż przed rokiem. W perspektywie 2012 roku Prezes podtrzymał plan przychodów w granicach 650-700 mln PLN oraz 5-7% rentowności operacyjnej. Plany przedstawione przez Prezesa są zbieżne z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu składanymi przy okazji wyników półrocznych. Oczekujemy, że bieżący rok będzie jeszcze mocno obciążony kosztami restrukturyzacji (należy się spodziewać m.in. powstania rezerw na odprawy dla pracowników). Dopiero 2011 roku pokaże wyraźniejsze odbicie na wynikach spółki.

Górnictwo, metale



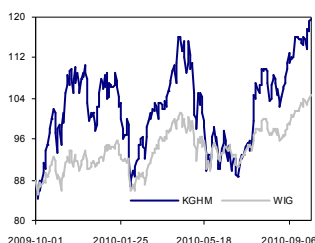
KGHM (Trzymaj)

Cena bieżąca: 119,5 PLN Cena docelowa: 96,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	11 060,5	0,0%	11 501,2	4,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	3 716,2	1,9%	3 115,7	-16,2%	MC (cena bieżąca)	23 900,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		33,6%		27,1%		EV (cena bieżąca)	22 070,7
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	3 098,1	0,0%	2 441,5	-21,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	3 459,6	36,2%	1 977,6	-42,8%		
P/E	8,2	9,4		6,9		12,1		Zmiana ceny: 1m	7,7%
P/CE	7,0	7,7		5,9		9,0		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	2,3	2,3		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	36,2%
EV/EBITDA	5,4	6,3		5,9		7,1		Max (52 tyg.)	119,5
Dyid (%)	7,5	9,8		2,5		4,2		Min (52 tyg.)	86,0



Podobnie jak w poprzednich trzech latach w drugim półroczu na rynku miedzi powinna wystąpić już nadwyżka podaży nad popytem, co jest związane z sezonowym wzrostem produkcji – szczególnie koncentratu miedzi (górnicza) przy jednoczesnym obniżeniu popytu. Przy obecnie wysokich cenach powinna utrzymać się również wysoka dostępność złomów. Do efektu sezonowości dodatkowo dochodzi efekt związany z bardzo wysokim popytem w pierwszych miesiącach roku wynikający z ożywienia w przemyśle głównych konsumentów miedzi, który naszym zdaniem nie utrzyma się (wskazują na to wskaźniki wyprzedzające) w 2H. Należy również pamiętać, że zwiększony popyt to efekt tegorocznych programów stymulacyjnych wspierających budowę infrastruktury (szczególnie w USA i Chinach). Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji spółki.

Opóźnienie projektu Afton-Ajax

Zarząd poinformował o przesunięciu terminu odpisania umowy joint-venture z Abacus Mining & Exploration do 12 października. Pierwotnie umowa miała zostać podpisana w połowie sierpnia, następnie termin przesunięto na koniec września. Jak zapewnia zarząd opóźnienie wynika z konieczności dopracowania drobnych szczegółów umowy i nie stanowi zagrożenia dla jej ostatecznego zawarcia. Informacja techniczna bez wpływu na kurs. Nowy projekt inwestycyjny KGHM oceniamy pozytywnie, szczególnie obecnie, kiedy ceny złota osiągają poziom 1300 USD/troc.

Prezes o najbliższych planach KGHM

Rozmowy w sprawie przejścia przez KGHM kolejnego złoża w Kanadzie są mocno zaawansowane i spółka ocenia, że finalizacja rozmów może nastąpić jeszcze w tym roku. KGHM przeznaczył w budżecie na 2010 rok niewielkie środki na początkowe nakłady kapitałowe w tym nowym projekcie. KGHM chciałby zmienić politykę dywidendową tak, by wypłata dywidendy zależała od wolnych przepływów pieniężnych. Zarząd spółki może wkrótce rozpocząć na ten temat rozmowy z Radą Nadzorczą. KGHM na jesieni może podjąć ostateczną decyzję ws. inwestycji w Elektrowni Blachownia. KGHM ocenia, że przy obecnych warunkach makroekonomicznych oraz cenach miedzi nie niższych niż 6.700 USD/t jest w stanie generować około 3 mld PLN zysku netto rocznie w ciągu najbliższych lat. Jego zdaniem, przy utrzymaniu sprzyjających tendencji na rynku miedzi kolejne podwyższenie tegorocznych prognoz jest prawdopodobne. Inwestycje KGHM w złoża Ajax oceniamy pozytywnie (wcześniejsza wycena +7%), dlatego zakup kolejnego złoża za zbliżoną kwotę również powinien dodawać wartości do wyceny. Naszym zdaniem jest raczej mało prawdopodobne, żeby główny właściciel zgodził się na zmianę polityki dywidendowej – teraz bazując na FCF. W percepcji właściciela nasuwa się pytanie: dlaczego spółka taka jak KGHM nie miałaby skorzystać z dźwigni finansowej, tym bardziej, że przyszłoroczne potrzeby budżetowe rysują się jako wymagające wsparcia w postaci dywidend.

Związki żądają podwyżek

Związek zawodowy „Solidarność” domaga się od Zarządu podwyżki płac dla każdego pracownika o średnio 300 PLN miesięcznie. Zapędy związków zostały podbudowane publikacją przez KGHM prognozy rocznej, która zakłada blisko 4 mld PLN zysk netto w roku bieżącym. Zarząd dosyć długo opóźniał wzrost pensji zasadniczej, pomimo dobrej koniunktury utrzymującej się na rynku metali. Zakładamy, że najpóźniej do końca roku postulaty związkowców zostaną spełnione, co oznacza wzrost kosztów wynagrodzeń o ok. 70 mln PLN.



LW Bogdanka (Trzymaj)

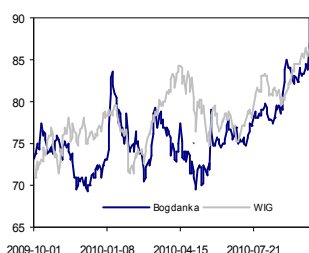
Cena bieżąca: 89,2 PLN

Cena docelowa: 85,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-01

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 191,8	6,6%	1 492,2	25,2%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	339,6	368,0	8,3%	395,6	7,5%	554,7	40,2%	MC (cena bieżąca)	3 034,0
marża EBITDA	32,9%	32,9%		33,2%		37,2%		EV (cena bieżąca)	3 173,7
EBIT	203,5	226,7	11,4%	246,1	8,5%	319,7	29,9%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	191,5	22,7%	188,7	-1,4%	241,9	28,2%		
P/E	19,4	15,8		16,1		12,5		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	10,4	9,1		9,0		6,4		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	2,7	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	19,0%
EV/EBITDA	9,0	7,1		8,0		5,6		Max (52 tyg.)	89,9
Dyid (%)	0,3	2,9		0,6		0,6		Min (52 tyg.)	69,4



Otoczenie w jakim funkcjonuje spółka będzie zmieniało się na jej korzyść. Zarząd już mówi o rosnącym popycie krajowych elektrowni, co potwierdzają dane z Ministerstwa Gospodarki. W lipcu zapasy węgla obniżyły się drugi miesiąc z rzędu – osiągając poziom 5,66 mln ton. Warto zwrócić uwagę, że spadek zapasów odbywał się przy istotnym wzroście produkcji (4,9 mln ton vs. 4,5 mln ton w poprzednim miesiącu), co może sugerować wygaszanie importu węgla rosyjskiego i węgla portów ARA. Spadek importu węgla skłoni kopalnie śląskie do podwyżek cen (zmniejszenia rabatów), naszym zdaniem już w 2H2010. Zalecamy trzymanie akcji spółki.

Blisko podpisania umowy na dostawę węgla

Zarząd Bogdanki nie planuje rekomendować wypłaty dywidendy z zysku za 2010 rok. Bogdanka jest bliska podpisania umowy z Kulczyk Holding ws. dostaw węgla. Rozmowy pomiędzy stronami są bardzo zaawansowane i spółki są blisko podpisania umowy. Wielkość dostaw węgla może sięgnąć 2 mln ton rocznie. Bogdanka nie planuje w tym roku zaciągnięcia długu w celu sfinansowania inwestycji. Spółka planuje zadłużyć się w 2011 roku, jednak nie wyemituje obligacji. Bogdanka zakładała wcześniej, że tegoroczne inwestycje spółki sięgną 934 mln PLN. Spółka informowała, że część środków na inwestycje może być pozyskana z kredytów, emisji obligacji lub akcji. Umowa z KH nie wpływa na naszą wycenę i prognozy, w których zakładamy, że spółka sprzedaje cały wyprodukowany wolumen węgla. Przypominamy, że do 2014 produkcja wzrośnie do 11 mln ton z obecnych 5,5 mln ton. Przez część inwestorów problem zbytu zwiększonego wolumenu poruszany był jako czynnik ryzyka, dlatego informacja może pozytywnie wpływać na kurs w krótkim okresie.

LWB negocjuje kolejną umowę z Enea

Jeszcze przed kolejnym etapem prywatyzacji Enea i Bogdanka chciałyby zawrzeć umowę, gwarantującą w długim okresie (10 lat) dostawę węgla do nowego bloku energetycznego, jaki zamierza zbudować elektrownia Kozienice. Umowa ma charakter warunkowy i uzależnia wejście w życie jej postanowień, tylko gdy nowy inwestor strategiczny w Enea zdecyduje ostatecznie o rozpoczęciu inwestycji. W marcu br. spółka podpisała długoterminową umowę na dostawę węgla w Kozienicach do obecnie istniejących bloków. Informacje bez wpływu na wycenę. Nadal uważamy, że spółka nie będzie miała problemu ze zbyciem węgla z nowej produkcji w Polu Stefanów. Węgiel z LWB jest o kilka procent tańszy niż węgiel śląski a dzięki drastycznie niższym kosztom produkcji (160 PLN/t vs. 270 PLN/t) spółka jest w stanie utrzymać taką relację cenową również w długim okresie.

Wyższa prognoza wyników

Zarząd LWB przedstawił prognozę wyników spółki na rok 2010. Przychody ze sprzedaży wzrosną do 1,228 mld PLN, zysk operacyjny do 242 mln PLN, EBITDA wyniesie 391 mln PLN a zysk netto 201 mln PLN. Spółka ma osiągnąć 9% wzrost produkcji i sprzedaży węgla. Prognoza Zarządu przekracza nasze dotychczasowe założenia o +3% na poziomie przychodów ze sprzedaży, -1,2% na poziomie EBITDA i 6,5% w przypadku zysku netto. Publikacja nowej prognozy ma neutralny wpływ na naszą wycenę. Weryfikacji prognoz dokonamy po publikacji wyników spółki za 3Q.

Przemysł



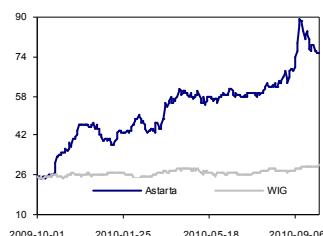
Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 75,3 PLN Cena docelowa: 45,83 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mIn UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	970,7	1 354,8	39,6%	2 193,5	61,9%	1 714,4	-21,8%	Liczba akcji (mIn)	25,0
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%	MC (cena bieżąca)	1 882,5
marża EBITDA	23,0%	40,6%		45,4%		27,4%		EV (cena bieżąca)	2 059,3
EBIT	150,8	457,5	203,4%	881,7	92,7%	351,8	-60,1%	Free float	19,5%
Zysk netto	-89,2	323,4		769,5	137,9%	240,9	-68,7%		
P/E		16,0		6,7		21,4		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE		12,4		5,8		14,4		Zmiana ceny: 6m	26,4%
P/BV	8,1	3,9		2,4		2,4		Zmiana ceny: 12m	207,7%
EV/EBITDA	27,8	11,1		5,7		11,6		Max (52 tyg.)	89,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		4,5		Min (52 tyg.)	24,5



Obniżka prognozy zbiorów buraka cukrowego na Ukrainie z 18MT do 15,1MT (w wyniku strat spowodowanych suszą) powoduje, że w bieżącym sezonie na Ukrainie deficyt cukru sięgnie może 0,3MT wobec 0,6MT rok wcześniej. To z kolei powodować będzie, że do IX11 ceny cukru mają duże szanse utrzymywać się relatywnie wysoko (900-750 USD/T vs. 930 USD/T w 1-3Q10), a tym samym wyniki operacyjne Spółki nadal pozostaną na wysokich poziomach. 3Q10 powinien być dla Spółki udany. W tym okresie ceny cukru znajdowały się na poziomach 928,5 USD/T, mleka 356,2 UAH/T. Dodatkowo Spółka prawdopodobnie sprzeda znacznie więcej zboża w 3Q10 niż w analogicznym okresie roku poprzedniego w związku z wysokimi cenami oferowanymi na rynku krajowym. Te (pszenica, jęczmień) na rynku krajowym w 3Q10 były średnio o 41,8% wyższe niż na koniec 2Q10. W związku z tym Spółka powinna zanotować pozytywny efekt na wyrównaniu wartości przeszacowanych aktywów biologicznych do wartości godziwej (w przypadku sprzedawanego zboża). O ile spodziewamy się dobrego 3Q10, to w przyszłości nie wierzymy w utrzymanie się cen cukru na bieżąco wysokich poziomach, tym bardziej, że gdyby nie tegoroczna susza, to produkcja cukru przewyższyłaby popyt i relacja między kupującymi, a sprzedającymi uległaby odwróceniu. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Rewizja prognozy rynku cukru na Ukrainie

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy obniżyło tegoroczną prognozę zbiorów buraka na Ukrainie z 18MT do 15,1MT. Taka ilość dostępnego w przyszłym sezonie buraka pozwoli, zdaniem Ministerstwa, na wyprodukowanie około 1,75MT cukru, co nie pokryje krajowego zapotrzebowania na ten produkt. Zdaniem przedstawicieli resortu deficyt cukru w kolejnym roku sięgnąć może 0,3MT, wobec zeszłorocznego braku na poziomie 0,6MT. Rewizja prognozy zbioru buraków na Ukrainie i mniejsza niż się wcześniej spodziewano produkcja cukru (2,1-2,2MT) powoduje, że spadek cen tego produktu na lokalnym rynku będzie znacznie bardziej ograniczony niż przewidywaliśmy w raporcie z 11 maja bieżącego roku. W kolejnym roku Spółka będzie miała szanse na utrzymanie dużej rentowności segmentu produkcji cukru, co wpłynie na utrzymanie wysokich wyników operacyjnych Astarty.

Znacząca ilość sprzedanych akcji

Spółka poinformowała o otrzymaniu informacji od Aluxes Holding Limited, w której znaczące udziały posiada Valery Korotkov (Prezes Rady Dyrektorów) o zbyciu 23 września bieżącego roku 1,6 mln akcji (stanowiących 6,4% ogólnej liczby akcji) Spółki Astarta. Tego dnia około 1,56 mln akcji zostało sprzedanych po średniej cenie 65,9 PLN. Według nas akcje prawdopodobnie zostały zakupione przez krajowe fundusze inwestycyjne.



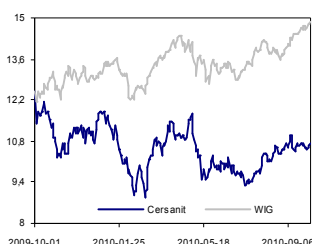
Cersanit (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,73 PLN Cena docelowa: 9,65 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 415,2	-6,7%	1 506,9	6,5%	1 612,8	7,0%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	339,7	284,7	-16,2%	323,3	13,5%	369,0	14,2%	MC (cena bieżąca)	2 321,8
marża EBITDA	22,4%	20,1%		21,5%		22,9%		EV (cena bieżąca)	3 150,4
EBIT	233,9	168,1	-28,1%	207,1	23,2%	252,0	21,7%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-8,1		150,9		144,7	-4,1%		
P/E	200,9			15,4		16,0		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	13,6	14,3		8,7		8,9		Zmiana ceny: 6m	-2,4%
P/BV	1,5	1,5		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-9,1%
EV/EBITDA	7,9	9,3		9,7		8,4		Max (52 tyg.)	12,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,9



Rok 2010 na rynku krajowym będzie dla producentów ceramiki łazienkowej okresem stabilizacji zarówno pod względem cen, jak i wielkości sprzedaży. Spodziewamy się powolnej poprawy na krajowym rynku płytek ceramicznych i ceramiki sanitarnej. Spółka nawet przy optymistycznej prognozie zwiększenia przychodów w drugiej połowie roku notowana jest na bieżący rok ze wskaźnikami P/E 15,4 i EV/EBITDA 9,7. Naszym zdaniem zarówno ożywienie na rynku rosyjskim, jak i zwiększenie sprzedaży na Ukrainie, są już odzwierciedlone w cenie, dlatego fundamentalnie trudno jest nam uzasadnić bieżącą cenę rynkową. Sentyment do akcji Spółki poprawia udana emisja akcji serii G, w której objęte zostały wszystkie oferowane walory, a redukcja w ramach zapisów dodatkowych sięgnęła 99,9%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Odcięcie praw poboru

W związku z odcięciem prawa poboru do akcji nowej emisji zmieniamy naszą cenę docelową z 13,43 PLN do 9,65 PLN.

Powodzenie oferty akcji serii G

Zarząd Spółki poinformował o przydziale 72 128 020 akcji serii G sprzedawanych w ofercie publicznej. Stopa redukcji wśród zapisów dodatkowych wyniosła 99,93% (liczba przydzielonych akcji w ramach zapisów dodatkowych wyniosła 451 294). Wartość przeprowadzonej subskrypcji wyniosła 151,5 mln PLN. Środki pozyskane z emisji mają zostać przeznaczone na zasilenie kapitału obrotowego oraz ewentualną spłatę kredytów. Bez wątpliwości ofertę akcji serii G należy uznać za udaną. Duża ilość akcji objętych w ramach wykonywania prawa poboru, oraz wysoka redukcja w ramach zapisów dodatkowych świadczy o dużym zainteresowaniu ofertą.



Famur (Redukuj)

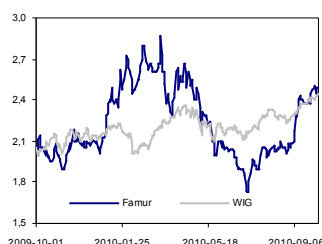
Cena bieżąca: 2,49 PLN

Cena docelowa: 2,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	689,0	-0,9%	724,8	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	114,3	-14,5%	140,6	23,0%	MC (cena bieżąca)	1 198,9
marża EBITDA	18,3%	19,2%		16,6%		19,4%		EV (cena bieżąca)	1 198,4
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	89,2	-11,5%	108,7	21,8%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	77,9	34,3%	84,8	8,8%		
P/E	20,3	20,7		15,4		14,1		Zmiana ceny: 1m	14,7%
P/CE	12,8	13,2		11,6		10,3		Zmiana ceny: 6m	-2,0%
P/BV	1,9	1,7		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	16,4%
EV/EBITDA	6,5	9,6		10,5		8,2		Max (52 tyg.)	2,9
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,7



Po drastycznym spadku ilości nowych inwestycji kopalnianych w drugiej połowie 2009 roku światowy rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa wyraźnie odbija od dna. W 2Q10 Joy Global spostrzega wzrost wartości zapytań ofertowych o 43% r/r, a w przypadku Bucyrus wartość zapytań ofertowych w zakresie górnictwa podziemnego wzrosła o 173% r/r. Większa ilość nowych inwestycji zmniejsza konkurencję w branży i sprawia, że podmioty o mniej utrwalonej pozycji rynkowej mają większą możliwość rywalizacji o nowe kontrakty. Również na rynku krajowym możliwe jest ożywienie w zakresie inwestycji kopalnianych, jako że lokalne ceny węgla poczynawszy od końca 1Q10 są konkurencyjne cenowo do węgla rosyjskiego (na koniec czerwca ceny węgla rosyjskiego w portach bałtyckich wynosiły 95 USD/t, a ceny węgla na Górnym Śląsku 71 USD/t). Spodziewamy się, że wkrótce energetyka zwiększy zakupy węgla wydobywanego na terenie kraju, co wpłynie na zmniejszenie poziomu zapasów i poprawi płynność finansową spółek węglowych. To z kolei przełoży się na większe inwestycje w zakresie nowego sprzętu w roku 2011. W 1H10 wynik netto Spółki jest o 6% r/r wyższy, dzięki dywidendom otrzymanym od Spółek zależnych nie objętych konsolidacją (9,6 mln PLN) oraz wykonywaniu wysoko marżowych kontraktów zagranicznych (obudowy zmechanizowane). W 3Q10 udział zwiększą kontrakty krajowe wykonywane dla Kompani Węglowej (53,1 mln PLN), które zdobyte zostały w okresie znaczącej konkurencji na rynku (1Q10). Będzie to naszym zdaniem miało wpływ na realizowaną rentowność. Nawet istotne polepszenie się koniunktury na dobra inwestycyjne dla górnictwa w 2011 roku powoduje, że Spółka nadal jest wysoko wyceniana (P/E 15,4 i EV/EBITDA 10,5). Dobre wyniki 1H10 powinny naszym zdaniem być okazją do realizacji zysków. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

KW, KHW, JSW i PKW złożyły wnioski na dotacje na inwestycje

Spółki węglowe złożyły wnioski na dofinansowanie inwestycji w ramach dofinansowania na kwotę 400 mln PLN. Kompania Węglowa i Katowicki Holding Węglowy liczą na wsparcie w wysokości 200 mln PLN każdy, a Jastrzębska Spółka Węglowa na 150 mln PLN. Południowy Koncern Węglowy liczy na 44 mln PLN dotacji. O dofinansowaniu inwestycji górniczych w bieżącym roku informowaliśmy w raporcie z 28 maja bieżącego roku. Optymistyczną informacją jest, że mimo stosunkowo krótkiego czasu na składanie wniosków do dotacji spółkom węglowym udało się z dopełnieniem formalności na czas.

Wicepremier po spotkaniu z zarządami KW i KHW

Po spotkaniu Waldemara Pawlaka z Zarządami spółek Kompani Węglowej i Katowickiego Holdingu Węglowego Wicepremier zapewnił, że odwołanie Prezesów Zarządów obu spółek nie będzie miało wpływu na obecne funkcjonowanie holdingów, oraz nie opóźni realizacji projektów związanych z dofinansowaniem na inwestycje początkowe (400 mln PLN). Wicepremier jest również zdania, że odwołanie nie zaszkodzi aspiracjom prywatyzacyjnym KHW. Odwołanie Prezesów dwóch z trzech największych w Polsce Spółek węglowych nie powinno wpłynąć na zmniejszenie rozmiaru inwestycji górniczych.



Kernel (Akumuluj)

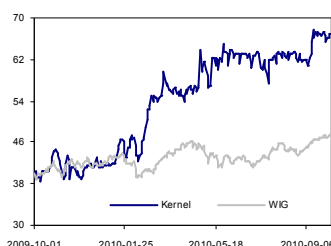
Cena bieżąca: 66,8 PLN

Cena docelowa: 77,28 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 117,5	9,5%	1 501,3	34,3%	Liczba akcji (mln)	73,2
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	236,5	24,0%	292,2	23,6%	MC (cena bieżąca)	4 889,2
marża EBITDA	18,2%	18,7%		21,2%		19,5%		EV (cena bieżąca)	5 106,9
EBIT	166,6	168,2	0,9%	210,0	24,9%	265,0	26,2%	Free float	48,9%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	180,0	17,7%	232,2	29,0%		
P/E	11,7	11,0		9,4		7,3		Zmiana ceny: 1m	7,7%
P/CE	10,0	9,6		8,2		6,5		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	4,5	2,8		2,4		1,8		Zmiana ceny: 12m	70,2%
EV/EBITDA	8,7	9,4		7,5		5,9		Max (52 tyg.)	67,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	38,5



Przychody w 4Q09/10 wzrosły o 31,6% r/r, głównie za sprawą wysokiej dynamiki sprzedaży segmentów oleju luzem (+165,4% r/r) oraz segmentu oleju butelkowanego (+25,6% r/r). W obu przypadkach związane to było ze wzrostem wolumenów o odpowiednio +99,3% (w związku z przejęciem Allseeds) i 28,7% r/r. Przychody pozostałych segmentów były niższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, co wynikało z niższych wolumenów eksportowych zboża z Ukrainy w sezonie 2009/2010 (21 mln ton wobec około 24 mln ton w sezonie 2008/2009). Mimo tego Spółce udało się wypracować wynik operacyjny o 67,7% wyższy r/r, głównie za sprawą wysokiej rentowności EBITDA segmentów oleju słonecznikowego luzem (21%) oraz handlu zbożem (12,3%). W wyniku wzmocnienia Grupy przez zakłady Allseeds Spółka wykonała prognozę na rok obrotowy 2009/2010 (pod względem przychodów 97,7%, EBITDA 98,7% i zysku netto 97,8%). Gdyby nie opóźnienie związane z uruchomieniem zakładów w Bandurce (510 tys. ton przerobu słonecznika rocznie), to prawdopodobnie wynik byłby jeszcze wyższy. Zarząd przy okazji wyników ogłosił nową prognozę na 2011 rok, zakłada w niej wypracowanie 1,3 mld USD przychodów, 255 mln USD EBITDA i 195 mln USD zysku netto. W naszych prognozach jesteśmy bardziej konserwatywni, ale nadal uważamy, że spółka jest atrakcyjna cenowo (P/E 9,4 EV/EBITDA 7,5). Obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

W Rosji może być mniej słonecznika

Agencja APK-Inform poinformowała, że tegoroczne zbiory słonecznika na terenie Rosji mogą się obniżyć z 6,9 mln ton w 2009 roku do 5,6 mln ton w 2010 roku. Przewidywana przez agencję efektywność uprawy słonecznika na terenie Rosji, to 0,97 t/ha wobec 1,23 t/ha w 2009 roku. To z kolei pozwoli na wytworzenie wyłącznie 2 mln ton słonecznika w Rosji. Na Ukrainie na dzień 7 września zebrano 612,3 ton słonecznika z 9% prognozowanego arealu, średnia efektywność uprawy wynosiła 1,52 t/ha wobec 1,50 t/ha w 2010 roku. Mniejsza ilość eksportowanego oleju słonecznikowego przez Rosję może być dodatkowym pozytywnym czynnikiem wpływającym na konkurencyjność oleju słonecznikowego produkowanego na terenie Ukrainy. Zarówno Ukraina jak i Rosja są eksporterami netto oleju słonecznikowego (według USDA w sezonie 2009/2010 Rosja wyeksportowała 23,2% oleju wyprodukowanego na terenie kraju, a Ukraina 92,2% krajowej produkcji). Produkcja 2 mln ton oleju słonecznikowego przez Rosję zaspokoi wewnętrzny popyt, co spowoduje, że przy tej wielkości eksport będzie nikomy. Ministerstwo rozważa nawet wprowadzenie zakazu eksportu oleju słonecznikowego z Rosji.

Projekt nowelizacji regulacji związanych z nadpłaconym podatkiem VAT

Premier Ukrainy zapowiedział, że projekt nowelizacji przepisów podatkowych na Ukrainie przewiduje zniesienie obciążenia podatkiem VAT spółek trudniących się handlem zbożem, uprawami technicznymi i drewnem. Premier zapowiedział również, że Rząd planuje przywrócić odsetki karne związane z opóźnieniem w zwrocie nadpłaconego podatku VAT. Zaprzestane mają być również praktyki finansowania budżetu za pomocą nadpłaconego podatku VAT. Kwestia uregulowania problemu nadpłaconego podatku VAT na Ukrainie byłaby dobrą informacją dla eksporterów zbóż. Tym niemniej prawdopodobnie upłynie jeszcze sporo czasu zanim nowe zapowiadane przepisy wejdą w życie.

Opóźnienie w wysyłce zboża może znacząco wpłynąć na wyniki?

Gazeta Giełdy Parkiet donosi, że przestój statków ze zbożem w porcie spowodowany wydłużeniem procedur celnych może zaszkodzić wynikom Kernela. Gazeta powołuje się na ukraińską gazetę „Dzielo”, która donosi, że starty wynikłe z opóźnień, jakie poniosły ukraińskie spółki zajmujące się handlem zbożem sięgnąć mogą nawet 1 mld USD. Kwota jednego miliarda USD, to prawdopodobnie szacunek strat wynikających z utraty potencjalnych zysków, aniżeli

kar nałożonych przez odbiorców zboża (ze względu za niedostarczenie zboża na czas). Opóźnienia związane z wywozem zboża dotyczą przede wszystkim eksportu pszenicy. Pozostałe zboża są odprawiane na bieżąco. W naszej prognozie wyników na bieżący rok wartość EBITDA wynikająca z handlu zbożem to tylko 9,2% całej wartości wyniku, z kolei udział EBITDA segmentów związanych z produkcją oleju słonecznikowego to 77,7% wartości. W bieżącym roku zakładane jest zmniejszenie wolumenu eksportu zboża przez spółkę z ponad 2,2 mln ton do 1,3 mln ton, dlatego zmniejszenie eksportu zboża jest już w cenie. Pewnym ryzykiem mogą być z kolei kary umowne wynikające z niedostarczenia zboża na czas. Nadal uważamy, że kluczowym czynnikiem dla tegorocznych wyników holdingu będzie kształtowanie się marży na produkcji oleju słonecznikowego oraz cen olejów roślinnych na światowych rynkach. Obecnie marża modelowa na przerobionej tonie słonecznika kształtuje się na poziomie o 27,4% wyższym niż średnia zeszłoroczna, a cena eksportowa oleju słonecznikowego jest o 30,1% wyższa niż zeszłoroczna średnia.

Premier w sprawie opóźnień procedur celnych

Premier Ukrainy – Nikolay Azarov nakazał Urzędowi Celnemu wyznaczenie normatywnego czasu potrzebnego na wykonanie procedur celnych związanych z eksportem (2 godziny). Premier zapowiedział, że od teraz żaden z kontenerów nie powinien podlegać procedurom celnym dłuższym niż wyznaczony czas. Zainteresowanie się kwestią wydłużonego czasu procedur celnych na Ukrainie przez organy najwyższych władz, to dobry sygnał dla eksporterów zbóż z Ukrainy. Niestety istnieje ryzyko, że zapewnienia Premiera mogą mieć charakter łagodzący, w odpowiedzi na niepokój zagranicznych podmiotów związanych z handlem (GAFTA, WTO). Poza tym urząd antymonopolowy zaapelował do krajowych producentów olejów roślinnych do powstrzymania się od sztucznego zawyżania cen najbardziej popularnych marek oleju na rynku krajowym. Władze najprawdopodobniej obawiają się, że w skutek słabszych zbiorów słonecznika na terenie Rosji, ukraińscy producenci oleju słonecznikowego mogliby się pokusić o podwyżkę cen. Kernel w odpowiedzi na apel urzędu antymonopolowego zapewnił, że ceny oferowanych na rynku produktów pozostaną stabilne. W naszej prognozie zakładamy spadek średniej ceny sprzedaży oleju butelkowanego w USD o 2,6% r/r.



Kęty (Trzymaj)

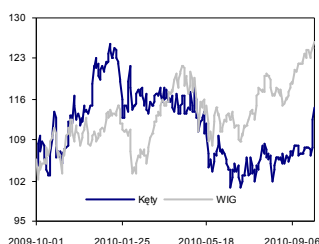
Cena bieżąca: 114,7 PLN

Cena docelowa: 115,38 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 111,0	-5,1%	1 206,9	8,6%	1 263,9	4,7%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	189,0	0,3%	177,8	-5,9%	192,3	8,2%	MC (cena bieżąca)	1 058,2
marża EBITDA	16,1%	17,0%		14,7%		15,2%		EV (cena bieżąca)	1 299,5
EBIT	126,7	124,9	-1,4%	110,0	-11,9%	121,7	10,6%	Free float	64,4%
Zysk netto	61,2	70,6	15,4%	81,5	15,5%	92,4	13,3%		
P/E	17,3	15,0		13,0		11,5		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	8,6	7,9		7,1		6,5		Zmiana ceny: 6m	1,1%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	4,4%
EV/EBITDA	7,6	6,6		7,3		6,6		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	3,9	0,0		3,5		4,2		Min (52 tyg.)	100,7



Spółka inaczej niż w latach wcześniejszych odczuła zwiększenie zamówień już w czerwcu bieżącego roku, podczas gdy zwykle wysoki sezon rozpoczyna się dopiero po okresie wakacyjnym. Jest to wynikiem wysokiej dynamiki sprzedaży przemysłowej w Europie Zachodniej w 2Q10 (na terenie Niemiec dynamika sprzedaży przemysłowej w 2Q10 przekraczała 10% r/r), na co z opóźnieniem reaguje gospodarka Polska. W przypadku Grupy Kęty obserwowane od drugiej połowy czerwca wysokie wolumeny sprzedaży SWW i SSA były szansą na zwiększenie średnich cen produktów i wzrost marży (od września cenniki produktów w SSA i SWW są o 4-5% wyższe). To wszystko spowodowało, że w 3Q10 Zarząd spodziewa się wzrostu wyniku operacyjnego o 16-19% r/r i wyniku netto na poziomie 11-14% r/r. Dodatkowo na wynik finansowy netto pozytywnie wpływają negocjacje z bankami kredytującymi Spółkę, na skutek których obniżona została marża odsetkowa, a efektem tego koszt obsługi długu może się obniżyć w bieżącym roku nawet o 5,7 mln PLN r/r. W bieżącym roku Kęty nie powinny mieć większych problemów z wykonaniem prognozy wyników, a naszym zdaniem możliwe jest jej nieznaczne przekroczenie. Jeśli Spółce udałoby się utrzymać tegoroczne wolumeny sprzedaży przy zmienionych cennikach, to przy niższym koszcie obsługi długu w przyszłym (2011) roku Spółka mogłaby wypracować ponad 90 mln PLN zysku netto. To przy bieżącej wartości rynkowej implikowałoby wskaźnik P/E na poziomie poniżej 12. Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Zarząd spodziewa się dobrych wyników w 3Q10

Zarząd Spółki Kęty prognozuje, że sprzedaż w 3Q10 wyniosła 330 mln PLN (+10% r/r), co pozwoliło na wypracowanie wyniku operacyjnego na poziomie 45-46 mln PLN (+16-19% r/r) i zysku netto na poziomie 36-37 mln PLN (+11-14% r/r). Wynik na transakcjach zabezpieczających wpłynę na wynik w kwocie +1 mln PLN. Dług netto na koniec 3Q10 wyniesie około 290 mln PLN w wyniku wypłaty dywidendy (37 mln PLN) oraz wydatków związanych z przeprowadzaniem programu inwestycyjnego i wzrostem kapitału obrotowego w wyniku zwiększenia wolumenu sprzedaży. Spółka po 3Q10 wykonała 72% naszej prognozy pod względem przychodów ze sprzedaży (73% prognozy Zarządu), 80% prognozy wyniku operacyjnego (75% prognozy Zarządu), 87,5% prognozy zysku netto (88% prognozy Zarządu). Tym samym wynik netto 3Q10 jest o 7,8% wyższy niż wynik osiągnięty w pierwszej połowie roku, co jest rezultatem istotnego zwiększenia sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych (+30% r/r) oraz renegotiacji cenników, co pozwoliło na wypracowanie wyższych wyników operacyjnych. Marża operacyjna w 3Q10 sięgnęła 13,9% wobec 7,9% w 1H10 i 12,9% w 3Q09. Wysoka marża operacyjna i wysokie wolumeny budują przed Spółką bardzo dobrą perspektywę na kolejny 4Q10, dlatego Spółka nie powinna mieć problemów z wykonaniem prognozy Zarządu na 2010 rok (11,5 P/E i 6,6 EV/EBITDA), a nawet istnieje możliwość jej nieznacznego przekroczenia. Tym bardziej jest to możliwe, że efekt podwyżki cenników był tylko częściowo widoczny w 3Q10 (większość podwyżek nastąpiła z początkiem września), a pełen efekt będzie obserwowany w 4Q10.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Dariusz Mańko wypowiedział się, że szanse na przekroczenie prognozy przez Grupę nie są duże. Spodziewa się, że jeśli wynik okaże się wyższy to nie przekroczy on 10% obecnej prognozy. Prezes zapowiedział, że o ile trzeci kwartał jest lepszy od oczekiwań, to o utrzymanie koniunktury w całym czwartym kwartale nie ma pewności. Naszym zdaniem wzrost zamówień Grupy w 3Q10, to efekt ożywienia w przemyśle, jakie mieliśmy okazję obserwować w 2Q10 w Niemczech i Europie Zachodniej. W drugiej połowie 4Q10 Spółka może odczuć spadek wolumenów sprzedaży w związku z niższą dynamiką przemysłu Niemiec w 3Q10. W naszej prognozie na następny rok nie uwzględniamy wzrostu wolumenów sprzedaży w porównaniu do 2010 roku. Tym niemniej podwyższone we wrześniu bieżącego roku cenniki segmentów SWW i SSA pozwolą na poprawę wyników



operacyjnych w kolejnym roku i co za tym idzie wypracowanie wyniku netto na poziomie ponad 90 mln PLN. Spodziewamy się, że wynik netto za 2010 może być 1-2 mln PLN wyższy niż wynika to z prognozy Zarządu.



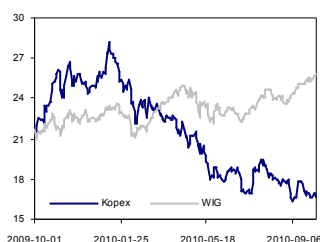
Kopex (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,66 PLN Cena docelowa: 19,8 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 225,6	-3,8%	2 656,1	19,3%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	217,1	-8,0%	191,8	-11,7%	264,9	38,1%	MC (cena bieżąca)	1 238,4
marża EBITDA	11,9%	9,4%		8,6%		10,0%		EV (cena bieżąca)	1 606,1
EBIT	174,9	145,3	-16,9%	105,5	-27,4%	174,0	64,9%	Free float	28,5%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	60,9	-30,2%	110,2	81,0%		
P/E	13,2	14,2		20,3		11,2		Zmiana ceny: 1m	1,6%
P/CE	7,7	7,8		8,4		6,2		Zmiana ceny: 6m	-22,1%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-26,3%
EV/EBITDA	6,3	7,6		8,4		6,2		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Oparte na węglu, szybko rozwijające się gospodarki Chin i Indii nie mogą sprostać swojemu zapotrzebowaniu na węgiel, przekładają swój popyt na rynki światowe. Tylko w pierwszej połowie roku wolumen importu węgla do Chin wzrósł o 67,9% r/r, a kraj ten w 2009 roku po raz pierwszy przegonił gospodarkę USA pod względem ilości produkowanej energii. Korzystają na tej sytuacji znaczący eksporterzy węgla. Tylko w Australii do lipca wolumen eksportu wzrósł o 32,7% r/r. Joy Global i Bucyrus - światowi liderzy zaplecza górniczego po 2Q10 i 3Q10 sprostają ożywienie w branży. W przypadku pierwszego, wartość zapytań ofertowych w 3Q10 wzrosła o 64,9% r/r, a w przypadku Bucyrus wartość zapytań ofertowych w zakresie górnictwa podziemnego w 2Q10 wzrosła o 173% r/r. Dodatkowo dobrą informacją jest ożywienie w zakresie nowych inwestycji kopalnianych w Stanach Zjednoczonych, gdyż do tej pory na skutek osłabienia koniunktury na tym rynku liderzy zmuszeni byli do większej rywalizacji na pozostałych rynkach. Zmniejszenie konkurencji wpłynie na większe szanse producentów o mniej utrwalonej pozycji rynkowej (Kopex) na pozyskanie nowych kontraktów. Również na terenie kraju sytuacja ma szansę się poprawić, za sprawą zwiększenia konkurencyjności cenowej węgla polskiego nad węglem rosyjskim (na koniec czerwca cena węgla rosyjskiego w portach bałtyckich wynosiła 95 USD/t, a cena węgla w kopalniach Górnego Śląska 71 USD/t). To w przyszłości powinno przyczynić się do zwiększenia kontraktacji krajowego węgla, a tym samym spadku poziomu zapasów i polepszenia się płynności kopalni. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

KW, KHW, JSW i PKW złożyły wnioski na dotacje na inwestycje

Spółki węglowe złożyły wnioski na dofinansowanie inwestycji w ramach dofinansowania na kwotę 400 mln PLN. Kompania Węglowa i Katowicki Holding Węglowy liczą na wsparcie w wysokości 200 mln PLN każdy, a Jastrzębska Spółka Węglowa na 150 mln PLN. Południowy Koncern Węglowy liczy na 44 mln PLN dotacji. O dofinansowaniu inwestycji górniczych w bieżącym roku informowaliśmy w raporcie z 28 maja bieżącego roku. Optymistyczną informacją jest, że mimo stosunkowo krótkiego czasu na składanie wniosków do dotacji spółkom węglowym udało się z dopełnieniem formalności na czas.

Wicepremier po spotkaniu z zarządami KW i KHW

Po spotkaniu Waldemara Pawlaka z Zarządami spółek Kompani Węglowej i Katowickiego Holdingu Węglowego Wicepremier zapewnił, że odwołanie Prezesów Zarządów obu spółek nie będzie miało wpływu na obecne funkcjonowanie holdingów, oraz nie opóźni realizacji projektów związanych z dofinansowaniem na inwestycje początkowe (400 mln PLN). Wicepremier jest również zdania, że odwołanie nie zaszkodzi aspiracjom prywatyzacyjnym KHW. Odwołanie Prezesów dwóch z trzech największych w Polsce Spółek węglowych nie powinno wpłynąć na zmniejszenie rozmiaru inwestycji górniczych.

Znacząca umowa Tagoru

Spółka zależna grupy poinformowała o podpisaniu umowy dostawy i leasingu 165 sekcji nowej obudowy zmechanizowanej o wartości 43,6 mln PLN netto. Dostawa ma nastąpić do 3 miesięcy od daty zawarcia umowy, a okres leasingu trwać będzie 48 miesięcy. Podpisanie nowego kontraktu, to dobra informacja dla spółki zależnej Tagor, która jeszcze w połowie roku miała poważne problemy z obłożeniem mocy produkcyjnych. Pamiętać należy, że tegoroczne zmniejszenie ilości przetargów na nowe obudowy zmechanizowane zwiększyło konkurencję na krajowym rynku, dlatego rentowność tego typu kontraktów jest ograniczona.

Nowe umowy krajowe we wrześniu

We wrześniu Spółka poinformowała o podpisaniu szeregu umów na dostawę maszyn i urządzeń dla górnictwa na łącznie 67,2 mln PLN netto. Z tego 5,8 mln PLN dotyczy umów związanych z leasingiem kombajnów, 43,6 mln PLN na obudowy zmechanizowane, 16,5 mln PLN produkty Ryfamy oraz 1,3 mln PLN zamówienia Wamag.



Mondi (Trzymaj)

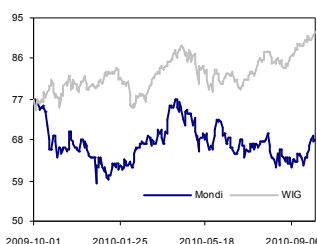
Cena bieżąca: 77 PLN

Cena docelowa: 71,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	2 108,4	54,9%	2 301,2	9,1%	Liczba akcji (mIn)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	431,4	98,0%	522,2	21,0%	MC (cena bieżąca)	3 850,0
marża EBITDA	21,7%	16,0%		20,5%		22,7%		EV (cena bieżąca)	4 499,1
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	260,1	161,1%	350,6	34,8%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	213,5	199,0%	308,0	44,3%		
P/E	27,3	53,9		18,0		12,5		Zmiana ceny: 1m	9,7%
P/CE	15,3	20,3		10,0		8,0		Zmiana ceny: 6m	-8,4%
P/BV	3,6	3,3		2,8		2,6		Zmiana ceny: 12m	-10,4%
EV/EBITDA	13,6	20,8		10,4		8,3		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		5,5		Min (52 tyg.)	58,5



Rosnąca cena papieru przy jednoczesnym wyhamowaniu wzrostu cen makulatury rozszerza marżę operacyjną spółki i zapowiada kolejne dobre kwartały. Korzystna dla spółki sytuacja na rynku papieru powinna utrzymać się jeszcze co najmniej do 1Q2011, nawet przy uwzględnieniu zakładanego przez nas spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej w 2H2010. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji uważamy, że pozytywne trendy są już zdyskontowane przez inwestorów. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Ceny papieru we wrześniu

We wrześniu ceny papieru na rynku europejskim nadal rosły, z perspektywy spółki umocnienie PLN w całości ten efekt zniwelowało. Cena kraftlinera w EUR wzrosła o 4,1%, testlinera o 5,9% a flutingu o 5,3%. Po uwzględnieniu relacji walutowych, ceny w PLN obniżyły się odpowiednio o: 3,7%; 2,1% i 2,7%. W tym czasie cena makulatury wzrosła w EUR o 2,7%, co oznacza w ujęciu złotówkowym spadek o 5%.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w sierpniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w sierpniu 8,5% r/r i 6,7% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 4,1% r/r i 3,6% m/m.

Budownictwo drogowe

Problemy J&P Avax na węźle Sośnica

Wykryto wykorzystanie nie uszlachetnionych pyłów z elektrowni w podbudowie drogi w ramach budowy węzła autostradowego Sośnica. Za realizację kontraktu odpowiedzialna jest firma J&P Avax. Inspektorat ochrony środowiska przyznaje, że kontrola miała miejsce i na firmę została nałożona kara finansowa. Nie uszlachetnione pyły w połączeniu z wodą mogą skutkować pękaniem nawierzchni drogowej.

Budownictwo energetyczne

Ogłoszenie przetargu na blok w Stalowej Woli

Spółka celowa powołana przez PGNiG i Tauron ogłosiła przetarg na zaprojektowanie i budowę bloku parowo-gazowego w Stalowej Woli. Zgłoszenia do udziału w negocjacjach będą przyjmowane do 6 października. Chęć uczestnictwa zadeklarowały Polimex Mostostal, PBG, Energomontaż Południe.

Komunikat Vattenfallu, a nowy blok w Siekierkach

Vattenfall ogłosił nową strategię, zgodnie z którą spółka ma się skupić na działalności w Niemczech, Szwecji i Holandii. Strategia zakłada też redukcję emisji CO₂. Koncern stawia na rozwój w ramach energetyki jądrowej, wykorzystującej biomasę, wiatr i gaz ziemny. Koncern nie wspomina o rozwoju energetyki węglowej, przyznaje jednak, że jego emisyjność (CO₂) jest wyższa, niż konkurentów. Potencjalna sprzedaż aktywów, które nie pasują do nowego kierunku strategicznego Grupy, będzie rozważana. Do Vattenfalla należy m.in. pakiet 18,7% akcji Enei i Elektrociepłowni Warszawskie. Vattenfall rozważał budowę bloków w Opaleniu i Puławach. W II połowie 2010 roku koncern też chciał rozstrzygnąć przetarg na budowę nowego bloku w Siekierkach.

Tylko 3 konsorcja w dalszym etapie walki o blok w Opolu

Zgodnie z doniesieniami prasowymi, tylko trzy konsorcja złożyły oferty techniczne w przetargu na budowę bloku w Opolu. Jest to konsorcjum firm Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa i Rafako; konsorcjum z udziałem PBG, Techint i Ansaldo; konsorcjum Alstoma. Konsorcjum firm SNC i Hitachi nie złożyło oferty technicznej. Oferta techniczna jest kolejnym etapem w przetargu na budowę bloku w Opolu. W listopadzie mają zostać wybrane firmy, które zostaną dopuszczone do złożenia ostatecznej oferty. Prezes Rafako spodziewa się, że przetarg zostanie rozstrzygnięty do końca Q1 2011.

Energomontaż Południe

Nie będzie odwołań ws. Kozienic

Prezes Energomontażu Południe przyznaje się, że nie będzie się odwoływać od decyzji zamawiającego o odrzuceniu oferty na budowę bloku w Kozienicach. Przyczyną odrzucenia oferty były poważne błędy zamawiającego w zakresie udzielonych pełnomocnictw. Błędy wynikają z różnic w prawie polskim i chińskim. Prezes Hołda przyznaje, że kolejnym powodem braku odwołania jest niechęć do wstrzymywania postępowania przetargowego. Spółka zamierza startować w przetargu na budowę bloku w Stalowej Woli, zamierza jednak poszukać konsorcjanta w innym kraju niż Chiny, ze względu na narastające w Polsce nieprzychylnie nastawienie do firm chińskich. Energomontaż w konsorcjum z chińską firmą stara się również o kontrakt na budowę bloku w Elektrowni Jaworzno.

Gastel Żurawie

110 mln PLN przychodów w 2011 roku

Prezes spółki Gastel Żurawie oczekuje, że w całym 2010 roku przychody wyniosą 90-100 mln PLN (H1 2010: 37,8 mln PLN), zaś w roku 2011: 110 mln PLN. Cały rok ma zakończyć się zyskiem netto (H1: 2,3 mln PLN straty). Grupa negocjuje przejęcie PGMB Budopol (spółka w 2010 roku wygeneruje 22-25 mln PLN przychodów).

Mostostal Płock

W tym roku jednak spadek przychodów

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, w tym roku należy oczekiwać spadku przychodów spółki o nie więcej niż 10% r/r. Spadek przychodów związany jest z niskim wypełnieniem portfela zleceń (stan na połowę sierpnia: 83,7%). Prezes nie składa deklaracji jeśli chodzi o rentowność netto. Mostostal kończy wyjaśnianie kwestii formalnych w zakresie rozwoju na rynkach państw arabskich. Mostostal może zacząć się starać o przetargi w tym rejonie w ciągu 2 miesięcy, zaś najwcześniej pierwsze zlecenia mogłyby zostać pozyskane pod koniec bieżącego roku. Nadal nie zapadła decyzja w sprawie sprzedaży udziałów w stoczni Centromost. Problemem tej firmy jest nadal brak zleceń. Mimo to, Centromost liczy na zdobycie kontraktu na budowę statków z pełnym wyposażeniem. Szansę na zdobycie kontraktu prezes Mostostalu ocenia na 50%.

Pol-Aqua

Bardzo słabe wyniki Q2 2010

Wyniki Pol-Aqua w Q2 2010 są bardzo słabe. Przychody wyniosły 414,7 mln PLN, marża brutto na sprzedaży była zaś ujemna i wyniosła -1,3%. Koszty ogólne wyniosły 18,4 mln PLN (Q1 2010: 17,6 mln PLN). Ostatecznie, strata na sprzedaży wyniosła 24,0 mln PLN (marża: -5,8%). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 109,4 mln PLN. Największą pozycją z tej kwoty jest odpis wartości spółki Vectra (aż 84 mln PLN). Ostatecznie, wynik netto w Q2 2010 wyniósł -133,5 mln PLN. Gdyby nie bardzo wysokie pozostałe koszty operacyjne, w tym odpis wartości Vectra, wynik netto wyniósłby około 22,2 mln PLN.

Projprzem

Umowa na 25,5 mln PLN

Spółka zależna Projprzemu, LPBP, podpisała umowę na budowę hali produkcyjnej ze spółką Alumetal. Wartość umowy to 25,5 mln PLN (21,3% zeszłorocznych przychodów).

Restrukturyzacja i szansa na zatrzymanie strat

Projprzem trwale zlikwidował nierentowny zakład produkcji stalowych w Chojnicach. Produkcja odbywa się obecnie jedynie w Sępólnie Krajeńskim. Zlikwidowana fabryka ma zostać sprzedana. Wartość księgowa majątku jest niewielka, więc możliwy jest zysk na transakcji. Spółka restrukturyzuje zatrudnienie, zatrudnionych jest około 450 osób. Projprzem w tym roku ponosi koszty odpraw w wysokości ponad 1 mln PLN. Q3 2010 powinien zakończyć się na minusie, ale już w Q4 2010 spółka powinna wypracować zysk. Segment pomostów przeładunkowych wyrasta na wiodący segment Projprzemu. W tym roku sprzedaż w segmencie może wynieść nawet 70-80 mln PLN. Ta skala działalności pozwoli już wypracować zyski. Spółka liczy też na kolejne zamówienia z segmentu budownictwa przemysłowego. Projprzem pozyskał kilka kontraktów i nie wykluczone, że jeszcze we wrześniu poinformuje o kolejnych. Portfel zleceń na ten i przyszły rok ma obecnie wartość około 50 mln PLN.

Remak

Prezes zapowiada duży kontrakt

Zgodnie z doniesieniami prasowymi, Remak jest blisko podpisania największego w historii kontraktu na rynku Holenderskim. Wartość zlecenia ma wynosić tyle, ile roczne przychody spółki. Prezes przyznaje, że obecnie negocjowane są ostatnie szczegóły kontraktu. Roboty rozłożone są na 2 lata i istotnie wpłynąć mogą na wyniki 2011 roku. Ruszają również prace na kontrakcie w Westfalen, który Remak zdobył w konsorcjum z Polimexem. Z przyczyn technicznych, prace na kontrakcie były wstrzymane. Większość przychodów z kontraktu, w którym udział Remaku to 68 mln PLN, pojawić się powinna w roku 2011. Zarząd oczekuje, że przychody spółki w 2010 roku wyniosą około 150 mln PLN (backlog: 120 mln PLN). W 2011 roku przychody mogą istotnie przekroczyć 200 mln PLN (backlog: 80 mln PLN). Jeśli chodzi o rok 2012, prezes nie wyklucza opóźnień w realizacji programu budowy nowych bloków w Polsce.

ZUE

Wybór oferty za 373,6 mln PLN netto

PKP PLK wybrał ofertę konsorcjum z udziałem ZUE na modernizację linii kolejowej na odcinku Ciechanów – Mława (tzw. LCS Ciechanów, część 2). W skład konsorcjum wchodzi też firma: PRK Kraków (grupa ZUE), KZA oraz Swietelsky Baugesellschaft. Wartość oferty to 373,6 mln PLN.



Budimex (Redukuj)

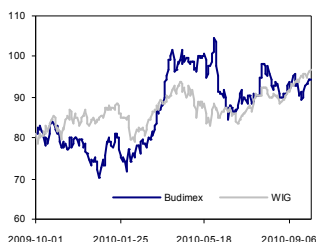
Cena bieżąca: 94,5 PLN

Cena docelowa: 85,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 270,5	29,8%	4 454,6	4,3%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	276,9	24,9%	259,2	-6,4%	MC (cena bieżąca)	2 412,6
marża EBITDA	4,0%	6,7%		6,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	3 901,0
EBIT	107,9	200,5	85,7%	256,7	28,0%	238,5	-7,1%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	205,0	18,0%	198,0	-3,4%		
P/E	25,7	13,9		11,8		12,2		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	20,8	12,4		10,7		11,0		Zmiana ceny: 6m	-4,1%
P/BV								Zmiana ceny: 12m	14,8%
EV/EBITDA	29,1	17,7		14,1		14,2		Max (52 tyg.)	104,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,1



Budimex jest na szczycie - tak pod względem wyników finansowych, jak i optymizmu Zarządu. Już od Q3 2010 czekają nas duże zmiany w strukturze wyniku spółki, gdyż jak szacujemy, w wynikach II półrocza 2010 roku udział starych, wysoko marżowych zleceń, wyniesie jedynie około 14% (Q2 '10:37%). Mimo to, Zarząd liczy, że spółka będzie poprawiać wyniki w kolejnych latach, co ma umożliwić m.in. negacja pewnych ryzyk technicznych i rozwiązywanie rezerw. Z punktu widzenia oceny spółki, uważamy, że zawiązywanie i rozwiązywanie rezerw, mimo technicznych uzasadnień, można nazwać przenoszeniem wyniku w czasie. W naszych prognozach przedstawiamy wyniki nominalne, z uwzględnieniem rozwiązania rezerw, jak i wyniki pro-forma, nie uwzględniające tworzenia i rozwiązywania rezerw na kontrakty. Wg. danych pro forma Budimex miałby rewelacyjne wyniki w roku 2009 i 2010 (327,1 i 265,8 mln PLN zysku netto), ale jednocześnie duży problem z wynikami lat 2011-2012 (89,0 i 121,6 mln PLN zysku netto). Uważamy, że największa liczba rozstrzyganych zleceń drogowych jest już za nami, zaś w perspektywie 2013 roku wydatki GDDKiA będą konwergować do poziomu 15 mld PLN (z rekordowych 28 mld PLN w 2010 roku). Rekordowe wydatki GDDKiA w 2011 roku pociągają za sobą wzrost kosztów budowy, co generuje ryzyka związane z marżami spółek. Na chwilę obecną Budimex jest słabo przygotowany do rozwoju w segmencie kolejowym i energetycznym, które mają zastępować malejące przychody z drogownictwa w latach 2011+. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Najlepszy wynik na tle branży w 2010 roku

Prezes Budimexu liczy, że spółka w 2010 roku wygeneruje najlepszy wynik z wszystkich spółek z branży budowlanej. Portfel zleceń Budimexu zbliża się do 8 mld PLN. Aktualnie przybywa około 400 mln PLN kontraktów na miesiąc, podobnej wielkości kontrakty są też na bieżąco realizowane. W przyszłym roku możliwy jest spadek marży netto, ze względu na mniejszy udział segmentu deweloperskiego w wynikach.

Budimex złoży ofertę nabycia PNI

Budimex złoży ofertę nabycia PNI – wynika z deklaracji prezesa. Budimex ma ostro walczyć o przejęcie spółki. Sprzedaż firmy ruszy pod koniec Q3 2010 lub w Q4 2010. Transakcja może zamknąć się jeszcze w tym roku. W minionym roku PNI miało 600 mln PLN przychodów, 12-13 mln PLN EBIT i 8 mln PLN zysku netto. Prezes uważa, że wycena przedsiębiorstw z tego sektora stanowi zwykle sześć-siedmiokrotność zysku operacyjnego. Pozwalałoby to szacować wartość spółki na 100 mln PLN. Prezes nie sądzi jednak, aby Skarb Państwa był gotów sprzedać spółkę za taką cenę.

Budimex chce wypłacić 70% zysku akcjonariuszom

Budimex z tegorocznego zysku chce wypłacić 70% akcjonariuszom.

300 mln PLN na nowe projekty deweloperskie

Około 300 mln PLN mają wynieść koszty realizacji nowych projektów deweloperskich Budimexu w ciągu najbliższych 18 miesięcy. Budimex Nieruchomości uruchomił trzy nowe inwestycje (Warszawa ul. Bogusławska, Warszawa ul. Inflancka). Niebawem ruszą dwie kolejne. W ramach tych przedsięwzięć powstanie 900 lokali. W II połowie 2010 roku rentowność segmentu deweloperskiego może się obniżyć, gdyż najszybciej sprzedają się najlepsze mieszkania.

Kontrakt za 250,8 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferroviale podpisał umowę z GDDKiA na budowę mostu na Wiśle koło Kwidzyna. Wartość umowy to 250,8 mln PLN (5,8% przychodów prognozowanych na rok 2010). Prace potrwają 27 miesięcy.



Kontrakt za 152,3 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę północnej obwodnicy Jędrzejowa. Wartość kontraktu to 152,3 mln PLN, czyli 3,5% przychodów spółki prognozowanych na rok 2010. Realizacja potrwa 18 miesięcy, z wyłączeniem okresu zimowego.

Najkorzystniejsza oferta za 327,1 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę konsorcjum firm Budimex i Ferroviale na budowę drogi ekspresowej S17 na odcinku Lublin – Piaski. Wartość oferty to 327,1 mln PLN (7,4% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010). Realizacja kontraktu potrwa 30 miesięcy.

Wybór oferty za 102,1 mln PLN

Urząd Miasta w Lublinie wybrał ofertę Budimexu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę drogi dojazdowej do obwodnicy Miasta Lublin. Wartość oferty to 102,1 mln PLN, czyli około 2,4% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010. Realizacja prac potrwa 24 miesiące.

Kontrakt za 64,2 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferroviale podpisał kontrakt na budowę Centrum Zaawansowanych Technologii. Wartość kontraktu to 64,2 mln PLN, czyli około 1,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010. Realizacja kontraktu potrwa do końca 2012 roku.



Centrum Klima (Trzymaj)

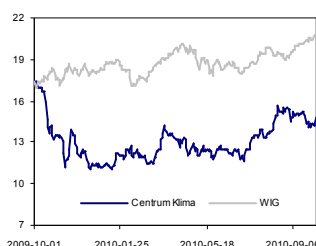
Cena bieżąca: 14,55 PLN

Cena docelowa: 14,65 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	75,4	5,1%	92,8	23,1%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,0	14,2%	15,5	40,2%	MC (cena bieżąca)	123,9
marża EBITDA	14,7%	13,5%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	114,6
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	11,8%	11,6	29,0%	Free float	39,2%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	8,0	18,9%	10,0	25,3%		
P/E	10,5	18,5		15,5		8,0		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	9,3	14,9		12,4		5,8		Zmiana ceny: 6m	17,3%
P/BV	1,9	2,0		1,5		0,9		Zmiana ceny: 12m	-12,7%
EV/EBITDA	7,6	10,3		10,4		4,4		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	3,7	1,3		1,5		1,9		Min (52 tyg.)	11,1



W okresie wakacyjnym w Centrum Klima miała miejsce istotna poprawa wyników sprzedaży, co spółka zawdzięcza w równym stopniu wzrostowi cen, jak i wzrostowi wolumenów sprzedaży. Uważamy, że bardzo dobre wyniki sprzedaży w tych miesiącach mogą pozwalać na rewizję w górę prognoz wyniku operacyjnego i netto w roku 2011. W celu sformułowania bardziej dokładnych prognoz niezbędna jest analiza struktury wolumenów sprzedaży w spółce. Marżowość poszczególnych asortymentów jest zróżnicowana. Kluczowym pytaniem jest to, czy wzrost sprzedaży następuje w zakresie towarów wysoko marżowych (import z krajów dalekiego wschodu), czy nisko marżowych (produkty zachodnich firm). Sądzymy, że w ciągu najbliższych tygodni będziemy w stanie przedstawić zaktualizowane prognozy i rekomendację inwestycyjną. W krótkim terminie dużą szansą dla spółki jest wzrost sprzedaży i wzrost wykorzystania potencjału nowego zakładu w Wieruchowie. Zakład w Wieruchowie jest w stanie generować nawet 180 mln PLN przychodów. W dłuższym horyzoncie czasowym ryzykiem jest spadek marż. Centrum Klima generuje wyjątkowo wysokie marże, zważywszy na to, że głównym profilem działalności spółki jest hurt oraz wytwarzania stosunkowo mało skomplikowanego technicznie asortymentu. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Konflikt ze Skalski Budownictwo

Prezes Centrum Klima informował w prasie o naliczeniu kary firmie Skalski Budownictwo za opóźnienie w oddaniu zakładu w Wieruchowie. Firma Skalski Budownictwo rozważa skierowanie sprawy do sądu. Skalski Budownictwo twierdzi, że użytkowanie hali rozpoczęło się zgodnie z terminem, biurowiec też był gotowy do użytku, ale z niezawinionych przyczyn opóźniło się jego oddanie do użytku. Zdaniem budowlanej spółki, Centrum Klima opóźniła też zwrot 50% kaucji gwarancyjnych o kilka dni. Centrum Klima odpyera zarzuty firmy Skalski Budownictwo, uważa je za nieuzasadnione i jest gotowe wspierać swe stanowisko odpowiednią dokumentacją.



Elektrobudowa (Redukuj)

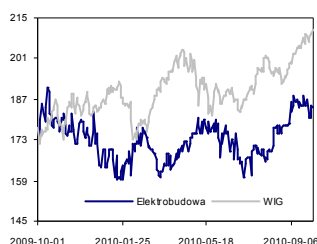
Cena bieżąca: 184 PLN

Cena docelowa: 165,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mIn)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	873,6
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	763,7
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	14,5	16,0		17,8		16,0		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	12,8	13,5		14,4		12,9		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV	3,5	3,0		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m	-0,5%
EV/EBITDA	10,0	9,7		11,9		10,7		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,4	1,7		1,8		2,0		Min (52 tyg.)	159,1



Elektrobudowa nadal jest jedną z najdroższych spółek budowlanych, baza wyników za rok 2009 i H1 2010 jest bardzo wysoka, a ekspozycja na segment energetyczny ograniczona. W perspektywie najbliższych 2 lat trudno mówić o istotnej poprawie wyników i wzroście przychodów. Pierwsze przychody z podwykonawstwa w ramach budowy nowych bloków energetycznych pojawią się najwcześniej pod koniec 2012 roku. Popyt branży przemysłowej na rozdzielnice jest nadal słaby. Bezpośrednia ekspozycja na budowę nowych bloków energetycznych jest w dużej mierze ograniczona do segmentu wytwarzania energii, który generuje około 1/3 przychodów Elektrobudowy. Wyniki Q2 2010 były bardzo dobre, jednak nie różniły się istotnie od roku poprzedniego (wysoka baza). W wynikach Q2 2010 pojawiły się zdarzenia o charakterze raczej nie powtarzalnym, takie jak np. efekt zakupu surowca po wyjątkowo niskiej cenie. Liczymy, że zarząd po wynikach Q3 2010 zweryfikuje prognozę na rok 2010 w górę. Oczekujemy przede wszystkim rewizji prognoz wyniku netto, co jednak znajduje w pełni odzwierciedlenie w tym, że nasza prognoza jest wyższa od założeń zarządu. Nie zakładamy, że w najbliższym czasie Elektrobudowa będzie w stanie zrealizować większe transakcje przejęć. Pod koniec 2010 roku Elektrobudowa będzie miała szansę na zdobycie dużych kontraktów na modernizację w Bełchatowie, należy jednak pamiętać, że realizacja tych zleceń potrwa aż 5 lat. Z uwagi na wysoką wycenę rynkową, podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wywiad z prezesem

Prezes Elektrobudowy spodziewa się przekroczenia w tym roku prognozy przychodów (648,3 mln PLN). Portfel zamówień spółki sięga już 650 mln PLN. Z tego 350 mln PLN przypada na rok przyszły, a pozostała część na ten rok. Wynik netto prawdopodobnie będzie też wyższy, niż prognozuje zarząd (44,4 mln PLN). Decyzja w sprawie podwyższenia prognoz uzależniona jest od rezultatów prowadzonych negocjacji w sprawie nowych kontraktów o wartości kilkudziesięciu mln PLN. Spółka zamierza starać się m.in. o pozyskanie kontraktów na modernizację sześciu bloków w Elektrowni Bełchatów. Elektrobudowa negocjuje też znaczące rozszerzenie kontraktu w Finlandii (prace związane z budową elektrowni jądrowej). Kontrakt ten byłby realizowany w latach 2011-2012 (możliwe, że przeciągnąłby się na rok 2013). Spółka może też pozyskać kontrakt przy budowie metra. Realizacja prac rozpoczęłaby się w roku 2011. Spółka prowadzi też rozmowy w sprawie zakupu sporej firmy z branży elektro-energetycznej. W razie przejęcia, przychody grupy istotnie by wzrosły. Raczej nie ma szansy na sfinalizowanie transakcji jeszcze w tym roku. Prezes nie wyklucza, że w razie pomyślnej finalizacji rozmów, spółka przeprowadziłaby emisję w celu pozyskania środków na przejęcie.



Erbud (Akumuluj)

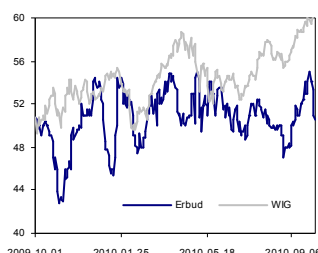
Cena bieżąca: 50,5 PLN

Cena docelowa: 54,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	634,8
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	583,8
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%		
P/E	68,3	15,2		12,4		12,7		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	40,1	12,8		11,0		11,3		Zmiana ceny: 6m	-1,1%
P/BV	3,1	2,7		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	9,2	7,3		8,7		8,2		Max (52 tyg.)	55,0
Dyid (%)	0,0	0,2		1,1		1,2		Min (52 tyg.)	42,7



Erbud we wrześniu podpisał kontrakty o wartości prawie 300 mln PLN. Podpisanie zleceń wpływa na wzrost wielkości portfela zamówień spółki. Na początku września portfel zamówień na rok 2011 wynosił około 550-600 mln PLN, teraz to jest około 800 mln PLN. Prognozujemy, że w 2011 roku Erbud wygeneruje 1,34 mld PLN przychodów, z czego 1,25 mld PLN będzie pochodzić z działalności budowlanej. Pozwala to skalkulować wypełnienie portfela zamówień na rok 2011 na poziomie około 64%. W efekcie, sądzimy, że do realizacji prognozy Erbud nadal potrzebuje podpisać wiele nowych kontraktów, co będzie miało miejsce w kolejnych miesiącach roku. Obecnie można powiedzieć, że spółka przekroczy nasze prognozy w segmencie drogownictwa w 2011 roku. Prognozowane przychody to 113 mln PLN, zaś potencjalny portfel zleceń w segmencie na rok 2011 to około 200 mln PLN. Z drugiej strony, nie można na razie jednoznacznie stwierdzić, czy zakładana przez nas dynamika przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa jest realna (+7%). Odbicie jeśli chodzi o popyt na budownictwo kubaturowe nie jest tak duże, jak sądziliśmy, że może być. Na razie jesteśmy skłonni podtrzymać prognozy w oczekiwaniu na nowe kontrakty. Z uwagi na dyskonto, z jakim Erbud notowany jest w stosunku do branży na wskaźniku P/E, podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Objęcie 50% udziałów w projekcie budowy obiektu komercyjnego w Poznaniu

Budlex, spółka zależna Erbudu, podpisała umowę na realizację obiektu biurowo-handlowego w Poznaniu, którego wartość szacuje na 22,7 mln EUR. Przewidywany termin otwarcia obiektu to Q4 2012. W tym celu Budlex powołał spółkę celową, w której ma 50% udziałów. Drugim udziałowcem jest spółka Cofinance Properties. Obie strony udzielił spółce pożyczek w wysokości 3,5 mln EUR. Ze środków pochodzących z pożyczek udziałowców spółka nabędzie grunt, na którym powstanie obiekt. Umowa zobowiązuje firmę Cofinance Properties do sprzedaży gruntu spółce celowej. Budlex jest też zobowiązany do opcjonalnego dodatkowego finansowania spółki w maksymalnej kwocie 3,19 mln EUR, pod warunkiem uzyskania przez spółkę celową kredytu inwestycyjnego. Obiekt ma mieć powierzchnię najmu w wysokości 9700 m².

Inwestycja deweloperska w Niemczech

Spółka zależna Erbudu, GWI, podpisała umowę o współpracy z firmą BLH. W ramach umowy GWI nabędzie 50% udziałów w spółce celowej, której celem będzie budowa kompleksu mieszkaniowego w Deusseldorfie o powierzchni 4774 PUM. Budowa ma zostać zakończona pod koniec marca 2012 roku. Całkowita wartość inwestycji to 13,1 mln EUR. Po wybudowaniu, mieszkania zostaną wynajęte, a cały obiekt sprzedany do funduszu celowego. GWI w celu sfinansowania inwestycji udzieli pożyczki na kwotę 2,7 mln EUR (w oparciu o kredyt w Deutsche Bank).

Prezes o przejęciach projektów i firm

Prezes Grzeszczak przyznaje, że jeszcze w Q3 2010 Erbud zamierza przejąć dwa projekty komercyjne w Polsce i jeden mieszkaniowy za granicą (Niemcy). Erbud chętnie przejąłby spółkę uzupełniającą Grupę o działalność nie związaną stricte z budownictwem. Chodzi o firmę generującą 100-200 mln PLN przychodów. Przejęcie mogłoby zostać sfinalizowane w ciągu roku – dwóch lat. Jeśli chodzi o wyniki finansowe, celem na najbliższe lata jest co najmniej kilkunastoprocentowy wzrost przychodów r/r przy marżach operacyjnych na poziomie 5-6%.

Juladal Investment zmniejszył zaangażowanie

Firma Juladal Investment, kontrolowana pośrednio przez Członków Zarządu Erbudu, p. Dariusza Grzeszczaka i Józefa Zubelewicza, zmniejszyła zaangażowanie w Erbudzie z 25,9% do 21,9%. Łącznie Juladal sprzedał 500 tys. akcji po 53 PLN za akcję (wartość transakcji: 26,5

mln PLN). W raporcie bieżącym zarząd informuje, że „transakcji dokonano w odpowiedzi na oczekiwanie inwestorów i analityków dotyczące zwiększenia free float Spółki”. Prezes Erbudu poinformował też, że zarząd nie planuje istotnych zmian w poziomie zaangażowania w najbliższych latach.

Inwestycje deweloperskie Budlexu

Budlex, spółka deweloperska Erbudu, chce, aby docelowo, za dwa lata, segment komercyjny odpowiadał za połowę przychodów z działalności deweloperskiej. Prezes Budlexu przyznaje, że celem jest, aby co roku prowadzić dwa-trzy projekty o charakterze komercyjnym, a następnie je sprzedawać. W latach 2012-2013 sprzedaż działalności deweloperskiej powinna się podwoić. Budowa przejętego niedawno projektu obiektu komercyjnego w Poznaniu ma się rozpocząć pod koniec 2011 roku i zakończyć w roku 2013. Spółka pracuje nad kolejnymi dwoma projektami komercyjnymi. Prezes zapowiada utrzymanie działalności w segmencie mieszkaniowym w Bydgoszczy i Toruniu na bieżącym poziomie. W tym roku Budlex rozpoczął budowę 220 lokali, sprzedaż zaś sięgnie około 200 mieszkań. W rynku Bydgoskim i Toruńskim udział Budlexu sięga 15%. Spółka zamierza szukać nowych lokalizacji inwestycji mieszkaniowych. Ceny działek są jednak nadal wysokie. W ostatnim czasie Budlex zakupił nowy grunt w Bydgoszczy, na którym budowa zacznie się w 2011 roku.

Kontrakt na budowę drogi za 45,9 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt z Wojewodą Podkarpackim – Podkarpackim Zarządem Dróg na budowę drogi nr 866 na odcinku Lubaczów – Budomierz. Wartość netto kontraktu to 45,9 mln PLN, czyli 3,8% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010.

Kontrakty za 23,3 mln PLN w siłach własnych

Erbud w konsorcjum z firmą Polwar podpisał umowę na budowę dwupoziomowych skrzyżowań w obszarze LCS Ciechanów. Wartość kontraktu to 59,3 mln PLN netto, z czego na Erbud przypada 23,3 mln PLN (1,9% prognozowanych przychodów na rok 2010). Realizacja kontraktu potrwa 18 miesięcy.

Umowa na budowę szpitala za 49,2 mln PLN

Erbud podpisał umowę na budowę szpitala w Krakowie za 49,2 mln PLN (4,1% prognozowanych przychodów w 2010 roku). Inwestorem jest SPZO Krakowski Szpital Specjalistyczny im. Jana Pawła w Krakowie.

Umowa na budowę części lotniska W-wa/Modlin za 87,9 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt z Mazowieckim Portem Lotniczym Warszawa-Modlin na budowę części lotniczej lotniska Warszawa/Modlin. Wartość umowy to 87,9 mln PLN (7,4% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2010). Termin realizacji prac określono na 18 miesięcy.

Kontrakt mieszkaniowy na 1 etap osiedla Wilno za 23,5 mln PLN

Dom Development podpisał kontrakt z Erbudem na budowę 1 etapu osiedla Wilno w W-wie na Targówku (ulica Klukowska). Realizacja prac ma zakończyć się w styczniu 2012 roku. Wartość kontraktu to 23,5 mln PLN (2,0% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Kontrakt mieszkaniowy za 31,8 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt ze spółką Galeria Park na budowę budynku mieszkalnego przy ul. Cybernetyki w Warszawie. Wartość kontraktu to 31,8 mln PLN (2,7% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2010). Prace zakończą się w marcu 2012 roku.

Kontrakt za 26,4 mln PLN

Erbud podpisał umowę z firmą Ariadne na budowę Galerii Handlowo-Usługowej Centrum w Jeleniej Górze. Wartość umowy to 26,4 mln PLN (2,2% prognozowanych przychodów na rok 2010). Roboty potrwać 12 miesięcy.



Mostostal Warszawa (Trzymaj)

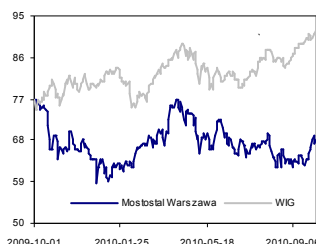
Cena bieżąca: 68 PLN

Cena docelowa: 66,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-16

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 712,1	22,7%	2 585,0	-4,7%	2 789,4	7,9%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	144,6	209,1	44,6%	134,7	-35,6%	132,5	-1,7%	MC (cena bieżąca)	1 360,0
marża EBITDA	6,5%	7,7%		5,2%		4,8%		EV (cena bieżąca)	1 196,6
EBIT	121,9	181,2	48,7%	97,7	-46,1%	94,6	-3,2%	Free float	32,1%
Zysk netto	81,1	117,3	44,6%	79,5	-32,2%	75,3	-5,2%		
P/E	16,8	11,6		17,1		18,1		Zmiana ceny: 1m	9,7%
P/CE	13,1	9,4		11,7		12,0		Zmiana ceny: 6m	-8,4%
P/BV	4,0	2,8		2,5		2,4		Zmiana ceny: 12m	-10,4%
EV/EBITDA	8,1	5,2		8,9		9,0		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,4	0,5		2,1		2,9		Min (52 tyg.)	58,5



Jeśli chodzi o ocenę inwestycyjną Mostostalu, mamy mieszane uczucia. W długim terminie spółka jest atrakcyjna, m.in. ze względu na perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym. Spółka ma zabezpieczoną bazę własnego podwykonawstwa, której na przykład brakuje PBG. Mostostal również działa w bliskiej współpracy z Rafako, a także dysponuje dużymi zasobami gotówkowymi. Niestety, sądzymy, że Mostostal na tle branży jest jedną ze spółek najbardziej narażonych na krótko i średnio terminową erozję wyników finansowych. Obawiamy się jej, gdyż przeważająca większość kontraktów Mostostalu pochodzi z segmentu publicznego, a te były przez spółkę zdobywane w warunkach dużej konkurencji. O małe zlecenia w segmencie budownictwa kubaturowego Mostostal rywalizował z mniejszymi regionalnymi podmiotami o niższych kosztach działalności. Dużym ryzykiem obciążony jest też segment drogowy, w tym ostatnio podpisany kontrakt na rozbudowę drogi S-7. Kolejna oferta w przetargu była aż o 13,8% droższa, 3-a oferta zaś – aż o 20,5%. Koszty w budownictwie drogowym rosną, co naraża spółki na erozję marż w segmencie, a nawet być może straty. Portfel starych zleceń budowlanych praktycznie się już wyczerpał, co może być widoczne w wynikach Q3 2010. Poprawy wyników oczekujemy w 2012, a istotnej kontrybucji dużych kontraktów energetycznych w wynikach – w roku 2013. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Umowa drogowa za 525,9 mln PLN netto

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną podpisał umowę na rozbudowę drogi ekspresowej S-7 na odcinku obwodnicy Kielc. Wartość kontraktu to 525,9 mln PLN netto (24,7% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010). Termin realizacji strony uzgodniły na 18 miesięcy. Występuje duża różnica w cenie pomiędzy ofertą Mostostalu a konkurentów. Kolejną ofertę złożyło konsorcjum Alpine, FCC Construcción i Wako (oferta droższa o 13,8%). Następna oferta, firmy Mota-Engil, jest o 20,5% droższa.

Kontrakt za 36,1 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Remakiem podpisał umowę z Energa Elektrownie Ostrołęka na zaprojektowanie i budowę pozamłynowej instalacji podania biomasy. Wartość umowy to 36,1 mln PLN, czyli 1,4% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010.

Kontrakty za 99,7 mln PLN netto

Mostostal Warszawa podpisał dwa kontrakty budowlane łącznie za 99,7 mln PLN netto (3,9% przychodów spółki prognozowanych w roku 2010). Jeden z kontraktów dotyczy budowy osiedla Przy Ratuszu dla Dom Development (77,0 mln PLN), drugi zaś zaprojektowania i budowy Uniwersyteckiego Centrum Sportowego UMK w Toruniu (22,8 mln PLN). Realizacja obu zleceń potrwa do 2012 roku.



PBG (Sprzedaj)

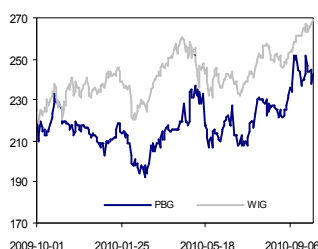
Cena bieżąca: 243 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	270,6	338,7	25,2%	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	MC (cena bieżąca)	3 473,7
marża EBITDA	12,9%	13,1%		10,3%		8,4%		EV (cena bieżąca)	3 808,7
EBIT	223,4	286,5	28,2%	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	214,9	2,0%	221,2	2,9%		
P/E	20,6	16,5		16,2		15,7		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	15,9	13,2		13,1		12,8		Zmiana ceny: 6m	11,0%
P/BV	1,1	2,5		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	10,5%
EV/EBITDA	15,2	12,3		11,2		11,1		Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	0,0	0,0		1,2		1,3		Min (52 tyg.)	192,0



List intencyjny w sprawie sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy i Aprivii oceniamy sceptycznie. Cena sprzedaży akcji Hydrobudowy jest naszym zdaniem uczciwa i uwzględnia koszt pieniądza w czasie oraz premię za kontrolę. Zwracamy uwagę na: niską cenę sprzedaży Aprivii (2 mld PLN backlogu warte 150 mln PLN), duży spadek skonsolidowanego portfela zleceń (z 6,1 mld PLN do 3,9 mld PLN), spadek wielkości kadry kontrolowanej przez PBG o około połowę, utratę kontroli nad kompetencjami budowlanymi i ekologicznymi, istotnymi również w segmencie energetyki. Sądzymy, że ryzykiem są także relatywnie drogie transakcje przejęć w segmencie energetyki. Uważamy, że czas na niedrogie przejęcia w segmencie już minął. Perspektywy PPP oceniamy neutralnie (duża konkurencja, niepewność odnośnie skali rynku, ryzyko polityczne). PBG jest naszym zdaniem bardzo drogie na tle branży, zaś wycena nadal przewiduje utrzymanie w przyszłości nadzwyczajnie wysokich marż. Uważamy, że szanse związane z rozwojem w segmencie energetycznym są w przypadku PBG przeszacowane. Transakcja sprzedaży pakietów akcji Hydrobudowy i Aprivii wpłynie na istotne pogorszenie wskaźników P/E i głównie EV/EBITDA. Z uwagi na wzrost wyceny, obniżamy rekomendację do sprzedaj.

List intencyjny ws. sprzedaży akcji Hydrobudowy i Aprivii

PBG podpisało porozumienie z firmą Obrascón Huarte Lain w sprawie nawiązania współpracy w ramach usług budowlanych i operatorskich w Polsce i za granicą. Strony uzgodniły, że po zakończeniu negocjacji i due diligence, inwestor nabędzie 51% walorów spółki Hydrobudowa Polska za 431 mln PLN (4,01 PLN na akcję) oraz 50,1% spółki Aprivia za 75 mln PLN. PBG zadeklarowało, że po zakończeniu transakcji posiadać będzie nie mniej niż 12% akcji Hydrobudowy i 49,9% akcji Aprivii, z możliwością zwiększenia udziału w Hydrobudowie w przyszłości.

Możliwe implikacje sprzedaży dla prognoz wyników PBG i wyceny

W wyniku transakcji udział PBG w Hydrobudowie spadnie poniżej progu pozwalającego na proporcjonalną konsolidację wyników spółki. W efekcie, rezultaty będą pojawiać się w rachunku zysków i strat jedynie w pozycji zyski/straty jednostek powiązanych. Aprivia będzie konsolidowana metodą proporcjonalną. Nasze prognozy zakładały w 2011 roku: 3,9 mld PLN przychodów Grupy PBG, 1,8 mld PLN przychodów Hydrobudowy Polska i 1,1 mld PLN przychodów Aprivii (zakładaliśmy, że cały backlog drogowy będzie realizowany przez Aprivię, co nie koniecznie musi być prawdą).

Autostrada za 800 mln EUR?

Przedstawiciel PBG przyznaje, że być może za dwa miesiące będzie można powiedzieć więcej o pierwszych dwóch projektach operatorskich, którego może zrealizować PBG. Jeden, polski, ma dotyczyć sieci wodno-kanalizacyjnej. Drugi, o wartości 800 mln EUR – budowy autostrady za wschodnią granicą.

Kontrakty za 120 mln PLN

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z KWG i Hydrobudowa 9 podpisała kontrakt na budowę infrastruktury wodociągowej i kanalizacyjnej w Dąbrowie Górniczej. Wartość kontraktu to 73 mln PLN netto (6,9% prognozowanych przychodów na rok 2010, 2,2% przychodów PBG w 2010 roku). Konsorcjum firm Hydrobudowa Polska, Atrem i Dimark podpisało też umowę na systemy do kontroli bezpieczeństwa pasażerów i bagażu w Porcie Lotniczym w Gdańsku. Wartość umowy to 47,8 mln PLN, zaś udział Hydrobudowy w tej kwocie to 47,5% (22,7 mln PLN, czyli 1,3% możliwych przychodów Hydrobudowy w 2010 roku i 0,7% przychodów PBG w 2010 roku).



Polimex Mostostal (Trzymaj)

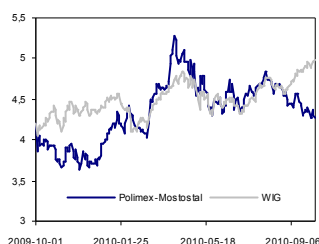
Cena bieżąca: 4,27 PLN

Cena docelowa: 4,23 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 504,9	-6,9%	4 760,7	5,7%	Liczba akcji (mIn)	477,7
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	294,9	-14,2%	286,0	-3,0%	MC (cena bieżąca)	2 039,9
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,5%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 579,0
EBIT	228,1	264,9	16,1%	193,5	-27,0%	184,7	-4,6%	Free float	64,9%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	142,1	-9,1%	140,5	-1,1%		
P/E	16,5	12,7		14,4		15,8		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	10,4	8,4		8,4		9,2		Zmiana ceny: 6m	-14,1%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	5,4%
EV/EBITDA	8,5	7,1		8,7		9,2		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,2	0,2		0,9		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



W wyniku konsolidacji spółek zależnych w Q1 2011, Polimex stanie się największym podwykonawcą w segmencie energetycznym w kraju. Dążeniem zarządu jest, aby do obecnego podwykonawstwa dodać generalne wykonawstwo. Plany te wydają się być realne, z uwagi na bliską współpracę z Hitachi, jedynym ograniczeniem dla Polimexu są ograniczone zasoby gotówki netto. Uważamy, że w latach 2013+, w związku z realizacją inwestycji energetyki, wyniki Polimexu mogą istotnie się poprawiać. Problemem pozostają wyniki 2010 i 2011 roku. W 2010 roku słabe wyniki generują mniejsze spółki, z segmentu energetyki, chemii i produkcji. Zaskoczeniem negatywnym mogą być już wyniki Q3 2010. Całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 142 mln PLN pozostaje naszym zdaniem obciążona ryzykiem. W 2011 roku problemem Polimexu mogą stać się duże kontrakty drogowe. W 2011 roku oczekujemy również spadku marż w budownictwie, wraz z wejściem w życie nowych kontraktów budowlanych. Podsumowując, uważamy, że Polimex jest atrakcyjny, ale jedynie w długim terminie. Krótki termin, zważywszy na możliwe pogorszenie wyników, jest obciążony znacznym ryzykiem. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Q3 2010 będzie lepszy niż Q2 2010

Prezes Polimexu deklaruje, że wynik netto dla akcjonariuszy większościowych Polimexu w Q3 2010 będzie lepszy niż w Q2 2010.

Kontrakt na odcinek A4 za 2,2 mld PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Polimex-Mostostal zawarło umowę na wykonanie odcinka autostrady A4 Rzeszów – Jarosław. Wartość brutto kontraktu, to 2,2 mld PLN, zaś udział Spółki w konsorcjum to 51%.

Kontrakt za 128,4 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał umowę z firmą Gdańskie Inwestycje Komunalne Euro 2012 na budowę Europejskiego Centrum Solidarności. Wartość kontraktu to 128,4 mln PLN, czyli 2,9% prognozowanych przychodów spółki w 2010 roku. Realizacja kontraktu zakończy się 26 września 2013 roku.

Najkorzystniejsza oferta za 44,5 mln PLN

Konsorcjum Polimex Mostostal złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę Biblioteki Raczyńskich w Poznaniu. Wartość oferty to 44,5 mln PLN, czyli około 1% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010.

Kontrakt na budowę stadionu w Gliwicach za 44,3 mln PLN

Polimex Mostostal w konsorcjum z ADT Fire and Security podpisał kontrakt z Urzędem Miasta Gliwice na budowę stadionu w Gliwicach. Wartość kontraktu to 44,3 mln PLN, czyli około 1% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010. Prace zakończą się w grudniu 2012 roku.

Kontrakt za 41,8 mln PLN

Polimex Mostostal podpisał umowę z Gminą Miasto Puławy na budowę Puławskiego Parku Naukowo-Technologicznego. Wartość umowy to 41,8 mln PLN, czyli 0,9% prognozowanych przychodów Polimexu w 2010 roku.



Rafako (Akumuluj)

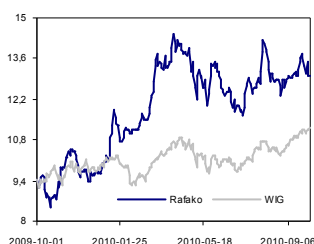
Cena bieżąca: 13 PLN

Cena docelowa: 13,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	904,8
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	657,4
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%		
P/E		24,0		17,6		15,0		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	64,6	17,6		13,8		12,1		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	2,7	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	37,6%
EV/EBITDA	8,7	9,9		9,7		7,6		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,5



Rafako pozostaje spółką z największą ekspozycją na rozwój w segmencie energetycznym spośród analizowanych przez nas podmiotów. 1 mld PLN dodatkowych przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych znaczy dla Rafako znacznie więcej, niż dla spółek takich jak Polimex, czy Mostostal Warszawa. Pierwszym dużym kontraktem na budowę bloku energetycznego będzie kontrakt w Opolu (rozstrzygnięcie: Q1/Q2 2011). Rafako pozostaje jedną z najbardziej obrezerwowanych spółek w branży. Duży poziom utworzonych rezerw zapewnia spółce duży margines bezpieczeństwa, jeśli chodzi o prezentowanie wyników finansowych. Dużą niepewnością obarczona jest potencjalna akwizycja PAK i kopalni. Ryzykiem jest głównie możliwość, że nakłady na nabycie aktywów będą duże i ograniczą w ten sposób możliwość rozwoju Rafako w ramach generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Inwestycja przy wycenie pakietu na poziomie 1 mld PLN broni się finansowo (dla obejmowanego pakietu udziałów EV/EBITDA 2008 ~ 5,5). Obecnie szansa na finalizację transakcji oceniamy na zdecydowanie ponad 50%. Równocześnie sądzimy, że jest ponad 50% szans na to, że ekspozycja gotówkowa Rafako w transakcji będzie niższa, niż 100 mln PLN. Taka kwota wydatków nie ograniczyłaby możliwości rozwoju Rafako. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rozmowy o PAK jedynie z Rafako

Wiceminister skarbu poinformował, że resort prowadzi negocjacje w sprawie sprzedaży udziałów w PAK i dwóch kopalniach jedynie z Rafako. Wiceminister powiedział, że inwestor musiałby wydać na zakup aktywów 1-2 mld PLN. Potencjalny inwestor będzie musiał porozumieć się z Elektrimem, zanim podpisze umowę.



Trakcja Polska (Trzymaj)

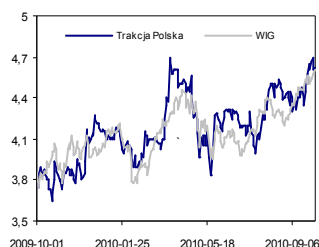
Cena bieżąca: 4,62 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	698,5	-1,9%	949,6	36,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	62,6	14,2%	MC (cena bieżąca)	739,7
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		6,6%		EV (cena bieżąca)	540,1
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	51,9	17,0%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,8%		
P/E	13,5	10,3		17,7		18,4		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	11,8	9,1		14,1		14,5		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	2,4	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	18,8%
EV/EBITDA	6,9	6,9		9,9		8,2		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	2,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,7



W „wakacyjnej” fali przetargów Trakcja Polska złożyła pierwotnie najniższe oferty cenowe w trzech przetargach typu projektuj i buduj (D&B) na kwotę 1,0 mld PLN. Obecnie, na skutek protestu i decyzji KIO, spółka ma dodatkowo szansę na pozyskanie zlecenia na 0,6 mld PLN (E30, Podlężę - Bochnia). Trakcji nadal brakuje typowych zleceń budowlanych, co powoduje, że portfel zleceń na najbliższy rok charakteryzuje się niskim wypełnieniem. Sytuacja może się zmienić, gdyby Trakcji udało się pozyskać jeden z dużych kontraktów budowlanych czekających na rozstrzygnięcie (LCS Malbork, LCS Iława). W przypadku pozyskania jednego z kontraktów, poprawa wyników Trakcji będzie miała miejsce od Q2 2011. W przeciwnym przypadku – wyniki poprawią się najwcześniej w Q4 2011. Przetargi projektuj i buduj charakteryzują się tym, że rozpoczęcie prac będzie mogło mieć miejsce najwcześniej dopiero we wrześniu 2011 roku. Realizację robót budowlanych muszą poprzedzić prace projektowe i wykupy gruntów. Pomimo znacznego przekroczenia (o prawie 10%) ceny docelowej, uważamy, że „stracony rok” jest już w cenie. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację prognoz. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Szansa na realizację kontraktu na E30 Podlężę - Bochnia

Krajowa Izba odwoławcza na korzyść Trakcji Polskiej rozstrzygnęła protest spółki w sprawie wyboru oferty konsorcjum firm Torpol, Feroco, ZRK Dom i Intercor jako najkorzystniejszej. Wartość oferty to 516,3 mln PLN netto. Druga w kolejności była oferta Trakcji Polskiej i PNUiK. Wartość oferty to 588,7 mln PLN. Kolejna oferta jest o jedynie 0,7% droższa. Konsorcjum firm Torpol, Feroco, ... obecnie pozostaje już jedynie droga sądowa.

Kontrakt za 40,2 mln PLN

Konsorcjum firm z udziałem PRKiL (spółka zależna Trakcji), Jan Paruch i KZN Biezanów podpisało umowę z PKP PLK na modernizację w obrębie stacji Wrocław Główny. Wartość umowy to 40,2 mln PLN, czyli około 8% możliwych do wygenerowania w tym roku przez Trakcję przychodów (500 mln PLN).



Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

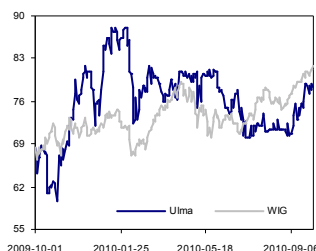
Cena bieżąca: 78,2 PLN

Cena docelowa: 85,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-22

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	213,5	21,7%	256,0	19,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	107,3	48,9%	128,8	20,1%	MC (cena bieżąca)	411,0
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,2%		50,3%		EV (cena bieżąca)	575,5
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	27,5	593,4%	52,8	92,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	25,9	-5,5		10,7		33,3	212,9%		
P/E	15,9			38,6		12,3		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	4,7	6,6		4,5		3,8		Zmiana ceny: 6m	-2,8%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	17,2%
EV/EBITDA	5,7	8,7		5,4		4,2		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	59,7



Wyniki Q2 2010 okazały się gorsze, niż zakładaliśmy, nie napawa nas to jednak obawą. Poprawa wyników Ulmy następuje po prostu wolniej, niż zakładaliśmy. Obecnie w wynikach finansowych dominują zlecenia podpisane w trudnym 2009 roku. W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, który będzie miał miejsce w roku kolejnym, spółka notuje znacząco zwiększony popyt na szalunki ze strony generalnych wykonawców. Ceny szalunków infrastrukturalnych od początku roku wzrosły o 50%, zaś szalunków stropowych, wykorzystywanych również przy budowie wiaduktów, o 100% (niska baza). Obecnie firmy drogowe, widząc wzrost kosztów budowy dróg, starają się jak najszybciej zakontraktować dzierżawę sprzętu na przyszłe budowy. Przekłada się to na dodatkowy wzrost presji cenowej, który częściowo hamuje jedynie dążenie konkurencyjnej firmy Doka do zwiększenia udziału w rynku infrastruktury. Pozycja rynkowa Ulmy i dotychczasowego lidera, czyli Peri, jest już w zasadzie równorzędna. Doka nie dysponuje zapleczem logistycznym zbliżonym do dwóch liderów rynku. Uważamy, że Ulma nadal jest tania. W oczy rzuca się głównie wskaźnik EV/EBITDA. Niskie EV/EBITDA wynika z profilu działalności firmy (dzierżawa majątku). Zwracamy uwagę, że rachunek zysków i strat ma charakter umowny. Ulma amortyzuje szalunki 7-8 lat, konkurencja 10-12 lat, zaś majątek faktycznie wykorzystywany jest lat 14-15 (uwzględniając remonty księgowane w koszty bieżące działalności). Podtrzymujemy opinię, że nawet biorąc pod uwagę wysoką amortyzację, ponad 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Sytuacja ulega poprawie

Prezes Ulmy przyznaje, że zamówienia firm infrastrukturalnych w porównaniu z rokiem ubiegłym wzrosły co najmniej dwukrotnie, a do końca roku spółka planuje podpisać kolejne kontrakty. W Q4 2010 ruszy wiele projektów infrastrukturalnych. Szczyt ich realizacji przypadając będzie w drugiej połowie 2011 roku i wtedy moce firmy będą w pełni wykorzystane.



Unibep (Akumuluj)

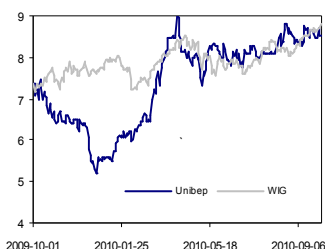
Cena bieżąca: 8,5 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	680,2	73,2%	734,6	8,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	31,4	-6,1%	33,0	5,3%	29,7	-10,1%	MC (cena bieżąca)	288,4
marża EBITDA	6,6%	8,0%		4,9%		4,0%		EV (cena bieżąca)	321,4
EBIT	31,8	26,6	-16,1%	28,0	5,1%	24,6	-12,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	22,6	26,8%	20,0	-11,4%		
P/E	10,4	16,2		12,8		14,4		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	9,8	12,8		10,4		11,5		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	2,8	2,6		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	6,9	9,3		9,7		10,5		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	0,0	1,2		0,0		0,7		Min (52 tyg.)	5,2



Sytuacja fundamentalna Unibepu nie ulega istotnym zmianom. Koszty budowy w budownictwie kubaturowym nie rosną, co związane jest z umiarkowanym popytem oraz dużą podażą materiałów budowlanych i usług podwykonawczych. Uważamy, że marże realizowane na podpisanych w 2009 i 2010 roku kontraktach kubaturowych nie będą rewelacyjne (ok. 5-6% brutto na sprzedaży), nie są jednak jednocześnie obciążone dużym ryzykiem. Preferujemy spółki z portfelem zamówień zbudowanych z wielu powtarzalnych zleceń kubaturowych, niż kilku dużych kontraktów drogowych. Nadal największą szansą dla Unibepu pozostaje rok 2012, kiedy powinny poprawić się wyniki generalnego wykonawstwa i dodatkowo pojawią się wyniki ze sprzedaży mieszkań w nowym projekcie deweloperskich. W krótkim terminie zaskoczenia pozytywne mogą nadejść z rynków eksportowych. Zwracamy uwagę na kontrakt w Petersburgu oraz wybór oferty w Mińsku. Uważamy, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że kontrakt w Petersburgu będzie realizowany w pełnym wymiarze (65,9 mln EUR), nie zaś jedynie w części warunkowej (10 mln EUR). Kontrakt uwzględniliśmy w prognozach z prawdopodobieństwem = 50%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wybór oferty za 40,5 mln EUR

Miejskie Państwowe Przedsiębiorstwo z siedzibą w Mińsku na Białorusi wybrało ofertę Unibepu na budowę hotelu w Mińsku. Powierzchnia całkowita obiektu ma liczyć 40 tys. m². Wartość umowy to 40,5 mln EUR (około 24% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2010). Realizacja rozpocznie się w maju 2011 roku i potrwa do grudnia roku 2013. Do rozpoczęcia inwestycji konieczne jest podpisanie umowy z inwestorem oraz pozyskanie przez inwestora finansowania KUKE (wstępna oferta banku na finansowanie 85% wartości inwestycji była elementem oferty).

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Sprzedaż mieszkań w okresie wakacyjnym

Wyniki sprzedaży deweloperów w okresie wakacyjnym były lepsze, niż w roku ubiegłym. Tak było na przykład w Dom Development, który jednak nie chce podawać konkretnych liczb. J.W. Construction w okresie czerwiec – sierpień sprzedał około 300 mieszkań (w roku ubiegłym: 196), Robyg 100 (w roku ubiegłym: 90), Atal 101 (w roku ubiegłym: 88), Dolcan 104 (w roku ubiegłym: 73).

Zmiany limitów w programie Rodzina na Swoim

Wzrosły limity cen w programie Rodzina na Swoim. Największy i bezprecedensowy wzrost miał miejsce w Warszawie (z 8013,9 PLN/m² do 9080,4 PLN/m², czyli o 13,3%). W Krakowie wzrost wyniósł 0,4%, w Poznaniu 2%, w Gdańsku 0%, w Łodzi 3,5%, w Szczecinie 0,5%, w Lublinie 3,9%, w Kielcach 3,1%, w Olsztynie 4,4%. W Białymstoku limit cen spadł o 3,1%.

Echo Investment

Umowa sprzedaży Athina Park

Echo poinformowało o zawarciu umowy ze spółką Pridehold w sprawie sprzedaży biurowca Athina Park. Powierzchnia biurowca to 11 870 m². Cena sprzedaży wyniosła 32,1 mln EUR, czyli 126,3 mln PLN. Wartość księgowa biurowca to 60,1 mln PLN.

Gant Development

Gant podtrzymuje plan sprzedaży 994 mieszkań, obniża prognozy

Od początku roku Gant sprzedał 564 mieszkania netto, zaś w całym roku planuje sprzedaż 994 lokali. Spółka obniżyła prognozy zarządu. O obniżce prognoz zdecydowało opóźnienie rozpoczęcia inwestycji mieszkaniowych oraz odsunięcie w czasie startu inwestycji komercyjnych. Spółka tłumaczy się, że opóźnienie startu inwestycji komercyjnych wynika z tego, że rynek komercyjny prezentuje się gorzej, niż mieszkaniowy. W tym roku Gant zamierza ruszyć z dwoma projektami we Wrocławiu, projektem w Polanicy Zdroju oraz w Żernikach. Spółka negocjuje również działkę w lewobrzeżnej Warszawie na 360 mieszkań. Spółkę interesuje też Wrocław i Gdańsk.



Dom Development (Akumuluj)

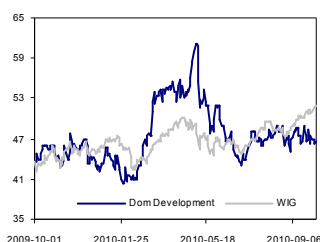
Cena bieżąca: 46,7 PLN

Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	1 147,0
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 401,0
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,8	-66,6%	83,9	213,4%		
P/E	8,4	14,3		42,8		13,7		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	8,2	13,9		39,9		13,4		Zmiana ceny: 6m	-16,1%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	8,4	12,6		31,2		11,0		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	4,4	1,7		0,6		1,8		Min (52 tyg.)	40,3



Nowe projekty, których budowa rozpoczęła się jesienią 2009 roku i w 2010 roku, pojawiają się w wynikach spółki dopiero w połowie 2011 roku. Inwestycje uruchamiane obecnie wpłyną dopiero na wyniki roku 2012. Wyniki 2011 i 2012 roku są naszym zdaniem najistotniejsze, z punktu widzenia oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Wolumen uruchamianych nowych inwestycji jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, podobnie, jak zakupy nowych gruntów. Nie widzimy ryzyk dla naszych prognoz przychodów. Spółka nadal notowana jest z premią do wartości księgowej i z jednocyfrowym P/E 2012. Podtrzymujemy opinię, że uruchomienie nowych projektów powinno pozwolić zwiększyć Dom Development wyniki sprzedaży mieszkań do około 450 sprzedanych lokali w Q4 2010. Liczymy na uruchomienie inwestycji we Wrocławiu i 2000 sprzedanych mieszkań w roku 2011. Nie wykluczamy rewizji prognoz marż spółki w górę. Założony w prognozach scenariusz istotnego wzrostu kosztów budowy w II połowie 2010 roku nie materializuje się. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rozpoczęcie kolejnego etapu osiedla Regaty

Dom Development rozpoczął budowę i sprzedaż mieszkań w V etapie inwestycji Miasteczko Regaty na Białolecie. Powstanie tam 180 mieszkań w cenie od 5,38 do 5,86 tys. PLN/m². Oddanie do użytku lokali ma nastąpić w Q2 2012.

Kontrakt mieszkaniowy na 1 etap osiedla Wilno za 23,5 mln PLN

Dom Development podpisał kontrakt z Erbudem na budowę 1 etapu osiedla Wilno w W-wie na Targówku (ulica Klukowska). Realizacja prac ma zakończyć się w styczniu 2012 roku. Wartość kontraktu to 23,5 mln PLN (2,0% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Rozpoczęcie projektu Osiedle Przy Ratuszu

Dom Development wprowadził do sprzedaży nową inwestycję o nazwie Osiedle przy Ratuszu. Inwestycja zlokalizowana jest na Bemowie i liczy 465 lokali. Blisko 80% mieszkań w inwestycji to lokale jedno-trzypokojowe o powierzchni 29 – 62 m². Ceny mieszkań mają wahać się od 6,3 tys. PLN/m² do 8,8 tys. PLN/m².



GTC (Akumuluj)

Cena bieżąca: 22,15 PLN Cena docelowa: 23,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn EUR)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	114,5	156,4	36,5%	193,0	23,4%	188,2	-2,5%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%	MC (cena bieżąca)	4 859,1
marża EBITDA	248,2%	-77,8%		141,9%		166,2%		EV (cena bieżąca)	9 875,1
EBIT	283,9	-122,1		273,6		312,3	14,2%	Free float	43,4%
Zysk netto	165,2	-125,2		184,3		175,3	-4,9%		
P/E	7,4			6,7		7,0		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	7,4			6,6		7,0		Zmiana ceny: 6m	-10,5%
P/BV	1,1	1,3		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	-9,6%
EV/EBITDA	7,3			9,1		8,4		Max (52 tyg.)	27,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,3



Przez ostatnie 2 miesiące akcje GTC zachowywały się znacznie gorzej, niż szeroki indeks WIG20. Sądzymy, że rynek mógł zdyskontować niższe niż oczekiwane dodatnie wyceny nieruchomości na koniec 2010 roku i opóźnienia w realizacji nowych inwestycji. Obecnie, akcje GTC są naszym zdaniem atrakcyjne. Stopy kapitalizacji nieruchomości komercyjnych pozostają stosunkowo wysokie w relacji do niskich stóp rentowności obligacji (bund yield = 2,3%, obligacje polskie 10-letnie: 5,5%, stopa kapitalizacji nieruchomości komercyjnych w Polsce = 7-9%). Jedyną kwestią czasu pozostaje naszym zdaniem spadek stóp kapitalizacji nieruchomości komercyjnych. Zwracamy uwagę, że GTC posiada dużą ekspozycję na rynki charakteryzujące się bardzo wysokimi yieldami, np. Rumunia. Ekspozycji tej nie posiada Echo Investment. Stosunkowo mniej optymistycznie oceniamy perspektywy nowych inwestycji. Nadal popyt na nową powierzchnię biurową pozostaje niski. Liczba projektów z pozwoleniem na budowę jest spora. Ogranicza to możliwości rozpoczynania nowych inwestycji. Na szczęście dla GTC, deweloperzy nie decydują się na rozpoczęcie nowych projektów przy założeniu niskich czynszów wynajmu (13-14 EUR/m2). Lepiej sytuacja prezentuje się w segmencie komercyjnym, tu jednak trudno o uogólnienia, gdyż o powodzeniu projektu decyduje konkretna lokalizacja. Generalnie, dużą zaletą projektów GTC w przygotowaniu jest dywersyfikacja (różne kraje, lokalizacje, rynki). Z uwagi na spadek wyceny akcji GTC, podnosimy rekomendację inwestycyjną do akumuluj.

Optymistycznie o roku 2011

Szef Rady Nadzorczej GTC, p. Eli Alroy, spodziewa się wzrostu rynku w 2011 roku. Stopy kapitalizacji spadną, a czynsze wzrosną. Stopy kapitalizacji mają spaść o 50-75 pb, a czynsze wzrosną o 15-20% - dodaje Członek Zarządu. Spadek stóp kapitalizacji o 50 pb wygenerowałby wzrost wyceny nieruchomości o 116 mln EUR przy niezmiennych czynszach. Spółka chce być o krok do przodu przed konkurencją, dlatego rozpoczyna nowe budowy. Konkurencja na rynku spada, gdyż banki pożyczają pieniądze jedynie najpewniejszym deweloperom.

Ambitne plany inwestycyjne na lata 2010-2012

Do końca roku 2010 powierzchnia najmu inwestycji spółki wyniesie 530 tys. m2. Na koniec 2012 roku ma to być 872 tys. m2. W 2011 roku do użytku GTC zamierza oddać projekty o powierzchni 129 tys. m2. Będą to: Okęcie Business Park b.3 (9100 m2), Platinum Business Park 5 (12,2 tys. m2), budynek Pascal w Krakowie (5,3 tys. m2), University BP bud. 2 w Łodzi (18,4 tys. m2), Harfa Office Park A1 w Pradze (21,3 tys. m2), Galleria Burgas (36,5 tys. m2), Avenue Mall Osijek (27 tys. m2), Galeria Arad (21 tys. m2). W 2012 roku GTC pragnie oddać do użytku obiekty o powierzchni 213 tys. m2. Będą to: Platinum BP bud. 6 (11 tys. m2), Karkonoska Office Park 1 we Wrocławiu (11 tys. m2), Wilson Office Park w Poznaniu (12,5 tys. m2), Mikołowska Office Park w Katowicach (13,5 tys. m2), Prague Marina Office Park (14,8 tys. m2), Spiral 2 w Budapeszcie (21,2 tys. m2), Galeria Varna (24 tys. m2), Center Point w Zagrzebiu (15 tys. m2), Galleria Galati (20,4 tys. m2), Galeria Ada w Belgradzie (26,2 tys. m2), GTC Square 2 w Belgradzie (21,1 tys. m2), Park Bratislava (13,4 tys. m2) oraz kolejny budynek biurowy w Bukareszcie (31,3 tys. m2). GTC nie wyklucza zakupu nowych gruntów, nie wyklucza też sprzedaży jednej nieruchomości w 2011 roku. W 2011 roku spółka planuje kupić 5 nowych działek. GTC kontynuuje działalność na rynku mieszkaniowym, obecnie ma w budowie 70 tys. PUM.

Sprzedaż biurowców za 78,9 mln EUR

GTC sfinalizował umowy sprzedaży biurowców Topaz i Nefryt za 78,9 mln EUR. Sprzedaż przyniesie 21 mln EUR wolnej gotówki.



J.W. Construction (Trzymaj)

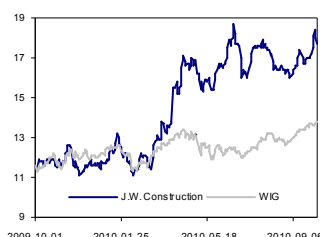
Cena bieżąca: 17,7 PLN

Cena docelowa: 16,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	804,5	12,8%	443,9	-44,8%	Liczba akcji (mIn)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	243,4	59,2%	207,6	-14,7%	MC (cena bieżąca)	957,1
marża EBITDA	22,0%	21,4%		30,3%		46,8%		EV (cena bieżąca)	1 400,1
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	224,8	61,9%	188,9	-15,9%	Free float	26,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	164,2	63,5%	142,5	-13,2%		
P/E	9,5	9,5		5,8		6,7		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/CE	8,1	8,4		5,2		5,9		Zmiana ceny: 6m	13,1%
P/BV	3,0	2,3		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	48,7%
EV/EBITDA	10,1	10,0		5,8		7,9		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,1



J.W. w H2 2010 i w 2011 roku zaprezentuje rekordowo wysokie wyniki finansowe, co związane jest z bardzo dużą liczbą mieszkań pozostających do przekazania (3229 mieszkań na koniec H1 2010). Skala oddań lokali, możliwa do realizacji w najbliższych 4 kwartałach, nie jest powtarzalna. W efekcie, w przeciwieństwie do Dom Development, wyniki J.W. w 2012 roku będą gorsze, niż w roku 2010, czy 2011. Nadal opóźnia się rozpoczęcie nowych inwestycji. Opóźnienia w realizacji nowych projektów mogą skutkować koniecznością obniżenia prognoz finansowych (m.in. ujęta w prognozach inwestycja Lazurów Ustronie). Strategia J.W. w coraz większym stopniu skłania się ku inwestycjom w obiekty komercyjne. Uważamy, że cel ten może wpływać na spadek skali przyszłej działalności w segmencie mieszkaniowym, co z kolei negatywnie wpływałoby na prognozy wyników spółki i jej wycenę. Podsumowując, podtrzymujemy opinię, że bardzo dobre wyniki finansowe uwzględnione są już w wysokim P/BV. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

107 sprzedanych lokali w sierpniu

J.W. Construction sprzedał 107 lokali w sierpniu brutto.

Plany strategiczne właściciela

J.W. Construction zamierza organicznie rozwijać się w segmencie budownictwa drogowego. Spółkę interesuje również segment komercyjny. P. Wojciechowski pragnie, aby w ciągu 5-7 lat stanowił on połowę przychodów spółki. J.W. raczej nie pozbywałoby się gotowych inwestycji – celem byłoby, aby przynosiły Grupie stałe dochody. P. Wojciechowski chce także, aby w ciągu kilku lat połowa przychodów z działalności mieszkaniowej pochodziła z innych miast poza Warszawą. Spółka negocjuje obecnie m.in. zakup nieruchomości na Woli w Warszawie. Jeśli dojdzie do porozumienia, może być konieczna emisja obligacji. Spółka nie zaangażuje się w projekt budowy kompleksu we Wrocławiu. W Q1 2011 mają ruszyć prace nad budową budynku hotelowo-biurowego przy ul. Pileckiego w W-wie i biurowca w Szczecinie.

J.W. dopuszczone do due diligence Intraco

J.W. Construction zostało dopuszczone razem z 6 innymi konsorcjami, do due diligence Intraco.

Roszczenia w stosunku do gruntu pod Osiedlem Bursztynowym

Prasa poinformowała, że klienci zainteresowani nabyciem lokali w inwestycji Osiedle Bursztynowe mają problemy z pozyskaniem kredytu. Związane jest to z roszczeniami dawnych właścicieli gruntu. J.W. kupując grunt od Skarbu Państwa nie miało informacji o roszczeniach. Zostały one zgłoszone po transakcji. Obecnie kwestia roszczeń jest przedmiotem postępowania w Sądzie Najwyższym. Poprzednie wyroki sądów były dla J.W. korzystne. Szef sprzedaży w J.W. przyznaje, że spółka początkowo nie informowała klientów o roszczeniach dawnych właścicieli gruntów. Spółka liczyła, że uda się je wyjaśnić przed zasiedleniem osiedla.

J.W. wypowiada umowy nabycia lokali w Lazurów Ustronie

Pojawiła się informacja o wypowiedzaniu przez J.W. umów zakupu mieszkań w inwestycji Lazurów Ustronie. Inwestycja miała ruszyć już w 2008 roku, jednak z przyczyn administracyjnych jeszcze się nie rozpoczęła. Klienci dostają w zamian możliwość zakupu mieszkania w innej inwestycji J.W. W przypadku zwrotu klient nie utrzymuje odsetek, a jedynie w wybranych przypadkach odstępnę (zgodnie z warunkami umowy). Jak przyznaje szef sprzedaży J.W., o wypowiedzaniu umów zdecydowała brak możliwości oszacowania, kiedy mieszkania zostaną oddane do odbioru. Prasa szacuje, że sprzedano około 15% mieszkań z liczącego 376 lokali pierwszego etapu inwestycji. Opóźnienia w rozpoczęciu budowy wynikają z konieczności podłączenia gazu (deweloper szacuje, że będzie to miało miejsce na przełomie 2010 i 2011 roku) oraz budowy oczyszczalni ścieków (połowa 2011 roku).



Polnord (Kupuj)

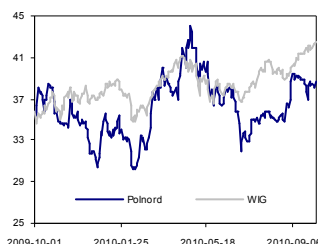
Cena bieżąca: 38,7 PLN

Cena docelowa: 50,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%	MC (cena bieżąca)	855,7
marża EBITDA	27,8%	48,3%		14,6%		32,2%		EV (cena bieżąca)	1 285,0
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	58,5	-44,2%	98,2	67,8%	Free float	40,7%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	34,3	-46,2%	67,9	98,3%		
P/E	9,0	13,4		25,0		12,6		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE	8,8	13,0		23,7		12,3		Zmiana ceny: 6m	-1,5%
P/BV	0,7	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	1,8%
EV/EBITDA	11,8	14,2		21,3		15,0		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



Podtrzymujemy opinię, że Polnord jest notowany z dyskontem do fair value sięgającym 30%. Przyczyną jest naszym zdaniem nieufność w stosunku do dominującego akcjonariusza, zbyt duży majątek spółki w relacji do potrzeb, wysokie koszty zarządu. Nie widzimy możliwości precyzyjnego oszacowania, czy i jak dużym dyskontem powinna charakteryzować się spółka ze względu na akcjonariusza. Uważamy jednak, że dyskonto to jest obecnie za duże. Działalność inwestycyjna Polnordu postępuje zgodnie z oczekiwaniami. Polnord intensyfikuje wykorzystanie banku ziemi na Wilanowie, działając w segmencie mieszkaniowym i komercyjnym. Przejściowo wysokie koszty zarządu mogą znaleźć w przyszłości odzwierciedlenie w pozyskaniu dużych, atrakcyjnych projektów w formule PPP. Oczekujemy, że wynik Q3 2010 nadal będzie bazował na zdarzeniach jednorazowych, tym razem będzie to jednak rezultat sprzedaży udziałów w projekcie centrum handlowego na Wilanowie firmie GTC. Za zdarzeniem tym podążą realne przepływy gotówkowe. Nie widzimy konieczności prezentowania dobrych wyników finansowych w oparciu o przeszacowania gruntów w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wynik Polnordu w 2010 roku lepszy niż w roku 2009

Prezes zapowiada, że wynik Polnordu w 2010 roku będzie lepszy niż w 2009 roku i że II półrocze 2010 będzie lepsze, niż I półrocze 2010. Liczba przekazanych lokali w II półroczu powinna być zbliżona do liczby przekazania z I półrocza (około 300 lokali). Prezes zapowiada, że transakcja sprzedaży GTC 50% udziałów w projekcie budowy centrum handlowego na Wilanowie będzie miała w Q3 2010 duży pozytywny wpływ na wyniki Polnordu. Możliwe są też pozytywne przeszacowania wartości innych nieruchomości. Firma planuje utrzymać wskaźnik zadłużenia do kapitałów własnych na poziomie 50%. Polnord nie planuje kolejnych emisji obligacji, ani akcji. Polnord chce uzyskać też 60 mln PLN z refinansowania wybranych inwestycji (m.in. biurowiec Pol-Aquy). Polnord wystawił grunt w Nowosybirsku na sprzedaż. W przyszłych latach spółka chce utrzymać dywidendę w wysokości do 30% zysku.

Prezes liczy na ponad 100 lokali sprzedanych we wrześniu

Prezes Ciurzyński liczy, że Polnord sprzeda ponad 100 lokali we wrześniu. Wzrost sprzedaży to konsekwencja rozbudowy oferty. Spółka ma dziś 1500 mieszkań w budowie, a kolejne 400 trafi do oferty do końca roku. Polnord zamierza bardziej agresywnie działać na rynku mieszkaniowym. Do tej pory spółka rozpoczynała kolejne etapy projektu, gdy z poprzedniego etapu sprzedano 60-70% lokali. Obecnie próg ten zostanie obniżony do 40%.

Polnord szuka partnerów do budowy biurowców i okazji w PPP

Polnord poszukuje partnerów, którzy chcieliby uczestniczyć w projekcie budowy 2 biurowców na Wilanowie. We wrześniu ma rozpocząć się budowa 3-ego biurowca, a w grudniu 4-ego. Oba budynki są wynajęte w około 70%. Pierwszy z nich ma już pozwolenie na budowę, spółka ma też zagwarantowane kredyty. Polnord prowadzi zaawansowane rozmowy z Opolem w sprawie PPP. Na działce o powierzchni 4 ha powstałby biurowiec o powierzchni użytkowej 8 tys. m² oraz obiekty magazynowe i przemysłowe. W tym roku spółka planuje podpisać wstępną umowę z miastem. Polnord rozmawia też o dużych projektach PPP w Gdyni i Szczecinie.

List intencyjny w sprawie PPP na 2,16 ha w Szczecinie

Polnord podpisał list intencyjny z władzami Szczecina w sprawie zagospodarowania terenów na nabrzeżu Starówka o łącznej powierzchni 2,16 ha. Do 31 marca 2011 roku Gmina Miasto Szczecin zobowiązała się do przygotowania założeń zagospodarowania nieruchomości. Firma Polnord zaś zobowiązała się do zweryfikowania rentowności inwestycji. Teren byłby zagospodarowany na podstawie ustawy o PPP. Prezes Polnordu przyznaje, że spółka do połowy 2011 roku będzie pracować nad koncepcją zagospodarowania terenu. Plan miejscowy



przewiduje budowę na tym terenie mieszkań, biur, jak i powierzchni handlowych. Polnord będzie starał się rozszerzyć projekt na dodatkowe 10 ha (planowane negocjacje z właścicielem sąsiedniej działki). Cała inwestycja mogłaby się składać z około 120 tys. m², a jej koszt wynosiłby około 0,5 mld PLN. Podobnie jak w przypadku Wyspy Spichrzów, Polnord chce mieć 51% udziałów w projekcie.

Pozwolenie na budowę biurowca na Wilanowie

Polnord otrzymał pozwolenie na budowę trzeciego biurowca na warszawskim Wilanowie. Powierzchnia użytkowa biurowca to 8,1 tys. m². Inwestycja ma zostać ukończona w Q1 2012. Wynajęte jest już 70% powierzchni budynku.

Handel



Emperia Holding (Zawieszona)

Cena bieżąca: 99,5 PLN

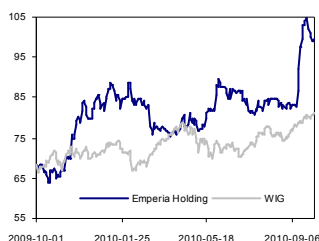
Cena docelowa: -

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 504,0
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 864,7
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	25,5	22,0		19,5		17,6		Zmiana ceny: 1m	20,7%
P/CE	13,4	11,4		9,9		8,6		Zmiana ceny: 6m	28,4%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	45,4%
EV/EBITDA	11,9	10,5		10,0		8,8		Max (52 tyg.)	104,9
Dyid (%)	0,9	0,6		0,7		0,8		Min (52 tyg.)	63,8



Notowania Emperii w ostatnich tygodniach znajdowały się pod bezpośrednim wpływem propozycji połączenia złożonej przez Eurocash. Spekulacje na temat potencjalnego podniesienia parytetu wymiany oraz ogłoszone przez Zarząd wysokie prognozy zysków na najbliższe lata stanowiły mocne wsparcie dla kursu. W związku z koniecznością ponownej weryfikacji naszych założeń z uwagi na przedstawione przez kierownictwo Emperii bardziej szczegółowe dane dotyczące poszczególnych segmentów działalności, zawieszamy na ten moment naszą rekomendację inwestycyjną dla akcji Emperii.

Eurocash składa propozycję połączenia

Eurocash przedstawił Zarządowi Emperii propozycję połączenia obydwu spółek poprzez objęcie przez akcjonariuszy Emperii akcji Eurocash nowej emisji. Parytet wymiany (3,76 akcji Eurocash za 1 akcję Emperii) został ustalony na podstawie średnich 3-miesięcznych kursów odpowiednio 22,21 PLN i 83,59 PLN). Zarząd Emperii odrzucił propozycję, uznając ją za rażąco niekorzystną dla akcjonariuszy Spółki. Jednym z elementów obrony przed tym przejęciem było ogłoszenie planu skupu własnych akcji (nawet do 500 mln PLN) oraz prezentacja nowej strategii i prognoz. Według szacunków Zarządu Emperii Grupa jest warta 2,1-2,3 mld PLN wobec dzisiejszej rynkowej wyceny na poziomie 1,5 mld PLN. WZA w sprawie zatwierdzenia programu skupu akcji własnych ma się odbyć 13 października.

Prognozy finansowe i nowa strategia

Zarząd Emperii przedstawił prognozy finansowe na najbliższe lata i założenia nowej strategii rozwoju. Spółka chce wygenerować w tym roku 89 mln PLN zysku netto i 211 mln PLN EBITDA. W 2011 roku zysk netto szacuje na 134 mln PLN, a EBITDA 261 mln PLN, natomiast w 2012 roku odpowiednio 172 mln PLN i 325 mln PLN (odpowiednio 13%, 22% i 36% powyżej naszych szacunków). Zarząd zamierza ponadto wprowadzić na GPW spółkę dystrybucyjną Tradis (2H'2011) oraz sieć detaliczną Stokrotka (2013 rok). W rozbiciu segmentowym w obszarze hurtowym EBITDA ma w latach 2010-13 wynieść 109 mln PLN, 133 mln PLN i 168 mln PLN, w obszarze detalicznym będzie to odpowiednio 47 mln PLN, 61 mln PLN i 76 mln PLN, a w segmencie deweloperskim 43 mln PLN, 52 mln PLN i 64 mln PLN. To zestawienie wskazuje, że wykonanie szacunków na ten rok zakłada w 2H'2010 wyraźną poprawę wyników w segmencie hurtowym (po 1H'2010 EBITDA 39,9 mln PLN, czyli 36% rocznej prognozy). Zwracamy jednocześnie uwagę, że suma rocznych prognoz dla segmentów jest niższa niż podana wcześniej prognoza EBITDA skonsolidowana, tak więc Zarząd zakłada dodatkowy zysk na poziomie spółki holdingowej (usługi na rzecz segmentów, informatyka). Realizacja zapowiadanych poziomów zysku w dużej mierze zależy w naszej opinii od wykonania ambitnego planu wzrostu przychodów i związanej z tym dźwigni operacyjnej po przeprowadzonych w poprzednich latach inwestycjach rozwojowych. Według kierownictwa Spółki znacznego wzrostu dynamiki sprzedaży należy oczekiwać już w 2H'2010 wraz z konsolidacją sprzedaży do sieci sklepów spółdzielczych oraz rozpoczęciu realizacji kontraktu z Orlenem.

Przejęcie Aldika

Spółka wystąpiła 21 września do UOKiK o zgodę na przejęcie sieci detalicznej Aldik z Lublina operującej 24 supermarketami o rocznych obrotach około 190 mln PLN. Ta akwizycja byłaby istotnym wzmocnieniem sieci detalicznej Stokrotka i zapewniałaby wzrost skali rocznej sprzedaży o około 10-12%. Na razie Emperia nie informowała o parametrach ewentualnej transakcji i formie rozliczenia płatności (gotówka, akcje własne).



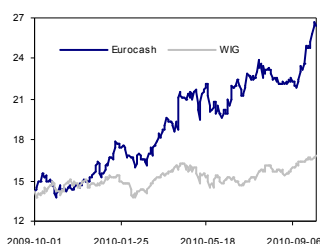
Eurocash (Zawieszona)

Cena bieżąca: 26,38 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	3 556,4
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	3 312,3
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	44,0	34,7		28,3		23,1		Zmiana ceny: 1m	18,2%
P/CE	28,4	23,4		20,7		17,5		Zmiana ceny: 6m	22,7%
P/BV	12,2	9,7		8,1		6,7		Zmiana ceny: 12m	76,5%
EV/EBITDA	21,3	17,5		15,0		12,4		Max (52 tyg.)	26,7
Dyid (%)	1,1	1,1		1,5		1,8		Min (52 tyg.)	13,8



Propozycja połączenia z Emperią zelektryzowała kurs Eurocashu w ostatnich tygodniach. Zarząd przedstawił potencjalne synergie możliwe do uzyskania w wyniku takiej fuzji. W związku z koniecznością weryfikacji naszych prognoz w ewentualnym scenariuszu przejęcia kontroli nad konkurentem, zawieszamy naszą rekomendację inwestycyjną dla akcji Eurocash.

Eurocash składa propozycję połączenia z Emperią

Eurocash przedstawił Zarządowi Emperii propozycję połączenia obydwu spółek poprzez objęcie przez akcjonariuszy Emperii akcji Eurocash nowej emisji. Parytet wymiany (3,76 akcji Eurocash za 1 akcję Emperii) został ustalony na podstawie średnich 3-miesięcznych kursów (odpowiednio 22,21 PLN i 83,59 PLN). Politra, czyli główny akcjonariusz Eurocash warunkuje poparcie dla połączenia wprowadzeniem do statutu zapisów gwarantujących prawa korporacyjne (powoływanie 3 z 5 Członków RN) po obniżeniu zaangażowania w związku z planowanym rozwodnieniem udziałów. Zarząd Emperii odrzucił pomysł połączenia obydwu spółek na tych warunkach. W tym kontekście Eurocash zamierza się zwrócić z ofertą bezpośrednio do jej akcjonariuszy z propozycją wymiany ich akcji na walory Eurocash. W ten sposób chce osiągnąć próg co najmniej 50% udziałów w kapitale lubelskiej Spółki.



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:

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

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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:

Agora

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-02-24	2010-05-27	2010-08-27
kurs z dnia rekomendacji	23,85	24,76	24,30
WIG w dniu rekomendacji	38533,89	40550,33	41717,62

Emperia

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-03-09
kurs z dnia rekomendacji	77,50
WIG w dniu rekomendacji	40614,58

Eurocash

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-03-09	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	17,60	20,61
WIG w dniu rekomendacji	40614,58	41287,90

GTC

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-02-12	2010-03-05	2010-04-07	2010-05-06	2010-05-28
kurs z dnia rekomendacji	20,30	23,00	24,95	22,20	23,80
WIG w dniu rekomendacji	37322,52	39885,37	43562,01	41287,90	40956,19

Handlowy

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2010-01-19	2010-03-19	2010-04-07	2010-06-02	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	73,55	76,00	83,90	75,00	80,25
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	41741,91	43562,01	40931,54	44147,39

Kernel

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2010-08-19	2010-09-08
kurs z dnia rekomendacji	63,20	60,95
WIG w dniu rekomendacji	39684,67	42991,99

Kęty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-02-24	2010-07-06	2010-08-23
kurs z dnia rekomendacji	115,00	103,00	105,50
WIG w dniu rekomendacji	38533,89	39685,67	42202,91

Millennium

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Zawieszona	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-02-11	2010-04-07	2010-04-27	2010-08-04	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	4,49	3,90	4,45	4,84	4,68	4,73
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	37786,61	43562,01	43664,78	43412,75	44147,39



Netia

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-08-10
kurs z dnia rekomendacji	4,86
WIG w dniu rekomendacji	43185,33

PBG

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2010-02-22	2010-04-07	2010-05-13	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	197,20	216,00	233,50	213,40
WIG w dniu rekomendacji	38650,00	43562,01	41896,60	40931,54

PKO BP

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-01-19	2010-03-17	2010-09-15
kurs z dnia rekomendacji	38,90	39,07	40,90
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	41653,11	44147,39

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

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

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 10 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 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.