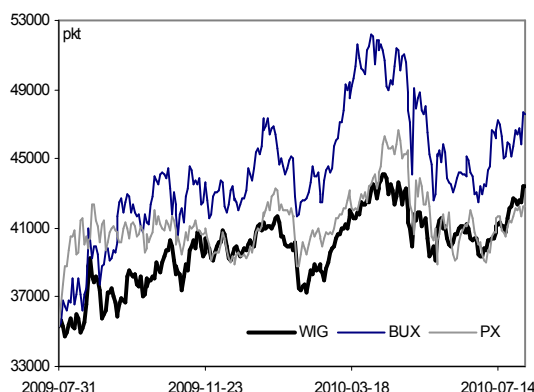


4 sierpnia 2010


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	43 413
Średnie P/E 2010	15,1
Średnie P/E 2011	12,3
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 566 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.klischcz@dibre.com.pl

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Sierpień 2010

Rynek akcji

W lipcu rynki finansowe dostały pokąsną porcję pozytywnych informacji (które przysłoniły słabsze dane makro nadchodzące z gospodarki amerykańskiej) i to w chwili kiedy na rynku zaczynał dominować pesymizm. W kolejnych tygodniach oczekujemy, że dane makro w USA nadal będą słabnąć, pociągając za sobą dane z krajów europejskich. Sezon wyników spółek jest już zdyskontowany, w kolejnych kwartałach nie oczekujemy już takich zaskoczeń. Uważamy, że na jesieni rynki czeka silniejsza przecena (WIG20 na poziomie 2100 pkt.) a obecne wzrosty należy wykorzystać do sprzedaży akcji.

Ze spółek

Banki. Sierpień to przede wszystkim kontynuacja publikacji wyników za 2Q10. Uważamy, że kluczowymi kwestiami są rozwój pozycji bilansowych, rozmiary presji na marżę odsetkową spowodowanej przez spadające rynkowe stopy procentowe oraz stopień pogarszania się jakości kredytów, przede wszystkim detalicznych.

Paliwa. Pogorszenie otoczenia makro w sektorze rafinerijnym nie pozwala na optymistyczne założenia dotyczące wyników PKN i Lotosu, co może negatywnie wpływać na ich notowania. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla PGNiG, któremu może pomagać umacniający się złoty.

Energetyka. Oczekiwane dobre wyniki kwartalne, utrzymujące się wysokie ceny spotowe energii oraz rosnące zużycie prądu w Polsce, powinny sprzyjać notowaniom polskich koncernów energetycznych.

Telekomunikacja. Wyniki TPSA za 2Q potwierdzają, że na poziomie operacyjnym i regulacyjnym operator najgorsze ma za sobą. Obecnie oferuje jeden z najwyższych DY wśród europejskich telekomów. Poprawiające się otoczenie z perspektywy TP oznacza trudniejsze warunki dla Netii.

Media. Dobra koniunktura na rynku reklamowym wydaje się w większym stopniu zdyskontowana w przypadku TVN, niż Agory. Ostatni wzrost notowań Cyfrowego Polsatu, a także wypłacona dywidenda, niwelują potencjał wzrostowy przewidziany przez nas dla tej spółki. Zalecamy trzymanie akcji Cinema City.

Informatyka. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Asseco. Negatywnie postrzegamy perspektywę związane z inwestycją w akcje Comarchu. W związku ze wzrostami kursu obniżamy rekomendację dla Actionu do trzymaj. Wśród dystrybutorów nadal najatrakcyjniejszą inwestycyjnie spółką wydaje nam się AB.

Przemysł. Pozytywne otoczenie makroekonomiczne rysuje się przed producentami maszyn i urządzeń dla górnictwa. Spodziewamy się, że wkrótce rynek będzie dyskontował niewykonanie prognozy przez Grupę Kęty.

Budownictwo. Uważamy, że coraz poważniej należy dyskontować pogorszenie marż i wyników finansowych w sektorze. Już od Q3 2010 największe spółki będą budowały przychody głównie w oparciu o nowe kontrakty.

Deweloperzy. Wybrani deweloperzy nadal posiadają potencjał wzrostowy. Wiele spółek jest notowanych poniżej wyceny majątku, co mocno ogranicza ryzyka związane z niekorzystnym zachowaniem kursów.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Action (Trzymaj), Lotos (Sprzedaj), Budimex (Sprzedaj), Centrum Klima (Akumuluj), Rafako (Trzymaj), Cyfrowy Polsat (Trzymaj), TVN (Redukuj), LW Bogdanka (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: ING BSK, Millennium, PZU.

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	7
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Banki.....	12
5.1. BZ WBK	14
5.2. Getin	15
5.3. Handlowy	16
5.4. ING BSK	17
5.5. Kredyt Bank	18
5.6. Millennium	19
5.7. Pekao	20
5.8. PKO BP	21
6. Ubezpieczyciele	23
6.1. PZU	23
7. Paliwa, chemia.....	24
7.1. Ciech	25
7.2. Lotos	26
7.3. PGNiG	27
7.4. PKN Orlen	29
7.5. Police	31
7.6. ZA Puławy	32
8. Energetyka.....	33
8.1. CEZ.....	33
8.2. Enea.....	34
8.3. PGE	35
9. Telekomunikacja	37
9.1. Netia	38
9.2. TP SA	39
10. Media	41
10.1. Agora	42
10.2. Cinema City	44
10.3. Cyfrowy Polsat.....	45
10.4. TVN	46
11. IT	47
11.1. AB.....	48
11.2. Action.....	48
11.3. ASBIS	49
11.4. Asseco Poland	50
11.5. ComArch.....	51
11.6. Komputronik.....	53
11.7. Sygnity.....	55
12. Górnictwo i metale	56
12.1. KGHM	56
12.2. LW Bogdanka	57
13. Przemysł.....	58
13.1. Astarta	60
13.2. Cersanit	62
13.3. Famur	63
13.4. Kęty	65
13.5. Kopex	66
13.6. Mondi	69
14. Budownictwo	70
14.1. Budimex	72
14.2. Centrum Klima	74
14.3. Elektrobudowa	75
14.4. Erbud	76
14.5. Mostostal Warszawa	77
14.6. PBG	78
14.7. Polimex Mostostal	80
14.8. Rafako	82
14.9. Trakcja Polska	84
14.10. Ulma Construcccion Polska	86
14.11. Unibep	87
15. Deweloperzy	88
15.1. Dom Development	90
15.2. GTC.....	91
15.3. J.W. Construction.....	92
15.4. Polnord	93
16. Handel	95
16.1. Emperia Holding	95
16.2. Eurocash	96

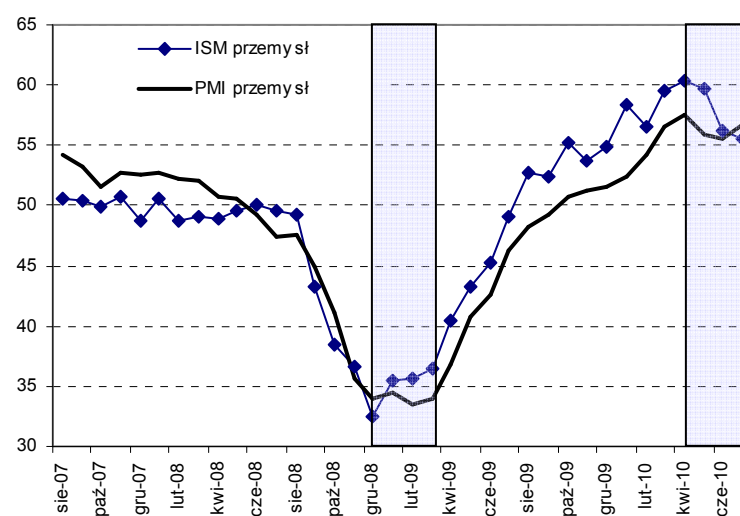
Rynek akcji

Dzięki dobrym wynikom spółek w USA (i optymistycznym zapowiedziom na 3Q), lepszym danym makro w Europie oraz oczekiwaniu inwestorów na pobudzenie chińskiej gospodarki przez tamtejszy rząd, lipiec okazał się być dużo lepszym miesiącem dla akcji i surowców niż zakładaliśmy w naszej strategii. Dodatkowo sentyment wśród inwestorów poprawiły udane aukcje na obligacje rządowe Grecji, Portugalii czy Hiszpanii – przynajmniej na jakiś czas oddalające ryzyko ogłoszenia przez któryś z tych krajów redukcji zadłużenia. I wreszcie stress testy dla europejskich banków okazały się mniejszym ryzykiem (przynajmniej przy zastosowanych założeniach) niż wcześniej obawiali się inwestorzy, a wymogi stawiane bankom w ramach Bazylea 3 prawdopodobnie zostaną złagodzone. Tak więc rynki finansowe dostały całkiem pokąsną porcję pozytywnych informacji (które przysłoniły słabsze dane makro nadchodzące z gospodarki amerykańskiej) i to w chwili kiedy na rynku zaczynał dominować pesymizm (efekt: zamykanie krótkich pozycji). W kolejnych tygodniach oczekujemy, że dane makro w USA nadal będą słabnąć, pociągając za sobą dane z krajów europejskich, które właśnie osiągnęły maksima np. na wskaźnikach wyprzedzających. Sezon wyników spółek jest już zdyskontowany w cenach akcji, w kolejnych kwartałach nie oczekujemy już takich zaskoczeń (słabnące PKB, wzrost oczekiwań po 2Q). W cenach wydaje się również to, że stopy procentowe pozostaną na rekordowo niskich poziomach również w przyszłym roku (coraz częściej mówi się o zjawiskach deflacyjnych w USA). Biorąc pod uwagę wymienione czynniki uważamy, że na jesieni rynki czeka silniejsza przecena (WIG20 na poziomie 2100 pkt.) a obecne wzrosty należy wykorzystać do sprzedaży akcji.

Wskaźniki wyprzedzające Europa vs. USA

W ostatnich tygodniach wyraźnie widać, że dane makro publikowane dla strefy Euro są istotnie lepsze niż w przypadku gospodarki amerykańskiej – szczególnie na poziomie produkcji przemysłowej. Tłumaczyć może to przede wszystkim bardzo dynamiczne ożywienie w pro-eksportowej gospodarce niemieckiej, korzystającej z odbudowywania się światowego handlu oraz słabego Euro. W 2008 roku, kiedy gospodarka światowa zaczęła wychodzić z kryzysu, amerykańskie wskaźniki wyprzedzające zaczęły rosnąć trzy miesiące przed wskaźnikami w Europie zapowiadając zmianę trendu w realnej gospodarce. Od trzech miesięcy widzimy spadek ISM dla przemysłu, co może (ale nie musi) zapowiadać również pogorszenie się wskaźnika dla Europy. Nie musi, bo przy braku istotnego spowolnienia światowej konsumpcji słabe Euro nadal będzie pomagać eksporterom (z kolei spadek wskaźnika w USA może być m.in. efektem siły USD). Na obecną chwilę trudno oszacować na ile ten efekt będzie amortyzował przyszły wpływ rosnących podatków i cięć budżetowych w Europie oraz słabnącego wzrostu gospodarczego w USA, Chinach i Japonii.

Jeśli ma być dobrze to euro się będzie umacniać



Źródło: Bloomberg

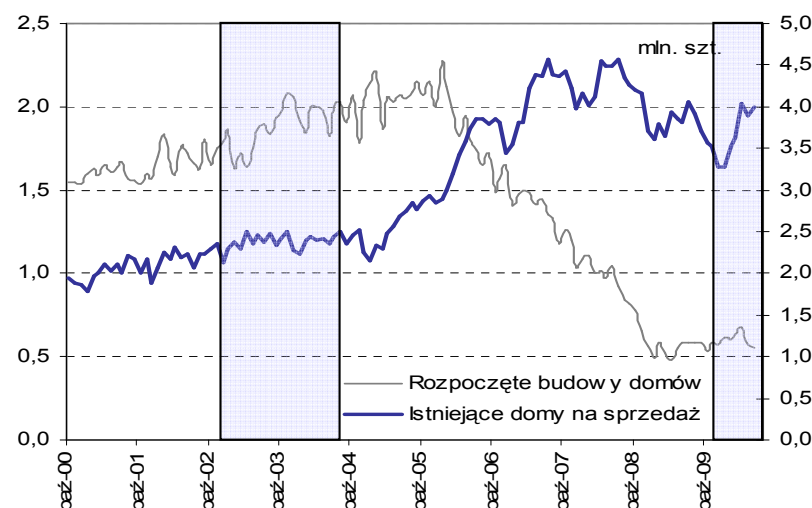
Czy obecna faza cyklu to powtórka z 2003/4?

W związku z wysoką zależnością gospodarek oraz korelacją głównych indeksów nadal uważamy, że sentyment do rynku akcji będzie kreowała sytuacja gospodarcza w USA. Wielu inwestorów ocenia, że obecna sytuacja gospodarcza, a więc i sytuacja na rynku kapitałowym

jest podobna do początku poprzedniego cyklu, tj. okresu 2003/2004. Naszym zdaniem na przykładzie USA widać kilka zasadniczych różnic.

W okresie 2003/4, kiedy rodziła się kolejna wielka hossa największe różnice z obecnym cyklem widać na rynku nieruchomości. W poprzednim cyklu, niskie stopy procentowe i łatwość uzyskania kredytu wpłynęły na prawdziwy boom na rynku budowlanym, który stymulował również wzrost PKB. Liczba oddawanych w tamtym czasie mieszkań wzrosła do 1,5 mln przy podaży (niesprzedane domy) na poziomie ok. 2 mln. Obecnie podaż niesprzedanych domów jest blisko dwukrotnie wyższa, co przynajmniej w najbliższych kwartałach nie będzie pozwalało na wykreowanie podobnego ożywienia. Nie można wykluczyć, że amerykańska administracja zdecyduje się na wprowadzenie kolejnych pakietów stymulacyjnych (ulgi podatkowe, dopłaty), które w 2009 roku pozwoliły na zmniejszenie dostępnej podaży mieszkań.

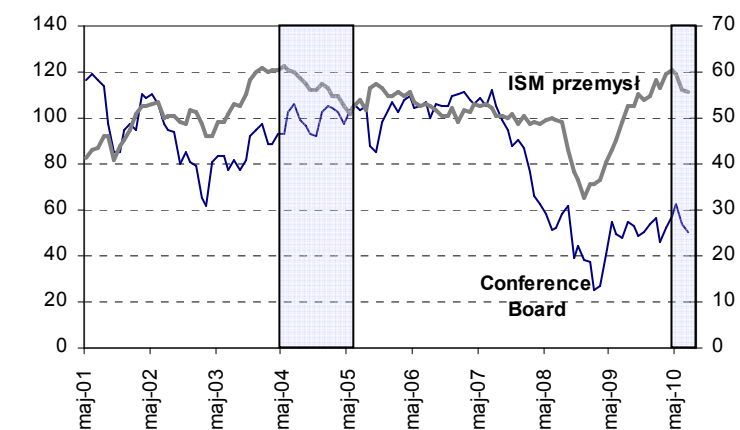
Rynek mieszkaniowy w USA w ostatnich dwóch cyklach gospodarczych



Źródło: Bloomberg

Podobnie jak w 2004, ISM dla przemysłu najprawdopodobniej osiągnął już swój szczyt w obecnym cyklu, co nie jest przeszkodą do kontynuacji ożywienia w przemyśle – pod warunkiem, że poziom ISM nadal będzie utrzymywał się powyżej 50 punktów (szczególna uwaga) w kolejnych odczytach. Ograniczeniu ulegnie jedynie dynamika wzrostu. Zwracamy jednak uwagę, że w poprzednim cyklu ożywienie w przemyśle utrzymywało się przy poprawiającym się zaufaniu konsumentów (na podstawie Conference Board), generującym zwiększony popyt na krajową produkcję. Obecnie poziom wskaźnika jest znacząco niższy niż w poprzednim cyklu, co m.in. jest efektem wyższego poziomu bezrobocia (obecnie 9,5% wtedy 6%) oraz wyższego zadłużenia gospodarstw domowych.

Wskaźniki wyprzedzające dla produkcji przemysłowej i konsumpcji w ostatnich cyklach gosp. w USA

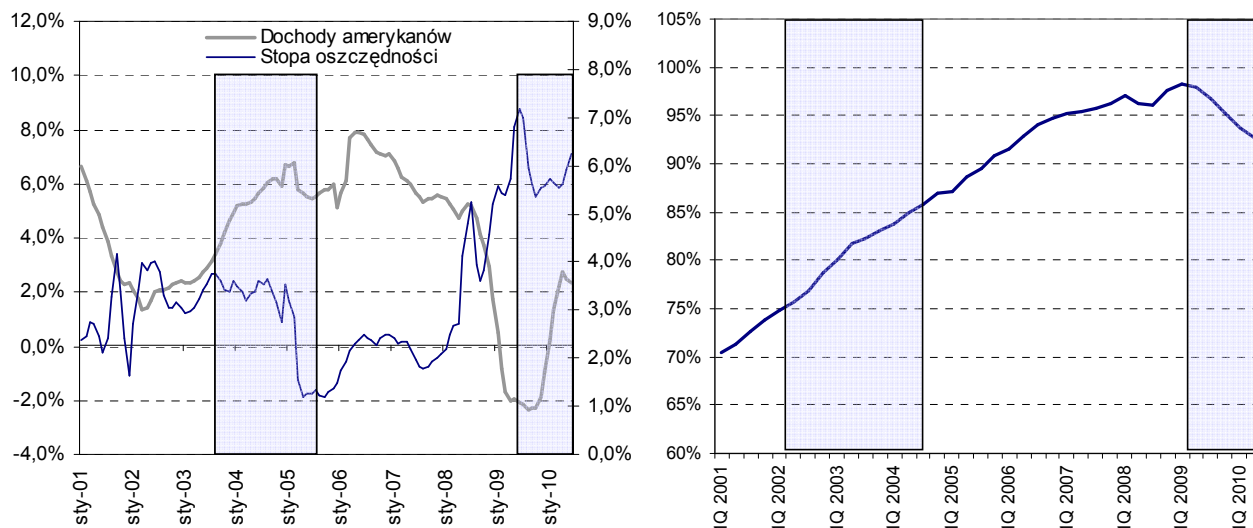


Źródło: Bloomberg

Wyraźnie widać, że amerykański konsument w porównaniu z poprzednią wczesną fazą cyklu, obecnie przede wszystkim oszczędza (dwukrotnie wyższa stopa oszczędności, na przełomie 2005/6 nawet ujemna) i spłaca zadłużenie (wskaźnik zadłużenie gospodarstw domowych do

PKB). Z kolei dochody rozporządzalne rosną wolniej (+2,5% r/r, wtedy 4-5%). Należy również zwrócić uwagę, że 2-3% dynamika wzrostu dochodów odnosi się do niskiej bazy sprzed roku. W obu cyklach konsumentom towarzyszą niskie stopy procentowe, z tą różnicą że obecnie banki zaostriżyły kryteria kredytowe niezwykle mocno poluzowane w poprzednim cyklu.

Dochody Amerykanów (r/r) na tle stopy oszczędności (lewy) i zadłużenie gospodarstw domowych do PKB w USA (prawy)



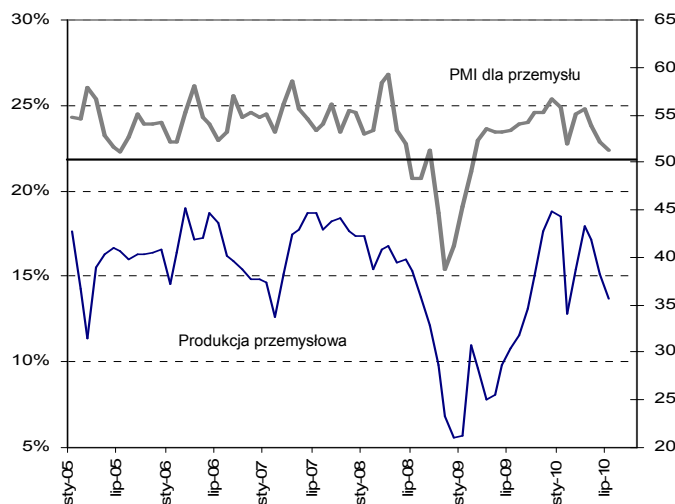
Źródło: Bloomberg

Dynamiczne zadłużenie się konsumenta amerykańskiego we wczesnej fazie poprzedniego cyklu i boom na rynku nieruchomości kontrastują z obecnie obserwowanym delewarowaniem gospodarstw domowych, słabym sentymentem konsumenta i nadal słabym rynkiem nieruchomości. Do tego należałoby dołożyć zdecydowanie wyższy poziom zadłużenia na poziomie budżetu centralnego. Argumentem „za” jest lepsza sytuacja firm, ale dotyczy to przede wszystkim globalnych koncernów czerpiących zyski z innych rynków (dużo wolnych środków finansowych, atrakcyjne wyceny). Biorąc to pod uwagę, nie wydaje nam się żeby można było porównywać obecne ożywienie z latami 2003/4 – przynajmniej na przykładzie USA.

Chiny odrodzą się

Zgodnie z oczekiwaniami analityków tempo wzrostu gospodarki chińskiej słabnie, co m.in. potwierdza niższe tempo wzrostu produkcji przemysłowej (w czerwcu +13,7% r/r) a wskaźniki wyprzedzające (PMI przemysł 51,2) zapowiadają dalsze spowolnienie. Przewiduje się, że w 3Q wzrost PKB spadnie do 7-8%. W lipcu nie przeszkodziło to jednak we wzroście Shanghai Composite Index o 11,4%, a oprócz poprawy globalnego sentymentu do akcji bezpośrednim powodem była opinia, że gospodarka spowolniła wystarczająco silnie, żeby skłonić chiński rząd do kolejnej fazy jej stymulacji poprzez wzrost wydatków infrastrukturalnych i pobudzenie popytu wewnętrznego (zgoda na częściowe uwolnienie waluty). Popyt wewnętrzny, który ma amortyzować ewentualne spadki sprzedaży eksportowej (efekt silniejszej waluty i spadku popytu na głównych rynkach eksportowych) będzie dodatkowo pobudzany wzrostem wynagrodzeń, które są z kolei efektem coraz powszechniejszych strajków i wymuszaniu na koncernach zagranicznych kolejnych podwyżek. Najlepszym przykładem są koncerny motoryzacyjne Honda i Toyota, które podniosły wynagrodzenia o 100% do 290 USD. To nadal bardzo mało, w relacji do wynagrodzeń w krajach wysoko-uprzemysłowionych, ale już dziś skłania część międzynarodowych firm do przenoszenia produkcji do tańszych krajów: Wietnamu, Bangladeszu. Na dziś trudno jest ocenić jaki będzie w krótkim okresie wynik netto zachodzących zmian.

PMI dla przemysłu na tle produkcji przemysłowej w Chinach

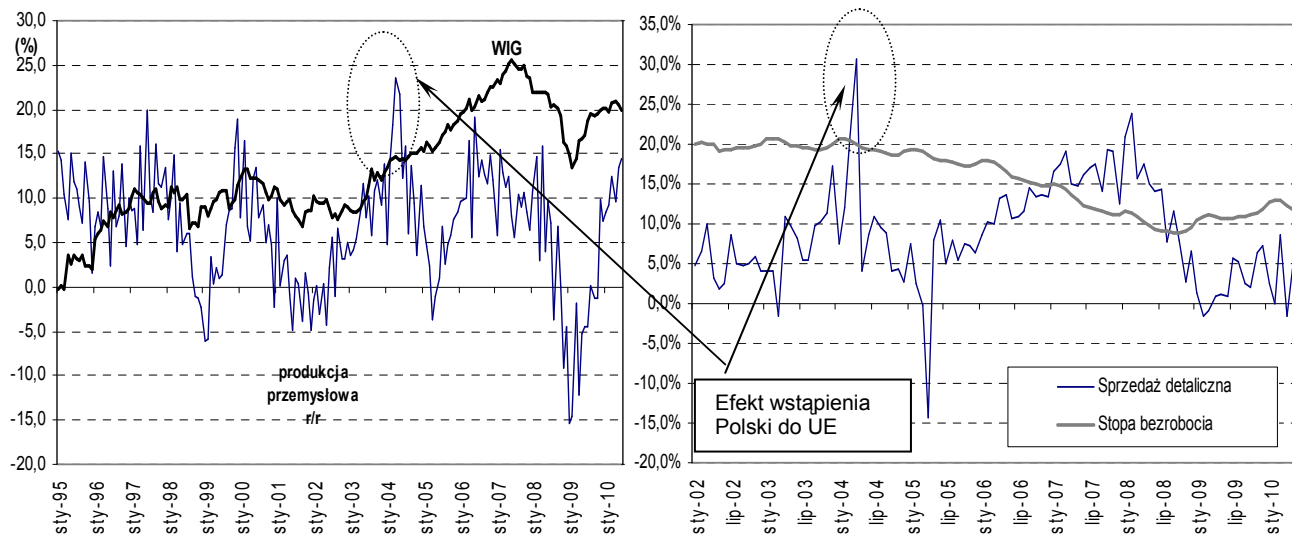


Źródło: Bloomberg

Na naszym podwórku

W polskiej gospodarce nadal trwa silne ożywienie, szczególnie widoczne w przemyśle. W efekcie przekłada się ono na rynek pracy (wzrost zatrudnienia, wzrost wynagrodzeń – po uwzględnieniu czynników jednorazowych powyżej 4%) i docelowo wzrost konsumpcji. W przemyśle w rozbiciu na sektory największe dynamiki wzrostu notują: sprzęt elektroniczny, metale, samochody, chemikalia a więc branże z dużym komponentem eksportowym i ekspozycją na rynek niemiecki. Biorąc pod uwagę, czynniki wymienione powyżej a dotyczące rynku amerykańskiego – w konsekwencji jego wpływu na rynek niemiecki - wydaje się, że obserwowane obecnie w polskiej gospodarce trendy w kolejnych kwartałach mogą wyhamować tempo wzrostu, co również przełoży się na wyniki spółek.

Dynamika produkcji przemysłowej na tle WIG i dynamika sprzedaży detalicznej na tle bezrobocia



Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

W czerwcu roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 14,5% z 13,5% (po rewizji) zanotowanych w maju. Prawie 16% r/r wzrost zanotowano w przetwórstwie przemysłowym. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna wzrosła do 11,7% w porównaniu z 10,7% zanotowanymi w kwietniu. Wzrosty produkcji zanotowano w 27 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika, komputery ponad 98% wzrost r/r, metale, samochody, chemikalia) wskazuje, że polski przemysł podlega nadal znaczącym wpływom ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej. Dużą rolę może odgrywać ciągle słaby złoty poprawiając konkurencyjność cenową polskiego eksportu. Tendencja ta ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach. Należy podkreślić, że tzw. komponent wewnętrzny produkcji ma coraz większą kontrybucję do wzrostu produkcji, co pozwala bardziej optymistycznie ocenić jej dynamikę w przyszłych miesiącach (kwestia wewnętrznej „samo-odtrzymywalności” wzrostu produkcji). Przechodząc do szacunków PKB za II kw., dynamika może okazać się nawet wyższa niż ta zanotowana w I kw. 2010 roku (3,0% r/r). Dynamika produkcji budowlanej już od dwóch miesięcy okazywała się znacznie wyższa niż oczekiwano (+9,6% r/r w czerwcu), co sugeruje przyspieszenie realizacji inwestycji infrastrukturalnych już w II kw. 2010 roku i odbicie dynamiki całego agregatu inwestycji. Tym samym ocenić można, że zanotowany w I kw. 12,4% r/r spadek inwestycji powodowany warunkami pogodowymi nie zakłóci ścieżki wzrostu PKB w tym roku.

Ceny producentów

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły w czerwcu o 1,9% w ujęciu rocznym. Trudno mówić jednak o niespodziance, jako że miesięczna dynamika cen producentów była zgodna z naszą prognozą (+0,8% m/m), a wyższy odczyt wynikał z rewizji w maju w górę z 1,6% do 1,9% r/r (co zdarza się zwykle w okolicznościach szybkiego wzrostu cen i związane jest z niepełną „zwracalnością” ankiet). W przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły o 0,8% m/m, prawie 1/3 wolniej niż w maju (wskaźnik bazowy, po wyłączeniu cen związanych z produkcją koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wyniósł 0,6% wobec 2,2% w maju – w tym przypadku hamowanie miesięcznych wzrostów jest bardziej widoczne). Zachowanie cen producentów w ostatnich trzech miesiącach wynika z dystrybucji szoku cenowego (kurs walutowy, ceny metali), który wydarzył się przed 3 miesiącami. Na taki scenariusz wskazuje typowa, „garbata” (hump-shaped) ścieżka dynamik miesięcznych. Mimo tymczasowego charakteru impulsu zaobserwowano jednak istotną (trwałą) podwyżkę oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. Łącząc ten fakt z silnymi wzrostami produkcji i zagospodarowaniem wolnych mocy produkcyjnych (indeks produkcji sprzedanej przemysłu znajduje się już powyżej poziomów sprzed spowolnienia, co można uznać za w miarę dokładne odwzorowanie wykorzystania mocy produkcyjnych) można spodziewać się przyspieszenia wzrostów cen na poziomie przedsiębiorstw (choć już nie w tak szokowym wydaniu) i wejścia w fazę powolnego przenoszenia ich na konsumentów (w perspektywie pojawia się także presja ze strony kosztów osobowych: duża dynamika zatrudnienia, rosnące płace).

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 6,4% r/r wobec 4,3% zanotowanych w maju (konsensus rynkowy 4,0%). Zaskakująco wysoki odczyt sprzedaży detalicznej wynika w dużym stopniu z wyższej sprzedaży żywności (3,2% r/r vs. -3,6% r/r zanotowane w maju). Należy podkreślić jednak, że od kilku miesięcy przyzwoite dynamiki utrzymują się również w sprzedaży samochodów (8,5% r/r), mebli, AGD i RTV (19,7% r/r), farmaceutyków (20,4% r/r) i odzieży (12,2% r/r). Tendencja ta widoczna jest również w agregacie sprzedaży w ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw). Podkreślić należy jednak, że te dobre wyniki kontrastują z nieco słabszymi wskazaniami indeksów koniunktury dla handlu (szczególnie w przypadku żywności). Biorąc pod uwagę optymizm konsumentów (twardym dowodem jest tu choćby dynamicznie rosnąca liczba udzielanych kredytów hipotecznych, jako pewną niewiadomą należy jednak wskazać spadek wskaźnika koniunktury GUS oraz wyraźną poprawę na rynku pracy, nie widzimy w bieżącym momencie istotnych czynników, które mogłyby w kolejnych miesiącach hamować wzrosty sprzedaży detalicznej).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,1% r/r, co ponownie okazało się wynikiem lepszym od oczekiwań. W ujęciu miesięcznym nastąpił wzrost zatrudnienia o 0,3%. Tempo poprawy sytuacji na rynku pracy uległo w ostatnich trzech miesiącach wyjątkowemu przyspieszeniu. Wzrosty zatrudnienia (tu odnosimy się nie tyle do agregatu, co do zatrudnienia w poszczególnych sekcjach) nie wyglądają na jednorazowe i w kolejnych miesiącach spodziewamy się ich kontynuacji (mimo często niejednoznacznego zachowania indeksów koniunktury). Za lepszym czerwcowym odczytem może stać również efekt powodzi (prace przy odbudowie infrastruktury). Kolejny miesiąc ma szansę przynieść dalszy wzrost dynamiki zatrudnienia. W czerwcu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 3,5% r/r z

4,8% r/r zanotowanych w maju (konsensus prognoz wynosił 4,6%). Spadek dynamiki wynagrodzeń to jednak przede wszystkim efekt przesunięć premii w górnictwie. Prawdopodobnie wzrosty wynagrodzeń w najbardziej stabilnym komponencie, czyli przetwórstwie przemysłowym nadal przekraczają 4-5% r/r. Oczekujemy, że kolejne miesiące mogą przynieść dalszy wzrost przeciętnej płacy, co byłoby spójne z przyrostem zatrudnienia w polskiej gospodarce.

Inflacja

W czerwcu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 2,3% z 2,2% r/r zanotowanych w maju (oczekiwano 2,1%, prognoza MinFin 2,1%). Na rozbieżności między inflacją zrealizowaną, a prognozą MinFin i konsensusem rynkowym zaważyły ponownie ceny żywności. Ceny żywności wzrosły o 0,5% m/m (prognoza MinFin zakładała jedynie 0,1% wzrost). Ceny paliw wzrosły o 0,4% m/m. O 0,5% m/m wzrosły ceny energii, co wiązało się z podwyżką cen gazu ziemnego. W pozostałych kategoriach ciągle widać opóźnione efekty niższej presji popytowej (ustabilizowały się ceny w kategoriach takich jak łączność, edukacja, użytkowanie mieszkania). Ceny w kategoriach rekreacja i kultura wzrosły o 0,9%. Roczna dynamika inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności) spadła w maju z 1,7% do 1,5% r/r. Czerwiec był w zasadzie przedostatnim miesiącem, w którym roczny wskaźnik inflacji znalazł się pod wpływem efektu wysokiej bazy statystycznej. W lipcu możemy wprowadzić liczyć na niewielki spadek inflacji, jednak warunki pogodowe i trendy na cenach żywności znacznie zmniejszają prawdopodobieństwo spadku wskaźnika inflacji poniżej poziomu 2% r/r. Od jesieni spodziewamy się systematycznego wzrostu wskaźnika rocznego inflacji, co będzie pochodną dobrej sytuacji na rynku pracy, rosnącego popytu wewnętrznego oraz efektów polityki kursowej NBP; na koniec roku wskaźnik inflacji może wzrosnąć do 2,8-3,0%.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Saldo na rachunku obrotów bieżących ukształtowało się w maju na ujemnym poziomie -268 mln EUR wobec -336 mln EUR w kwietniu. Łączna skala rewizji poprzednio publikowanych danych sięgnęła w okresie ostatnich 12 miesięcy +116 mln EUR. Z punktu widzenia poszczególnych składowych rachunku bieżącego w dalszym ciągu trudno mówić o wykrystalizowaniu się jakiegokolwiek nowej tendencji. Niemniej jednak dane o saldzie obrotów towarowych okazały się dużo niższe od naszych oczekiwań, głównie za sprawą silnego przyspieszenia importu, które na obecnym etapie trudno wytłumaczyć w oparciu o publikowane wcześniej dane makro. W szczególności deficyt na rachunku handlowym ukształtował się na poziomie -455 mln EUR wobec -262 mln EUR w kwietniu, saldo usług ustabilizowało się na poziomie 259 mln EUR, saldo dochodów na poziomie -955 mln EUR; w wyniku wysokiego transferu z UE istotnej poprawie uległo saldo transferów bieżących, które ukształtowało się na poziomie 993 mln EUR. Nasz bieżący scenariusz makroekonomiczny zakłada zmianę struktury tempa wzrostu PKB w kierunku eksportu 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). Z uwagi na ryzyka dla konsumpcji prywatnej (nie mylić z całym popytem wewnętrznym), czyli znaczny spadek optymizmu konsumentów plus ewentualnie dążenie do podniesienia stopy oszczędności i odbudowy bilansu gospodarstw domowych, spodziewamy się wypłaszczenia ścieżki jej wzrostu w drugiej połowie roku (być może proces ten rozciągnie się też na początek 2011 roku), co powinno skutkować obniżeniem dynamiki importu i poprawą bilansu handlowego. Tendencje obserwowane na bilansie handlowym będą główną determinantą zachowania całego rachunku bieżącego, który może w bieżącym roku odnotować niższy deficyt niż dotychczas oczekiwaliśmy (w stosunku do PKB deficyt na rachunku bieżącym nie powinien przekroczyć 2%). W najbliższych miesiącach istotną determinantą importu może okazać się import związany z odbudową majątku po powodzi; procesy te nie będą jednak w stanie odwrócić tendencji płynących z wyhamowania dynamiki popytu konsumpcyjnego.

Wieloletni Plan Finansowy Państwa

W planie ma się pojawić limit dla przyszłorocznego deficytu budżetowego (budżet centralny) na poziomie 45 mld PLN. W kolejnych latach deficyt ten ma się obniżać do 40, 35 i 30 mld PLN. Poziom deficytu general government poniżej 3% PKB Polska ma osiągnąć dopiero w 2013 roku. Zgodnie z projektem planu od przyszłego roku będą obowiązywały trzy nowe stawki VAT wprowadzone na trzy lata: 6%, 8% i 23%. Zmiana stawek VAT przyniesie ma budżetowi rocznie więcej o około 5,5 mld PLN dochodów. Rząd zdecyduje się również na zamrożenie płac w administracji. Bazując na ujawnionych elementach WFPF nie można nie oprzeć się wrażeniu, że zasadniczym pomysłem na redukcję deficytu są zabiegi o charakterze jednorazowym. Przedstawiciele rządu zdementowali możliwość ujednolicenia stawek VAT (co byłoby niewątpliwie rozwiązaniem o charakterze systemowym) oraz podwyżkę składki rentowej. Poza wymienionymi w planie konwergencji regułą wydatkową (oszczędności rządu 2 mld PLN) i centralnym zarządzaniem płynnością finansów publicznych (oszczędności rządu 16

mld PLN, ale tylko jednorazowe ograniczone do roku 2011) nie ma pomysłów ograniczenia wydatków. Do deficytu centralnego na poziomie 45 mld PLN doliczyć należy około 20 mld PLN deficytu na tzw. rachunku UE, ponad 10 mld PLN Funduszu drogowego i około 20 mld PLN deficytu samorządów. Prawdopodobnie mniejsze wpływy z prywatyzacji w przyszłym roku przełożą się na wzrost potrzeb pożyczkowych netto do około 100 mld PLN. Potrzeby pożyczkowe brutto, jak szacujemy, wzrosną w przyszłym roku do około 215 mld z 192 mld PLN planowanych na rok 2010. Podkreślić należy również, że wyliczenia deficytu na kolejne lata to kwestia dowolności założeń (nie ma obecnie projektów ustaw umożliwiających systematyczne obniżenie deficytu budżetowego a ostatni rok pokazuje, że przy tempie wzrostu gospodarczego poniżej 4% r/r następuje w Polsce powiększanie deficytu budżetowego). Wydaje się wreszcie, że na kształcie WPFP zaważył rachunek polityczny (zachowanie poparcia społecznego dla koalicji przed wyborami parlamentarnymi w 2011 roku) a poważna dyskusja nad stanem finansów publicznych przełożona zostanie na okres powyborczy, co oczywiście oceniamy negatywnie.

Implikacje rynkowe:

- Obecnie rynek wycenia deficyt na 2011 rok w wysokości około 40 mld PLN - wielkość podana w planie wieloletnim, czyli około 45 mld PLN będzie więc pewnym negatywnym zaskoczeniem (nie musi być to jednak sygnał do gwałtownej przeceny).
- Większym problemem może okazać się brak systemowego podejścia do redukcji deficytu i wiarygodność całej założonej na lata 2011-2013 ścieżki.
- Błędne wreszcie mogą okazać się (jak wnosimy po mało agresywnej ścieżce redukcji deficytu) założenia MinFin co do braku redukcji deficytów w strefie euro - dywergencja polskiego deficytu z tymi w Hiszpanii i Portugalii nawet przy wyższym wzroście polskiego PKB może być traktowane przez inwestorów jako tendencja negatywna dla polskich aktywów (coraz wyraźniejsze jest obecnie przeniesienie uwagi inwestorów z kwestii płynnościowych budżetu na kwestie średniookresowe, co zresztą mieliśmy okazję obserwować w przypadku peryferii strefy euro).
- Mało wiarygodna strategia fiskalna może być negatywnym sygnałem dla agencji ratingowych (obniżka ratingu byłaby zdecydowanym sygnałem do gwałtownej przeceny obligacji, bez tego czeka nas utrzymywanie relatywnie wyższej premii za ryzyko i być może zmiana trendu na rentownościach polskich papierów (mało wiarygodną politykę fiskalną równoważyć przez pewien czas mogą pozytywne niespodzianki po stronie wyższego wzrostu PKB).
- Proponowana przez rząd strategia fiskalna to negatywny sygnał dla RPP (część Rady podkreślała konieczność podwyżek stóp w reakcji na rozluźnienie fiskalne, słabszego złotego itd.).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2010
AB	Akumuluj	18,80	17,90	2010-05-06	16,90		10,4
ACTION	Trzymaj	18,49	18,47	2010-08-04	18,47		11,8
AGORA	Trzymaj	24,70	24,95	2010-05-27	24,76		21,4
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,15	2010-05-10	4,65		10,1
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	55,80	2010-04-06	57,60		12,8
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	62,00	2010-05-11	57,50		5,3
BUDIMEX	Sprzedaj	78,30	98,20	2010-08-04	98,20		13,5
BZWBK	Trzymaj	200,50	187,50	2010-04-07	216,50		13,8
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	14,65	13,58	2010-08-04	13,58		14,5
CERSANIT	Trzymaj	13,43	14,30	2010-06-04	14,00		16,9
CEZ	Trzymaj	131,87	141,50	2010-03-03	133,90		10,0
CIECH	Kupuj	39,20	26,91	2010-06-02	27,00		10,6
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	40,40	2010-07-16	39,00		18,0
COMARCH	Redukuj	79,50	84,30	2010-08-03	86,35		32,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	16,03	14,94	2010-08-04	14,94		13,2
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	47,00	2010-07-05	44,80		43,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	169,30	2010-03-12	171,00		16,4
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	84,45	2010-03-09	77,50		16,6
ENEA	Kupuj	21,24	18,39	2010-06-02	18,17		12,4
ERBUD	Akumuluj	54,60	50,50	2010-07-05	50,00		12,4
EUROCASH	Redukuj	18,60	23,15	2010-05-06	20,61		24,9
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,00	2010-05-28	2,00		16,8
GETIN	Trzymaj	10,34	10,25	2010-05-06	10,19		13,4
GTC	Trzymaj	23,90	24,11	2010-05-28	23,80		7,2
HANDLOWY	Kupuj	87,10	77,80	2010-06-02	75,00		16,0
ING BSK	Zawieszona		821,00	2010-08-04	821,00		15,8
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,39	2010-07-09	16,10		5,7
KĘTY	Trzymaj	100,71	107,50	2010-07-06	103,00		13,7
KGHM	Trzymaj	96,10	109,40	2010-05-27	93,70		6,6
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	11,14	2009-12-08	11,39		12,2
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,65	2010-05-28	18,90		17,2
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,70	2010-04-07	14,60		33,1
LOTOS	Sprzedaj	26,50	33,15	2010-08-04	33,15		11,0
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,70	79,15	2010-08-04	79,15		14,5
MILLENNIUM	Zawieszona		4,68	2010-08-04	4,68		19,2
MONDI	Trzymaj	67,30	73,40	2010-06-02	67,90		18,8
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	68,60	68,05	2010-08-02	67,50		17,1
NETIA	Trzymaj	4,30	4,80	2009-11-06	4,36		49,9
PBG	Redukuj	194,00	228,00	2010-06-02	213,40		15,2
PEKAO	Trzymaj	172,80	171,20	2010-03-05	165,50		16,9
PGE	Kupuj	27,90	22,49	2010-03-30	23,00		12,4
PGNiG	Kupuj	4,24	3,55	2010-06-14	3,45		12,4
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	41,45	2010-04-08	39,40		11,4
PKO BP	Trzymaj	40,10	41,00	2010-03-17	39,07		16,5
POLICE	Trzymaj	5,50	5,41	2010-06-02	5,39		
POLIMEX MOSTOSTAL	Redukuj	4,27	4,84	2010-07-30	4,74		16,3
POLNORD	Kupuj	51,60	35,75	2010-06-02	37,70		23,1
PZU	Zawieszona		399,00	2010-08-04	399,00		15,2
RAFAKO	Trzymaj	14,00	13,85	2010-08-04	13,85		18,8
SYGNITY	Kupuj	18,20	14,18	2010-03-02	12,57		
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	18,20	16,35	2010-07-29	15,55		16,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,31	2010-05-06	4,14		16,5
TVN	Redukuj	16,69	18,70	2010-08-04	18,70		22,2
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	71,00	2010-07-05	73,00		15,0
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,12	2010-05-14	7,90		14,1
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	69,40	2010-01-06	80,90		16,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	18,49	2010-07-05
BUDIMEX	Redukuj	Sprzedaj	78,30	2010-07-05
CINEMA CITY	Trzymaj		39,90	2010-07-16
COMARCH	Redukuj	Trzymaj	79,50	2010-08-03
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Trzymaj	50,10	2010-07-05
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	54,60	2010-07-05
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Trzymaj	16,40	2010-07-09
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	100,71	2010-07-06
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	Akumuluj	68,60	2010-08-02
POLIMEX MOSTOSTAL	Redukuj	Kupuj	4,27	2010-07-30
RAFAKO	Kupuj	Trzymaj	14,00	2010-07-05
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Akumuluj	18,20	2010-07-29
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Trzymaj	82,20	2010-07-05

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Akumuluj	18,49	2010-08-04
LOTOS	Sprzedaj	Redukuj	26,50	2010-08-04
BUDIMEX	Sprzedaj	Redukuj	78,30	2010-08-04
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	Kupuj	14,65	2010-08-04
RAFAKO	Trzymaj	Kupuj	14,00	2010-08-04
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Akumuluj	16,03	2010-08-04
TVN	Redukuj	Trzymaj	16,69	2010-08-04
ING BSK	Zawieszona	Trzymaj	749,00	2010-08-04
MILLENNIUM	Zawieszona	Akumuluj	5,31	2010-08-04
PZU	Zawieszona	Trzymaj	358,80	2010-08-04
LW BOGDANKA	Trzymaj	Kupuj	80,70	2010-08-04

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	3	5	31	7	8	0	1	10	3	5
procent	5,6%	9,3%	57,4%	13,0%	14,8%	0,0%	5,3%	52,6%	15,8%	26,3%

Banki

Sprzedaż kredytów hipotecznych w '10 w granicach 40-50 mld PLN - IBnGR, REAS

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową oraz firma REAS oceniają, że w 2010 roku marże kredytów hipotecznych będą spadały. Pomimo okresowych perturbacji, które miały miejsce w 2008 i 2009 i będą miały miejsce również w roku 2010, trend wzrostowy rynku kredytów hipotecznych utrzyma się co najmniej w najbliższych kilku latach. Czynnikiem stymulującym rozwój polskiego rynku kredytów hipotecznych w najbliższych 2-3 latach, będzie złagodzenie polityki kredytowej banków. Zgadza się z oczekiwaniami IBnGR i oczekujemy sprzedaży kredytów hipotecznych na poziomie 45 – 48 mld PLN w 2010 roku.

Wartość kredytów w programie "Rodzina na swoim" w VI '10 wyniosła 664 mln PLN

W czerwcu 2010 roku, w ramach programu "Rodzina na swoim", udzielono ponad 3,5 tys. kredytów za prawie 664 mln PLN. W ciągu sześciu miesięcy 2010 roku udzielono ponad 17,7 tys. kredytów o łącznej kwocie 3,2 mld PLN. Najwięcej kredytów udzielono w czerwcu i w marcu. W maju sprzedaż wyniosła 571 mln PLN (3 tys. kredytów). Widać postępujące ożywienie i wzrost sprzedaży kredytów. Zwykle dobre dane o sprzedaży kredytów w programie „rodzina na swoim” implikują dobre wyniki sprzedaży na całym rynku. Uważamy jednak, że to jedyny segment rynku kredytowego gdzie obserwowany jest wzrost aktywności.

Sprzedaż kredytów hipotecznych do końca maja br.

Zestawienie ZBP dotyczące sprzedaży kredytów hipotecznych w 20 bankach, do której dotarła „Rz” wskazuje, że liderem pozostaje PKO BP. Bank sprzedał 4,8 mld PLN kredytów w okresie styczeń – maj 2010 (28,5% udziałów w rynku). Na drugim miejscu był Getin Noble Bank ze sprzedażą na poziomie 2,1 mld PLN (12,3% rynku). Trzecie miejsce przypadło Nordea Bank (1,39 mld PLN), czwarte Pekao (1,38 mld PLN), piąte Deutsche Bank PBC (1,34 mld PLN), szóste ING BSK (1,15 mld PLN), siódme Kredyt Bank (963 mln PLN), ósme BZ WBK (731 mln PLN), dziewiąte Millennium 669 mln PLN. Grupa BRE (MultiBank łącznie z mBank) sprzedała 931 mln PLN, ale sprzedaż dzielona jest na dwa banki. Łączna sprzedaż w 20 bankach sięgnęła prawie 16,8 mld PLN, a wg „Rz” stanowiło to 93,7% sprzedaży na całym rynku. Bankowcy spodziewają się utrzymania dobrej koniunktury w segmencie kredytów hipotecznych. Według prognoz Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową sprzedaż kredytów mieszkaniowych w 2010 r. wyniesie 40 – 50 mld PLN wobec 38,6 mld PLN w 2009 r. Analizując te poziomy sprzedaży, sprzedaż w całym 2010 roku sięgnęłaby ponad 40 mld PLN. Dane za okres styczeń – maj zawierają jednak słabe dane z początku roku (niska sprzedaż w styczniu i lutym ze względu na ostrą zimę, sytuację na rynku pracy i kryteria banków), co może wskazywać na wyższe średnie miesięczne poziomy sprzedaży niż w pierwszych pięciu miesiącach roku. Podtrzymujemy nasze oczekiwanie sprzedaży 45 – 48 mld PLN kredytów hipotecznych w 2010 roku.

W perspektywie kilku kw. możliwy dalszy spadek tempa wzrostu wartości kredytów - NBP

W perspektywie kilku kwartałów możliwy jest dalszy spadek tempa wzrostu wartości kredytów, bardziej zdecydowany wzrost głównych kategorii kredytów może nastąpić w 2011 roku - wynika z "Raportu o stabilności systemu finansowego - lipiec 2010" NBP. Uważamy, że tempo przyrostu portfela pozostanie dodatnie w tym roku, choć na niskich jednocyfrowych poziomach. Istotnym czynnikiem będzie kwestia waluty, gdyż wahania kursowe mają istotne przełożenie na dynamiki wzrostu portfela.

W scenariuszu bazowym 5 banków wymagałoby zwiększenia kapitału, w szokowym 16 - NBP

W przypadku realizacji scenariusza bazowego, opartego na założeniach czwartej projekcji NBP, pięć małych banków (o łącznym udziale 1,4% w aktywach banków komercyjnych) wymagałoby zwiększenia kapitałów - wynika z raportu NBP. W scenariuszu szokowym dokapitalizowania wymagałoby 16 małych i średnich banków o łącznym udziale w aktywach banków komercyjnych na poziomie 12,1%. Symulacja obejmuje okres do końca 2012 r. Wyniki są naszym zdaniem zadowalające. Zwracamy uwagę, że w scenariuszu szokowym 12,1% rynku przypada aż na 16 banków, czyli pojedynczy podmiot średnio ma poniżej 1% udziałów w rynku. Ryzyko jest zatem rozproszone.

Ubezpieczenie niskiego wkładu własnego dobrym sposobem na większy kredyt - KNF

Pod koniec sierpnia w życie wejdzie większość zmian dotyczących Rekomendacji T, regulującej udzielanie przez banki kredytów hipotecznych. W rekomendacji zawarto zapis, że LTV dla kredytów o terminie spłaty przekraczającym 5 lat, nie powinno przekraczać 80%. Zdaniem



ekspertów wpłynie to na spadek wartości udzielnych kredytów. Część banków proponuje ubezpieczenie niskiego wkładu własnego jako czynnik, który należy uwzględnić przy wyliczaniu LTV. KNF potwierdziło, że takie podejście jest możliwe o ile umowa takiego ubezpieczenia nie jest obwarowana dodatkowymi warunkami. Ubezpieczenie niskiego wkładu własnego jest od dłuższego czasu stosowane przez banki. Zatem nie zmieni się wiele, bo banki już od dłuższego czasu, szczególnie w przypadku kredytów walutowych wymagały takiego ubezpieczenia. Rekomendacja T zawiera również ograniczenia w zakresie udziału łącznych zobowiązań w dochodach kredytobiorcy. Uważamy jednak, że ten zapis dotknie tylko bardzo agresywnych graczy, może również dotknąć segment consumer finance.



BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 187,5 PLN Cena docelowa: 200,5 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkow a	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	13 680,1
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 812,8	10,2%	1 925,6	6,2%		
Zysk brutto	1 211,4	1 163,3	-4,0%	1 334,7	14,7%	1 690,0	26,6%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	993,3	12,1%	1 270,2	27,9%		
ROE	18,4%	16,2%		15,8%		17,8%		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/E	16,0	15,4		13,8		10,8		Zmiana ceny: 6m	11,5%
P/BV	2,8	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	56,9%
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyid (%)	1,6	0,0		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	118,7

* przed kosztami rezerw



Utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj na BZ WBK z naszą ceną docelową na poziomie 200,5 PLN. Uważamy, że obecna wycena banku na poziomie 13,8x P/E na 2010 jest fair w stosunku banków o średniej kapitalizacji, ale atrakcyjna w stosunku do średniej z wskaźników dla PKO BP i Pekao. Wyniki za 2Q10 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, w konsekwencji podtrzymujemy nasze prognozy zysków na poziomie 993 mln PLN na 2010 i 1 270 mln PLN na 2011.

Zysk netto za 2Q10 na poziomie 250 mln PLN zgodne z oczekiwaniami

BZ WBK zaraportował zysk netto za 2Q10 na poziomie 250 mln PLN (-3% R/R, ale +7% Q/Q), który okazał się być zgodnym z naszymi (253 mln PLN) i rynkowymi (263 mln PLN) oczekiwaniami. Przychody ogółem były mocne, +8% Q/Q, na konto sezonowego wpływu dywidendy z Aviva (53 mln PLN). Po skorygowaniu przychodów o sezonowy wpływ i dywidendę, okazują się one być płaskie Q/Q. Wynik odsetkowy był silny, +3% Q/Q, na konto poszerzającej się marży odsetkowej (+11pb. do poziomu 3,19%) dzięki lepszej zyskowności aktywów. Z drugiej strony, wynik handlowy skorygowany o dywidendę z Aviva, okazał się być słabszy zarówno w porównaniu do poprzedniego kwartału (-8%), jak i do kwartału rok temu (-10%). Koszty ogółem (+2% Q/Q) były utrzymane pod kontrolą, głównie dzięki spadkowi kosztów osobowych (-7% Q/Q). Z drugiej strony koszty administracyjne silnie wzrosły, o 18% Q/Q, z powodu podwyższonych wydatków na marketing. Saldo rezerw było dla nas lekkim negatywnym zaskoczeniem wynosząc 146 mln PLN (+108% Q/Q i +19% R/R) i przekładając się na koszty ryzyka w wysokości 173pb. (+90pb. Q/Q). Na uwagę zasługuje fakt, że koszty ryzyka na portfelu detalicznym wzrosły aż o 104pb. Q/Q i wyniosły 480bp. Udział kredytów zagrożonych wzrósł o 50pb. Q/Q do 6,3% głównie ze względu na pogorszenie się jakości kredytów w portfelu korporacyjnym (+90pb. Q/Q do 7,9%). W tym samym czasie wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy spadł nieznacznie o 85pb. Q/Q do 57,6%.

Prezes podtrzymał prognozę kosztów ryzyka na 2010 na poziomie nie większym niż 130pb. oraz wskaźnika kosztów/dochodów w 2010 poniżej 50%

W trakcie konferencji dla analityków po wynikach za 2Q10, prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, podtrzymał swoje wcześniejsze oczekiwania co do kosztów ryzyka i wskaźnika koszty/dochodów na 2010, odpowiednio na poziomie nie więcej niż 130pb. i nie więcej niż 50%. Obie wartości są bliskie naszych obecnych prognoz, spodziewamy się kosztów ryzyka w 2010 na poziomie 135pb., a wskaźnika koszty/dochodów na poziomie 48,1%.

BZ WBK zakłada wypłatę dywidendy za 2010 na poziomie 50%

Przy okazji publikacji wyników za 2Q10, BZ WBK ujawnił, że na potrzeby kalkulacji wskaźnika wypłacalności założył, że stopa dywidendy za 2010 wyniesie 50%. Jest to wartość bardziej optymistyczna niż nasze obecne prognozy. W naszych obecnych prognozach zakładamy stopę dywidendę na poziomie 33%, czyli na poziomie z 2009.

BZ WBK odbył cztery spotkania z potencjalnymi inwestorami

Prezes Mateusz Morawiecki poinformował w trakcie spotkania z analitykami, że BZ WBK odbył cztery spotkania z potencjalnymi inwestorami. Doniesienia prasowe wskazują, że są to PKO BP, Santander, BNP Pariba i Intensa Sanpaolo (który jako jedyny oficjalnie potwierdził swój udział). Uważamy, że na chwilę obecną największe szanse na przejęcie z tej grupy ma PKO BP (faworyzowany przez rząd i KNF) i Santander (który, zgodnie z doniesieniami prasowymi złożył ofertę kupna wszystkich trzech aktywów wystawionych na sprzedaż przez AIB). Oferty mają być złożone do połowy sierpnia, a nowy inwestor ma być poznany we wrześniu.



Getin (Trzymaj)

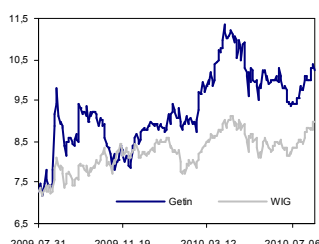
Cena bieżąca: 10,25 PLN Cena docelowa: 10,34 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 017,7	977,5	-3,9%	1 207,9	23,6%	1 329,9	10,1%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkow a	4,0%	2,9%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	7 302,3
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 208,4	5,4%	2 394,1	8,4%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	1 079,9	1 200,0	11,1%	1 230,6	2,5%	1 351,7	9,8%		
Zysk brutto	701,0	357,6	-49,0%	669,1	87,1%	937,3	40,1%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	543,6	97,0%	677,1	24,6%		
ROE	15,2%	7,4%		13,3%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/E	14,3	26,5		13,4		10,8		Zmiana ceny: 6m	15,6%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	35,0%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,2

* przed kosztami rezerw



Pomimo zdumiewająco wysokich dynamik wzrostu kredytów, depozytów i przychodów jakich spodziewamy się w tym roku od Getin Holdingu (odpowiednio 14%, 12%, 5%), utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj z ceną docelową na poziomie 10,34 PLN. Powodem naszego neutralnego podejścia do wyceny spółki jest pogarszająca się jakość książki kredytowej. Po tym jak udział kredytów zagrożonych w ramach kredytów consumer finance wzrósł z 15,2% na koniec 2008 do 39,0% w 1Q10, Getin Noble Bank zaczął odnotowywać również pogarszanie się jakości kredytów hipotecznych (udział kredytów zagrożonych wyniósł 2,8% w 1Q10 versus 1,2% na koniec 2008). Uważamy, że ryzyko zwiększonych odpisów na zagrożone kredyty hipoteczne nie tylko zmaterializuje się w wynikach Getin Holding za 2Q10, ale może również negatywnie wpłynąć na zyskowność spółki w drugim półroczu 2010.

Koszty ryzyka ponownie zdominują wyniki za 2Q10

Prognozujemy, że Getin Holding zaraportuje zysk netto za 2Q10 na poziomie 63 mln PLN (-42% Q/Q i -21% R/R). Niemniej jednak, zaznaczamy, że nasza prognoza nie zakłada żadnych pozytywnych wpływów z tytułu transakcji jednorazowych, tj. zwrot podatku czy odpis badwill'u z tytułu przejęcia GMAC. Spodziewamy się utrzymania silnej dynamiki przychodów (+7% Q/Q), głównie dzięki mocnemu wynikowi prowizyjnemu (+10% Q/Q), z tytułu działalności kredytowej i pośrednictwa. W naszej opinii, koszty wzrosną w tym samym tempie co przychody (+7% Q/Q), co pozwoli utrzymać wskaźnik koszty/dochodów na niezmiennym bardzo niskim poziomie 37,2%. Oczekujemy utrzymanie się w stosunku Q/Q jednoznacznie bardzo wysokich kosztów ryzyka (400pb.) na konto pogarszającej się jakości kredytów hipotecznych.

Getin Holding nabył 10% akcji Fiolet PDK za 19 mln PLN

Getin Holding poinformował, że kupił 56 172 akcji (10,13%) spółki Fiolet PDK od Polish Purple Investments S.a.r.l. z siedzibą w Luksemburgu za 19 mln PLN. Uwzględniając powyższą transakcję, Getin Holding posiada 237 864 (42,94%) akcji Fiolet PDK.

TU Europa wróci do emisji akcji w tym roku, jeśli koniunktura się poprawi

TU Europa podtrzymuje plan przeprowadzenia wtórnej emisji publicznej, "jeszcze w tym roku, kiedy koniunktura na giełdzie się poprawi".



Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 77,8 PLN

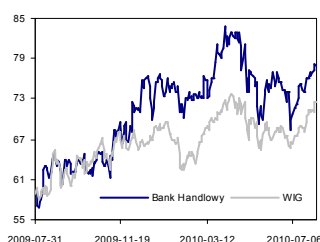
Cena docelowa: 87,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 507,7	0,2%	1 560,7	3,5%	Liczba akcji (m ln)	130,7
Marża odsetkow a	3,4%	3,8%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	10 165,3
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 482,6	2,7%	2 600,0	4,7%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 133,0	-5,6%	1 183,0	4,4%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	806,0	23,0%	1 105,3	37,1%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	633,4	25,6%	868,6	37,1%		
ROE	10,7%	8,5%		10,1%		13,2%		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/E	16,9	20,2		16,0		11,7		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV	1,8	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	36,9%
D/PS	4,8	0,0		3,8		3,9		Max (52 tyg.)	83,9
Dyield (%)	6,1	0,0		4,8		5,0		Min (52 tyg.)	56,9

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj na Bank Handlowy z ceną docelową na poziomie 87,1 PLN. Handlowy jako jeden z dwóch banków w Polsce charakteryzuje się znacznym przekapitalizowaniem (wskaźnik Tier-1 za 1Q10 wyniósł aż 18,4%). To, w połączeniu z mało wymagającym spodziewanym wzrostem aktywów ważonych ryzykiem, pozwala oczekiwać w przyszłości wysokich stóp wypłaty dywidendy. Przy naszym obecnym założeniu wypłaty dywidendy na poziomie 80% na lata 2010-2012 (versus 88% w 2009), stopa dywidendy wyniesie 5,0-7,5%, co uważamy za główny atut.

Spodziewamy się zysku netto za 2Q10 na poziomie 177 mln PLN, zgodnie z rynkiem

Prognozujemy, że Handlowy zaraportuje wysoki zysk netto za 2Q10 na poziomie 177 mln PLN (+17% Q/Q i +148% R/R), co jest zgodne z oczekiwaniami rynkowymi (174 mln PLN). Spodziewamy się mocnego wzrostu przychodów, +10% Q/Q, ale głównie na konto silnego wyniku handlowego i pozytywnego wpływu pozostałych przychodów operacyjnych (brak odpisu z tytułu odkupu obligacji Lehmana). Oczekujemy, że główne linie przychodowe, wynik odsetkowy i wynik prowizyjny, wykażą niewielką zmianę versus 1Q10 – pierwszy -2% ze względu na presję na marżę depozytową spowodowaną spadkiem rynkowych stóp procentowych, drugi +3%. Uważamy, że silnemu wzrostowi przychodów będzie towarzyszył podobnie wysoki wzrost kosztów, +8% Q/Q. Spodziewamy się przede wszystkim wysokich kosztów administracyjnych, +9% Q/Q, ze względu na niską bazę 1Q10. Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie nieznacznie Q/Q (o 11%), gdyż nie spodziewamy się rozwiązań rezerw w portfelu korporacyjnym.



ING BSK (Zawieszona)

Cena bieżąca: 821 PLN

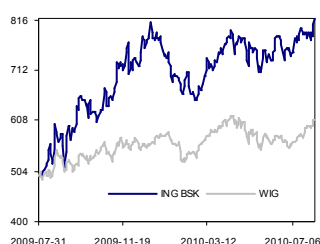
Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 152,0	1 442,1	25,2%	1 539,3	6,7%	1 658,7	7,8%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkow a	1,9%	2,2%		2,5%		2,5%		MC (cena bieżąca)	10 681,2
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 649,7	6,5%	2 847,6	7,5%	Free float	18,9%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 116,4	12,7%	1 247,2	11,7%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	840,7	13,9%	1 145,3	36,2%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	677,5	13,9%	923,1	36,2%		
ROE	11,1%	13,1%		13,0%		15,3%		Zmiana ceny: 1m	10,3%
P/E	24,0	18,0		15,8		11,6		Zmiana ceny: 6m	22,5%
P/BV	2,5	2,2		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	66,2%
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	821,0
Dyield (%)	1,4	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	494,0

* przed kosztami rezerw



W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, zawieszamy zalecenie inwestycyjne dla banku ING BSK.



Kredyt Bank (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,7 PLN

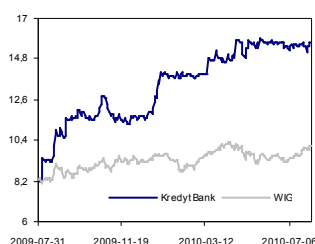
Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)
Wynik odsetkowy	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%	Liczba akcji (mln) 271,7
Marża odsetkowa	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca) 4 265,0
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 597,3	4,4%	1 699,0	6,4%	Free float 7,7%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	651,5	-23,2%	700,2	7,5%	
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	161,0	245,1%	552,4	243,1%	
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	128,8	272,7%	441,9	243,1%	
ROE	13,2%	1,3%		4,9%		15,0%		Zmiana ceny: 1m 1,7%
P/E	13,1	123,4		33,1		9,7		Zmiana ceny: 6m 14,2%
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m 91,0%
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 15,9
Dywid (%)	3,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 8,2

* przed kosztami rezerw



Pracę jaką Kredyt Bank wykonał w ramach ograniczania i racjonalizacji kosztów w 2009 oceniamy jednoznacznie i uważamy, że to może być jeden z kluczowych czynników do odbudowy zyskowności (ponad koszt kapitału) w przyszłości. Niemniej jednak, sądzymy że dalsze nominalne obniżanie kosztów będzie ciężkie, a poprawa wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw może jedynie nastąpić przez wzrost po stronie przychodowej, co może okazać się trudne do osiągnięcia w 2010. Mimo, że oczekujemy znacznej poprawy zysków w tym roku (+ 273% do 129 mln PLN) na konto znacznego obniżenia kosztów ryzyka (-39%), w naszej opinii warunkuje to jedynie rekomendację Trzymaj z ceną docelową na poziomie 15,30.

Oczekujemy spadku zysk netto w 2Q10 o 20% Q/Q do 48 mln PLN

Prognozujemy, że zysk netto Kredyt Banku w 2Q10 wyniesie 48 mln PLN (-20% Q/Q, ale +19% R/R, 14% poniżej obecnego konsensusu rynkowego. Spodziewamy się marginalnego spadku wyniku odsetkowego (-1% Q/Q) głównie z powodu negatywnego wpływu spadających rynkowych stóp procentowych. Co więcej, nie przewidujemy żeby ewentualne wzrosty Q/Q po stronie depozytów pociągnęły za sobą wzrost książki kredytowej i aktywów ogółem. Uważamy, że niższa aktywność biznesowa przełoży się również na tylko płaski Q/Q wynik prowizyjny. Prognozujemy, że podobnie jak przychody ogółem, koszty również wykażą dynamikę Q/Q bliską zera. Przy stabilizacji kosztów ryzyka po stronie detalicznej, oczekujemy wzrostu odpisów w obszarze przedsiębiorstw (w 1Q10 bank miał rozwiązania w segmencie korporacyjnym na poziomie +3 mln PLN).



Millennium (Zawieszona)

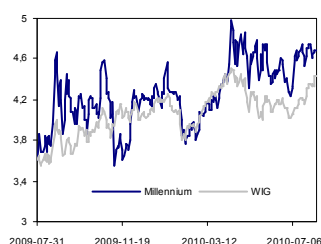
Cena bieżąca: 4,68 PLN Cena docelowa: -

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 135,1	691,1	-39,1%	998,9	44,5%	1 139,4	14,1%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkow a	2,9%	1,5%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	5 677,4
WNDB	1 827,5	1 434,2	-21,5%	1 744,7	21,6%	1 956,9	12,2%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	657,0	431,0	-34,4%	693,9	61,0%	837,0	20,6%		
Zysk brutto	521,8	1,9	-99,6%	370,3	19639,9%	656,6	77,3%		
Zysk netto	413,5	1,5	-99,6%	295,3	19639,9%	523,6	77,3%		
ROE	15,5%	0,1%		8,6%		12,1%		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/E	9,6	2 656,5		19,2		10,8		Zmiana ceny: 6m	17,0%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	26,8%
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	4,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6

* przed kosztami rezerw



W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, zawieszamy zalecenie inwestycyjne dla banku Millennium.



Pekao (Trzymaj)

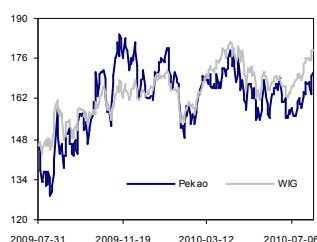
Cena bieżąca: 171,2 PLN Cena docelowa: 172,8 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 313,5	13,4%	4 660,1	8,0%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkow a	3,5%	2,9%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	44 911,0
WNDB	7 578,2	7 062,6	-6,8%	7 552,6	6,9%	8 131,2	7,7%	Free float	40,7%
Wynik operacyjny*	4 535,0	3 466,0	-23,6%	3 805,9	9,8%	4 267,2	12,1%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,7	-31,0%	3 305,9	10,3%	3 920,4	18,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 412,0	-31,6%	2 661,0	10,3%	3 157,4	18,7%		
ROE	23,0%	14,1%		14,3%		16,2%		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/E	12,7	18,6		16,9		14,2		Zmiana ceny: 6m	10,4%
P/BV	2,8	2,5		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	28,6%
D/PS	9,6	0,0		2,9		8,1		Max (52 tyg.)	184,6
Dyild (%)	5,6	0,0		1,7		4,7		Min (52 tyg.)	128,0

* przed kosztami rezerw



Pekao jest jednym z dwóch najlepiej dekapitalizowanych banków w Polsce z współczynnikiem wypłacalności na poziomie 18,0% po 2Q10. Mimo, że w naszej opinii Pekao nie jest w stanie dostarczyć takiego wzrostu aktywów ważonych ryzykiem aby efektywnie wykorzystać nadwyżki kapitałowe, nie zakładamy wypłaty dywidendy z kapitałów. W naszej opinii bank będzie utrzymywał nadwyżki kapitałowe, żeby być przygotowanym na kolejne ewentualne ruchy konsolidacyjne w polskim sektorze bankowym. Wydaje się to być tym bardziej prawdopodobne, jeżeli PKO BP uda się przejąć BZ WBK. Po tym jak Pekao dostarczyło po sześciu miesiącach 46% naszej całorocznej prognozy zysku na poziomie 2,66 mld PLN, nie widzimy podstaw do zmiany naszych prognoz i oceny banku. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj z ceną docelową na poziomie 172,80 PLN.

Wyniki za 2Q10 były zgodne z oczekiwaniami

Pekao zaraportował zysk netto za 2Q10 w wysokości 619 mln PLN (+3% Q/Q i +1% R/R), który okazał się zgodny z oczekiwaniami naszymi (606 mln PLN) i rynkowymi (619 mln PLN). Pozytywnie zaskoczyły nas dynamiki wzrostu depozytów (+6% Q/Q) i kredytów (+8% Q/Q), obie pozycje dzięki dobremu zachowaniu się segmentu korporacyjnego. Mimo zadawalającego wzrostu bilansu, wynik odsetkowy (1,0 mld PLN) był tylko płaski Q/Q z powodu zawężenia się marży odsetkowej (o 4pb. Q/Q do 3,07%). Naszym zdaniem jest to efekt negatywnego oddziaływania spadających rynkowych stóp procentowych. Zarówno wynik prowizyjny (+3% Q/Q) i wynik handlowy (+5% Q/Q) były na poziomie zadawalającym. Koszty (płasko Q/Q) są nadal trzymane mocno pod kontrolą. 2% Q/Q wzrost kosztów osobowych został w całości zrekomensowany przez 8% Q/Q spadek amortyzacji (wynikający z procesów optymalizacji w zakresie IT i logistyki). Saldo rezerw (-3% Q/Q) w wysokości 136 mln PLN było zgodne z naszymi oczekiwaniami. W konsekwencji koszty ryzyka wyniosły 69pb. i spadły nieznacznie Q/Q (o 4pb.).

Cały czas brak jasnej deklaracji w sprawie wykorzystania nadwyżki kapitałowej

W trakcie konferencji po publikacji wyników za 2Q10, zarząd banku cały czas unikał jednoznacznej odpowiedzi w kwestii nadwyżki kapitałowej i jej potencjalnego wykorzystania. Uważamy, że w sytuacji w której PKO BP ma duże szanse na przejęcie BZ WBK, Pekao nie wypłaci dywidendy z kapitałów (jedynie na bieżąco z zysku), aby być przygotowanym na potencjalne następne ruchy konsolidacyjne w Polsce. W konsekwencji w naszych obecnych prognozach zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 80%.



PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 41 PLN

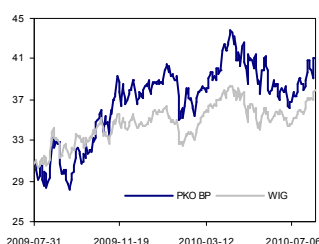
Cena docelowa: 40,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 224,4	23,2%	6 824,2	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkow a	5,0%	3,5%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	51 250,0
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 636,9	12,0%	10 446,9	8,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 462,2	18,1%	6 168,3	12,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	3 924,9	33,4%	5 461,6	39,2%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 100,7	34,5%	4 314,7	39,2%		
ROE	24,1%	13,4%		14,5%		18,2%		Zmiana ceny: 1m	11,8%
P/E	13,1	22,2		16,5		11,9		Zmiana ceny: 6m	16,9%
P/BV	2,9	2,5		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	40,6%
D/PS	1,1	1,0		0,8		1,2		Max (52 tyg.)	43,9
Dyld (%)	2,7	2,4		2,0		3,0		Min (52 tyg.)	28,1

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj dla PKO BP z ceną docelową 40,10 PLN. Uważamy, że głównym czynnikiem będącym wpływającym na kurs akcji będą dalsze informacje dotyczące sprzedaży BZ WBK, w której PKO BP jest jednym z czterech instytucji zakwalifikowanych do due diligence. Chociaż z punktu widzenia strategicznego, taka transakcja wydaje się być atrakcyjna, kluczowe do oceny jej ekonomiki i wpływu na wycenę banku jest przede wszystkim informacja o cenie potencjalnego zakupu. Uważamy, że istnieje ryzyko związane z samym procesem zakupu aktywów (w tym cena) jak również związane z późniejszym procesem integracji aktywów. Ponadto, spółka handluje się na wymagających poziomach (P/E'10 na poziomie 16,5x, 10% powyżej polskich banków). Z drugiej strony, jeżeli PKO BP nie przejmie żadnego banku do grudnia tego roku, inwestorzy mogą liczyć na szczodłą dywidendę (1,90 PLN na akcję, stopa dywidendy 4,6%) co może stanowić oparcie do kursu do końca tego roku.

Oczekujemy mocnych wyników za 2Q10 z zyskiem na poziomie 738 mln PLN

Oczekujemy 738 mln PLN zysku netto (+2% Q/Q i +21% Q/Q). Uważamy, że pozytywne momentum zostanie utrzymane pomimo spadku rynkowych stóp procentowych, negatywnie oddziałujących na marżę depozytową. W naszej opinii, utrzymanie aktywności po stronie sprzedaży kredytów oraz zakończenie lokaty „Progresja”, pozwoli na utrzymanie wyniku odsetkowego na poziomie z 1Q10. Oczekujemy również wzrostu wyniku prowizyjnego (+3% Q/Q). Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu oczekujemy utrzymania kosztów działania pod kontrolą (+3% Q/Q). Naszym zdaniem koszty ryzyka kredytowego zostaną na podobnych poziomach w relacji do 1Q10.

Rząd nie wyklucza sprzedaży PKO BP, przy zachowaniu min. 25% akcji

Premier, Donald Tusk, powiedział, że w wieloletnim planie finansowym rząd nie wyklucza sprzedaży akcji PKO BP i PZU, ale tak, żeby Skarb Państwa utrzymał minimum 25% akcji spółki. Jako powody takiej decyzji, premier podał problemy budżetowe państwa w latach 2011-2012.

PKO BP udzielił 5,9 mld PLN kredytów mieszkaniowych w pierwszej połowie 2010

PKO BP poinformował, że w pierwszej połowie 2010 udzielił 33,6 tys. kredytów mieszkaniowych za w sumie 5,9 mld PLN. 31,1 tys. kredytów za 5,4 mld PLN przypadło na kredyty złotowe, podczas gdy 2,5 tys. kredytów za 0,6 mld PLN na kredyty w EUR.

PKO BP przeszedł pozytywnie europejskie stress testy

PKO BP jako jeden z 91 banków europejskich wziął udział w stress testach i przeszedł je pomyślnie. PKO BP podał, że w wyniku założonego scenariusza niekorzystnego oszacowany poziom wskaźnika adekwatności kapitałowej dla funduszy podstawowych Tier 1 osiągnąłby 15,7% w 2011 r. (minus 80pb. versus scenariusz bazowy z wskaźnikiem Tier 1 na poziomie 16,5%) w porównaniu z 13,3 proc. na koniec 2009. W scenariuszu niekorzystnym, uwzględniającym dodatkowy wstrząs wynikający z ryzyka krajów, tzw. "sovereign risk", współczynnik obniżyłby się o 30pb., do wartości 15,4% na koniec 2011. Bank podał, że wyniki testów warunków skrajnych wskazują nadwyżkę funduszy podstawowych na poziomie 2 825 mln EUR w PKO BP w stosunku do wymaganego na poziomie 6% wskaźnika adekwatności kapitałowej dla funduszy podstawowych Tier 1, przyjętego jedynie dla potrzeb testów.

WZA uchwaliło warunkową dywidendę za 2009 na poziomie 1,90 na akcję

WZA PKO BP, które odbyło się 23 lipca, uchwaliło warunkową dywidendę za 2009 na poziomie

1,90 na akcji. Zgodnie z postanowieniami uchwały wypłata nastąpi 20 grudnia 2010 (dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 23 października) jeżeli do 10 grudnia 2010 PKO BP nie przejmie innego banku na terenie Polski. Uchwalona dywidenda warunkowa implikuje wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 100% i stopę dywidendy w wysokości 4,6%. Uważamy, że jeżeli nie nastąpi przejęcie, wysoka wartość dywidendy będzie stanowiła oparcie dla kursu akcji PKO BP.

PKO BP analizuje pod kątem ewentualnych przejęć kilka banków na terenie Polski

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, poinformował, że bank analizuje pod kątem przejęć kilka banków na terenie Polski. PKO BP byłoby potencjalnie zainteresowane instytucją o zdrowych aktywach, o odpowiednio dużej sumie bilansowej (żeby przejęcie miało sens ekonomiczny). Ewentualne przejęcie miałooby przyspieszyć wzrost organiczny banku. Uważamy, że ten komentarz odnosi się przede wszystkim do toczącej się transakcji sprzedaży BZ WBK, w której PKO BP bierze udział.

Rezygnacja Wiceprezesa Zarządu odpowiedzialnego za IT

Pan Mariusz Zarzycki, Wiceprezes Zarządu PKO BP odpowiedzialny za Obszar Informatyki i Usług, złożył w dniu 21 lipca rezygnację z pełnionej funkcji z dniem 31 lipca.

PKO BP, razem z trzema innymi podmiotami, jest na krótkiej liście do zakupu BZ WBK

Według doniesień prasowych PKO BP (obok Santander, BNP Pariba i Intensa Sanpaolo) jest na krótkiej liście instytucji, które zostały dopuszczone do drugiej tury negocjacji o zakup BZ WBK. Uważamy, że największe szanse na przejęcie BZ WBK obok PKO BP (faworyzowany przez rząd i KNF) ma Santander (który, zgodnie z doniesieniami prasowymi złożył ofertę kupna wszystkich trzech aktywów wystawionych na sprzedaż przez AIB). Oferty mają być złożone do połowy sierpnia, a nowy inwestor ma być poznany we wrześniu.

Sprzedaż portfela kredytów nieregularnych

Sfinalizowano transakcję sprzedaży pakietu wierzytelności detalicznych o wartości nominalnej około 600 mln PLN. Nie podano za jaką cenę portfel został kupiony. Przedstawiciele firm windykacyjnych twierdzą, że była ona niższa niż 10% wartości portfela. Jest to normalna działalność banku, choć portfel sprzedany w tej transakcji jest istotny. Zazwyczaj sprzedawane są portfele prawie w pełni obrezerwowane. Różnica między kwotą jaką bank otrzymał za portfel, a koniecznością dotworzenia rezerw będzie pozytywnie wpływać na wynik banku. Uważamy jednak, że będzie miało to nieistotny wpływ na wyniki.

Fitch podtrzymał rating wsparcia dla PKO BP na poziomie "2"

Fitch podtrzymał rating wsparcia dla banku PKO BP na poziomie "2". Rating wsparcia odzwierciedla wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać od Skarbu Państwa, z uwagi na istotne znaczenie PKO BP dla krajowego sektora bankowego odzwierciedlone poprzez wysoki udział w rynku depozytów oraz bezpośredni (41%) i pośredni (10%) udział Skarbu Państwa w akcjonariacie banku.

PKO BP planuje emisję obligacji podporządkowanych o wartości do 5 mld PLN

PKO BP planuje przeprowadzenie do końca 2010 roku emisji obligacji podporządkowanych o wartości do 5 mld PLN (w formie 10-cio letnich papierów wartościowych z możliwością przedterminowego wykupu). Środki pozyskane z emisji zostaną - po uzyskaniu odpowiedniej zgody KNF - przeznaczone na podwyższenie funduszy uzupełniających banku. Celem emisji jest „zapewnienie jak najwyższych wyników finansowych oraz zagwarantowanie jak najlepszej pozycji konkurencyjnej Banku na rynku”. Przeprowadzenie emisji obligacji i skorzystanie z pozyskanych środków będzie uzależnione od sytuacji rynkowej. Emisja będzie skierowana do inwestorów krajowych: OFE, TFI, firm ubezpieczeniowych, banków. Nie wyklucza się możliwości zachęcenia inwestorów zagranicznych. Prezes nie ujawnił od czego uzależnione jest podjęcie decyzji o emisji. Powiedział również, że bank chce obniżyć współczynnik wypłacalności do 11 – 12%, gdyż wskaźnik na obecnym poziomie (ponad 14%) jest za wysoki. W ocenie prezesa PKO BP proces konsolidacji na polskim rynku, który zaczął się w ubiegłym roku, będzie trwał i na sprzedaż oprócz BZ WBK mogą zostać wystawione też inne podmioty.

Ubezpieczyciele



PZU (Zawieszona)

Cena bieżąca: 399 PLN

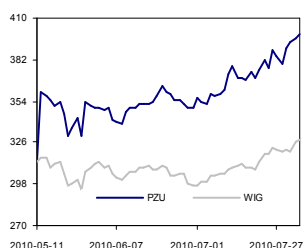
Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

Podstawowe dane (mln PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%	Liczba akcji (mln)	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)	34 454,6
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	13,3%
P/E	14,8	9,2		15,2		12,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	3,1		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	
D/PS	0,0	0,0		10,9		11,8		Max (52 tyg.)	399,0
Dyielid (%)	0,0	0,0		2,7		3,0		Min (52 tyg.)	312,5



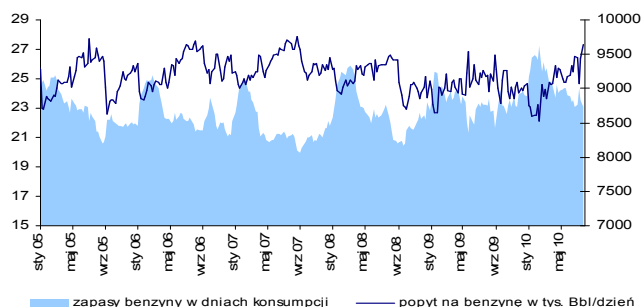
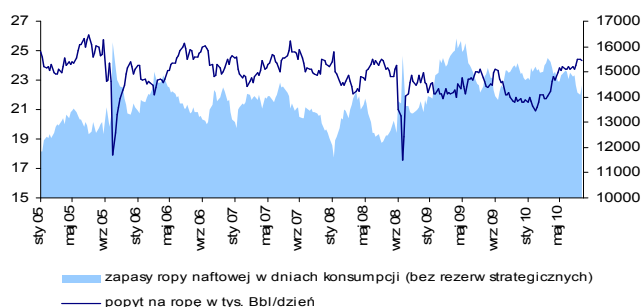
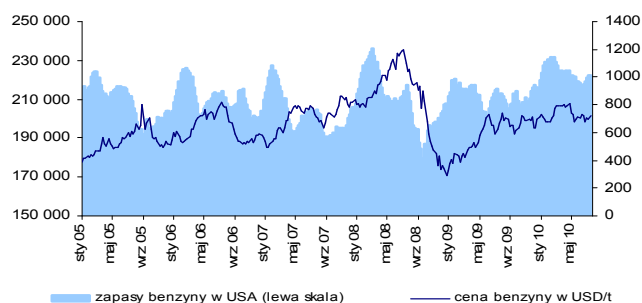
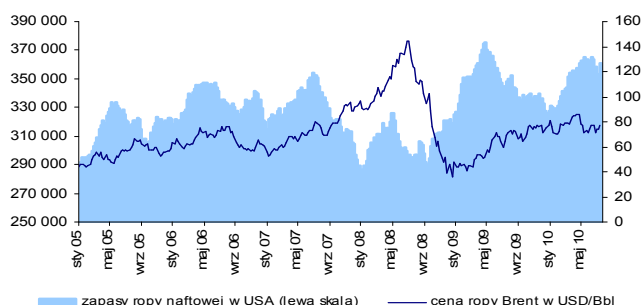
W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji, zawieszamy zalecenie inwestycyjne dla PZU.

Paliwa, chemia

Zapasy diesla infekują marże

W lipcu obserwowaliśmy kontynuację trendu zwiększania wykorzystania mocy produkcyjnych przez rafinerie amerykańskie, które pod koniec miesiąca zanotowały najwyższy przerób od sierpnia 2007 roku. Niestety popyt na paliwa nie zwiększał się proporcjonalnie, co doprowadziło do wzrostu zapasów benzyny i średnich destylatów odpowiednio o 1,9% i 5,1% w ujęciu m/m. Takie niebilansowanie rynku doprowadziło do korekty marż rafineryjnych, infekowanych głównie niekorzystnymi relacjami cracków na dieslu i ciężkich olejach opałowych. Słabe dane dotyczące sprzedaży detalicznej i optymizmu konsumentów w USA nie stanowią na razie podstawy do formułowania bardziej pozytywnych opinii o perspektywach sektora rafineryjnego w najbliższych miesiącach, tym bardziej że sezon transportowy jest już na półmetku.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

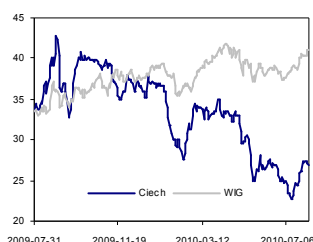
Cena bieżąca: 26,91 PLN

Cena docelowa: 39,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 684,2	-2,7%	3 962,3	7,5%	4 332,3	9,3%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	365,1	-18,9%	461,0	26,3%	513,6	11,4%	MC (cena bieżąca)	753,5
marża EBITDA	11,9%	9,9%		11,6%		11,9%		EV (cena bieżąca)	2 329,9
EBIT	246,7	135,0	-45,3%	233,0	72,6%	273,9	17,5%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-85,5	103,9%	71,2		112,8	58,4%		
P/E				10,6		6,7		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	4,7	5,2		2,5		2,1		Zmiana ceny: 6m	-8,5%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-20,4%
EV/EBITDA	5,4	6,4		5,1		4,5		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	7,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,8



Notowania Ciechu odbiły się od lokalnego minimum, co w dużej mierze jest zapewne pochodną poprawy nastrojów na szerokim rynku, choć nie bez znaczenia mogły być postępy w procesie dezinwestycyjnym, w szczególności sprzedaż pakietu PTU za 136 mln PLN. Naszym zdaniem Ciech pozostaje najbardziej atrakcyjną spółką z polskiego sektora chemicznego, gdyż jest w stanie wygenerować pozytywne zaskoczenia na wynikach w kontekście niskich już oczekiwań rynkowych. Spodziewamy się, że najbliższe miesiące przyniosą wzrost cen sody w Europie napędzane drożącym gazem i koksem, co zapewni poprawę marż w kluczowym dla Ciechu segmencie. Dodatkowym wsparciem dla wyników w 2H'10 powinna być odżywiająca dywizja organika oraz postępy w kolejnych projektach dezinwestycyjnych, które będą obniżały wielkość oczekiwanej emisji akcji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Azoty mogą złożyć ofertę na Fosfory już pod koniec lipca

ZA Tarnów na przełomie lipca i sierpnia powinny zakończyć badanie due dilligence Gdańskich Fosforów i będą wówczas gotowe do złożenia oferty. Dezinwestycja Fosforów w tym roku wydaje się możliwa tym bardziej, że według ostatnich wypowiedzi Prezesa Kunickiego Tarnów nie jest jedynym potencjalnym oferentem. Szczególnie atrakcyjnym aktywem tej gdańskiej spółki może okazać się infrastruktura portowa. Aktualna wartość księgowa udziałów Fosforów w sprawozdaniu jednostkowym Ciechu wynosi 20,9 mln PLN, a wartość kapitałów własnych tej spółki to 114 mln PLN. Nie znamy szczegółowych danych finansowych tego podmiotu, więc jedynym możliwym przybliżeniem wartości rynkowej tej spółki może być średni wskaźnik P/BV dla ZAP, ZAT i Polic, który wynosi 0,66 i implikuje wartość Fosforów na 75 mln PLN. Uzyskanie takiej kwoty ocenilibyśmy jako pozytywną informację, tym bardziej że wartość zadłużenia odsetkowego tej spółki na koniec roku wynosiła 106 mln PLN.

List intencyjny z Marvipolem

Ciech i Marvipol podpisały list intencyjny w sprawie sprzedaży działki w Warszawie. Ostateczna umowa ma być sfinalizowana do 7 sierpnia. Przedmiotem umowy jest zapewne działka przy ulicy Powązkowskiej, której wartość w naszym modelu wyceny szacujemy na 16 mln PLN.

Sprzedaż pakietu Elzabu

Spółka zależna Ciechu Polsin Private Limited sprzedała posiadany przez siebie pakiet akcji Elzabu (12,62%) spółce Novitus. Wartość transakcji wyniosła 6,07 mln PLN.

Umowa sprzedaży PTU

Zarząd Ciech poinformował o podpisaniu umowy sprzedaży pakietu 45% akcji PTU za 136 mln PLN. Nabywcą zgodnie z wcześniejszymi doniesieniami został niemiecki ubezpieczyciel Gothaer Finanzholding. Umowa została zawarta pod warunkiem uzyskania zgód odpowiednich organów nadzorczych i korporacyjnych, a maksymalny termin jej finalizacji to 30 czerwca 2011 roku. Przypominamy, że wartość bilansowa pakietu PTU w aktywach Ciechu wynosiła 34 mln PLN, tak więc Spółka rozpozna na tej transakcji 102 mln PLN zysku brutto, a uzyskany przepływ pieniężny po opodatkowaniu sięgnie 116 mln PLN. W naszym modelu pakiet PTU wycenialiśmy na 75 mln PLN.



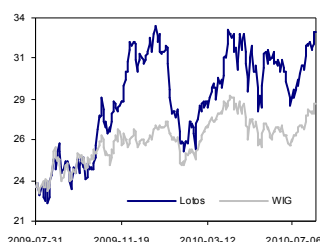
Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 33,15 PLN Cena docelowa: 26,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	4 305,3
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 598,9
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		4,9		11,0		7,5		Zmiana ceny: 1m	14,7%
P/CE		3,6		5,8		3,2		Zmiana ceny: 6m	27,7%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	45,4%
EV/EBITDA	43,6	13,4		13,2		8,2		Max (52 tyg.)	33,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,2



Akcje Lotosu zachowywały się bardzo dobrze w ostatnim miesiącu, co można w dużej mierze tłumaczyć deklaracjami MSP w sprawie pełnej prywatyzacji Spółki i oczekiwaniami rynku co do ewentualnego wezwania z premią do aktualnej ceny rynkowej. W naszej opinii realizacja takiego scenariusza może być jednak trudna z uwagi na uwarunkowania polityczne i fakt, że potencjalni inwestorzy branżowi to przede wszystkim koncerny rosyjskie. Dodatkowo zwracamy uwagę na możliwość rozczarowania wynikami rafinerii w 2Q z uwagi na tradycyjne odchylenie od benchmarkowych marż w otoczeniu drożejącej ropy i oczekiwane znacznie niższe marże na asfaltach. Ostatnie wzrosty kursu skłaniają nas ku obniżeniu rekomendacji z redukuj na sprzedaj.

Lotos dla PKN lub PGNiG?

Według doniesień prasowych kompromis MSP i Ministerstwa Gospodarki w sprawie prywatyzacji Lotosu może oznaczać, że tak naprawdę gdański koncern trafi w ręce albo Orlenu albo PGNiG. Resort skarbu ma zamiar sprzedać do 53% udziałów w Lotosie, ale według prasy wraz z premią za kontrolę MSP oczekuje około 3 mld PLN (43 PLN za akcję). Na razie trudno ocenić wiarygodność tych informacji. Teoretycznie taki scenariusz można sobie wyobrazić, aczkolwiek podkreślamy, że w obecnych warunkach makro wycena Lotosu na ponad 43 PLN za akcję nie znajduje żadnego uzasadnienia. Naszym zdaniem zakup Lotosu przez Orlen czy PGNiG nawet po aktualnej wycenie rynkowej byłby odebrany negatywnie. Oczywiście w przypadku Orlenu można oczekiwać pozytywnych efektów synergii w przypadku takiej akwizycji, ale z uwagi na presję lokalnych polityków dotyczyłyby one tylko aspektów logistyki. Zapewne siedziba i część administracyjna musiałaby pozostać w Gdańsku.



PGNiG (Kupuj)

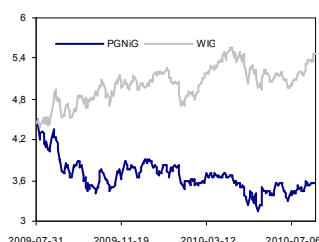
Cena bieżąca: 3,55 PLN

Cena docelowa: 4,24 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	20 861,5	8,1%	21 546,0	3,3%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	3 663,5	29,5%	3 963,9	8,2%	MC (cena bieżąca)	20 945,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		17,6%		18,4%		EV (cena bieżąca)	23 726,1
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 087,0	56,5%	2 270,2	8,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	1 685,1	40,2%	1 602,1	-4,9%		
P/E	24,2	17,4		12,4		13,1		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	9,1	7,8		6,4		6,4		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-15,9%
EV/EBITDA	9,2	7,7		6,5		6,4		Max (52 tyg.)	4,4
Dyld (%)	5,4	0,7		2,3		3,2		Min (52 tyg.)	3,2



Podtrzymujemy opinię, iż inwestorzy wyraźnie niedoszacowują wartości aktywów wydobywczych Spółki, w szczególności projektów zagranicznych, a tymczasem to ten obszar może w najbliższych miesiącach znaleźć się w centrum zainteresowania rynku w kontekście planowanego uruchomienia produkcji na szelfie norweskim (nawet 1 mld PLN dodatkowego zysku operacyjnego od 2013 roku) oraz postępów na koncesjach w Pakistanie. Dodatkowo obserwowane w ostatnim czasie umocnienie złotego poprawia sytuację marżową w segmencie obrotu, a drożący gaz w Europie Zachodniej pozwala na umiarkowany optymizm jeśli chodzi o decyzję taryfową URE w zakresie nowego wniosku. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Nowy wniosek taryfowy złożony

PGNiG złożyło do URE nowy wniosek taryfowy z propozycją podwyżki cen gazu od października, jak donosiły media o ponad 10%. Obecny cennik został przez regulatora ustalony do listopada. W naszym modelu zakładamy podwyżkę cen gazu w 4Q o 5% i uważamy, że PGNiG ma obiektywne argumenty nawet za wyższym wzrostem cen w związku z drożącym surowcem z importu. Obecnie rosną również ceny spotowe gazu w Europie (spread do taryfy PGNiG zmniejszył się ze 150 USD/tys. m³ do 20-40 USD/tys. m³), gdyż coraz większy udział w koszyku ma tam gaz rosyjski. W tych warunkach podwyżka cen gazu w Polsce nie nadwyrężyłaby istotnie pozycji konkurencyjnej polskich zakładów chemicznych.

Aneks do umowy z Policami

PGNiG poinformowało o zawarciu aneksu do porozumienia z Policami w sprawie spłaty zadłużenia. Na mocy aneksu kwota stanowiąca część należności głównej (10 mln PLN) oraz odsetki od nieterminowych płatności w wysokości 14,2 mln PLN zostaną zapłacone w terminie 7 dni od zawarcia aneksu, a pozostała kwota w wysokości 118,8 mln PLN wraz z odsetkami zostanie zapłacona do dnia 31.08.2010. Police zgodziły się również na ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń na rzecz PGNiG w formie wszystkich udziałów w posiadanych spółkach Supra i Kemipol. Uważamy, że ta ugoda pozwoli na rozwiązanie znacznej części rezerw na należności od Polic. Dodatkowe zabezpieczenia zostały ustanowione na ciekawych aktywach, których spieniężenie nie powinno stanowić problemu.

Pierwsze prace na złożu łupkowym

Amerkański koncern Halliburton przeprowadził na zlecenie PGNiG zabieg szczelinowania złoża gazu łupkowego na należącej do polskiego koncernu koncesji Markowola. Pierwsze wnioski pojawiają się w tym projekcie już za kilka tygodni. Jeśli będą pozytywne to wydobyć mogłoby się według Zarządu rozpocząć już za 3-4 lata. Na razie są oczywiście wstępne prace, ale deklaracja o potencjalnym uruchomieniu produkcji już za 3-4 lata może stanowić zaskoczenie w kontekście dotychczasowych zapowiedzi, iż gaz łupkowy w Polsce może wejść w skalę produkcyjną dopiero za około 10 lat. Zwracamy jednak uwagę, że koncesja Markowola jest analizowana przez PGNiG już od kilku lat i posiada już szeroką dokumentację geologiczną oraz przeprowadzone pierwsze odwierty konwencjonalne, tak więc w przypadku potwierdzenia występowania tam komercyjnych złóż gazu, ale uruchomienie produkcji byłoby możliwe w ciągu 3-4 lat.

Lotos dla PKN lub PGNiG?

Według doniesień prasowych kompromis MSP i Ministerstwa Gospodarki w sprawie prywatyzacji Lotosu może oznaczać, że tak naprawdę gdański koncern trafi w ręce albo Orlenu albo PGNiG. Resort skarbu ma zamiar sprzedać do 53% udziałów w Lotosie, ale według prasy wraz z premią za kontrolę MSP oczekuje około 3 mld PLN (43 PLN za akcję). Na razie trudno ocenić wiarygodność tych informacji. Teoretycznie taki scenariusz można sobie wyobrazić, aczkolwiek podkreślamy, że w obecnych warunkach makro wycena Lotosu na ponad 43 PLN za

akcję nie znajduje żadnego uzasadnienia. Naszym zdaniem zakup Lotosu przez Orlen czy PGNiG nawet po aktualnej wycenie rynkowej byłby odebrany negatywnie.

Konsolidacja spółek serwisowych

Zarząd PGNiG rozpoczął proces konsolidacji spółek serwisowych wchodzących w skład Grupy, które świadczą usługi projektowe i budowlane w sektorze gazowym. Łączna wartość kapitałów własnych tych podmiotów wynosi według naszych szacunków około 120 mln PLN, a największe z nich to Gazobudowa, Naftomontaż i Naftomet. Decyzja o porządkowaniu aktywów w ramach Grupy to dobry kierunek, aczkolwiek ze względu na skalę działalności tych spółek budowlanych nie oczekujemy istotnego wpływu tego procesu na wycenę PGNiG. Szczegółowych danych dotyczących przychodów tych podmiotów koncern nie podaje.

Problem z dostawami gazu w zimie?

Według Ministerstwa Gospodarki opóźniające się podpisanie międzyrządowego gazowego porozumienia polsko-rosyjskiego może spowodować ograniczenia w dostawach surowca w zimie, gdyż obecnie Polska już odebrała ponad 70% wolumenów zakontraktowanych w starej umowie. Przy obecnych relacjach cen importowych i taryfy, zmniejszenie wolumenu dostaw byłoby dla PGNiG nawet korzystne, ale takiego scenariusza na razie nie zakładamy.

Pomysł budowy terminala CNG

Zarząd PGNiG analizuje obecnie projekt budowy terminalu na gaz sprężony (CNG) w Zatoce Puckiej, który umożliwiłby m.in. transport gazu z szelfu norweskiego (obecnie powstaje tam odpowiednia infrastruktura, a moce istniejących terminali LNG są już zarezerwowane). Szacunkowy koszt takiej inwestycji to 800 mln PLN. W przyszłości terminal CNG mógłby być wykorzystywany do eksportu polskiego gazu. Projekt jest na razie na etapie wstępnych analiz i zapewne nie będzie on oderwany od ewentualnych wyników badań polskich zasobów gazu łupkowego.

Niepieniężna dywidenda dla MSP możliwa również za 2010 rok

NWZA zdecydowało o zmianie statutu PGNiG w kwestii wypłaty dywidendy niepieniężnej dla MSP w formie aktywów przesyłowych. Dotychczas taka wypłata była przewidziana tylko z zysku za lata 2005-09, natomiast teraz rozszerzono ten okres o rok 2010. Taka decyzja WZA może oznaczać, że w ramach kalkulacji wartości aktywów stanowiących część płatności dywidendy dla MSP za rok 2009 (wypłata 4 października) zwiększona została pula majątku przesyłowego, która docelowo ma zostać przekazana do Gaz-Systemu. Wartość majątku leasingowanego wynosi bowiem obecnie około 280 mln PLN, a dywidenda należna MSP to około 340 mln PLN.



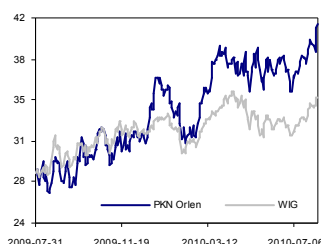
PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 41,45 PLN Cena docelowa: 40,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%	MC (cena bieżąca)	17 728,5
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	32 678,5
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		13,5		11,4		11,8		Zmiana ceny: 1m	12,6%
P/CE		4,6		4,2		4,0		Zmiana ceny: 6m	31,6%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	51,3%
EV/EBITDA	37,1	8,4		7,7		6,8		Max (52 tyg.)	41,5
Dyid (%)	3,9	0,0		0,0		1,8		Min (52 tyg.)	26,6



Szacunki danych operacyjnych przedstawione przez Orlen potwierdziły korzystne otoczenie makro zarówno w segmencie rafineryjnym jak i petrochemicznym, aczkolwiek poziom EBIT wg LIFO nie powinien istotnie odbiegać od naszych prognoz. Zwracamy jednocześnie uwagę, że otoczenie makro w rafinerii uległo w lipcu istotnemu pogorszeniu i na razie wynik 2Q nie może stanowić podstawy do podnoszenia szacunków na cały rok. W tym kontekście uważamy, że ewentualne wzrosty kursu w krótkim terminie można wykorzystywać do zmniejszania zaangażowania w Orlen. Istotnym pozytywnym katalizatorem w perspektywie najbliższych miesięcy mogłaby być deklaracja o sprzedaży rafinerii w Możejkach, ale na razie wydaje się, że za wcześnie na dyskontowanie takiego scenariusza. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Szacunki danych operacyjnych za 2Q

W opublikowanym komunikacie o szacunkowych danych operacyjnych i finansowych za 2Q, Zarząd PKN Orlen poinformował, że dzięki korzystnym warunkom makro i wyższemu wolumenowi sprzedaży (przerób ropy +5% r/r) wynik operacyjny wzrósł r/r o około 800 mln PLN. Dodatkowo będzie widoczny efekt redukcji kosztów o około 100 mln PLN. Ostatecznie więc EBIT LIFO powinien sięgnąć około 0,7 mld PLN, a po uwzględnieniu efektu przeszacowania zapasów w kwocie 400 mln PLN raportowany zysk operacyjny może wynieść 1,1 mld PLN. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotuje około 0,5 mld PLN straty na przeszacowaniu kredytów walutowych oraz aż 0,5 mld PLN ujemnych różnic kursowych na pozostałych pozycjach handlowych i inwestycyjnych. Łącznie ujemne saldo na tym poziomie sięgnie więc -1,1 mld PLN. Szacunkowe wyniki operacyjne są zbliżone do naszych prognoz: EBIT raportowany na poziomie 1,1 mld PLN vs. oczekiwany 1 mld PLN i zysk operacyjny wg LIFO 700 mln PLN vs. prognoza 675 mln PLN. Parametry operacyjne (przerób, wolumeny) również nie przyniosły istotnego zaskoczenia. Negatywną niespodzianką jest natomiast skala ujemnych różnic kursowych (-1 mld PLN vs. szacowane -400 mln PLN), które wpłyną na znaczne odchylenie raportowanego wyniku netto od naszej prognozy (zapewne nie będzie on większy niż 100 mln PLN, podczas gdy my prognozowaliśmy 504 mln PLN). Podsumowując, szacunkowe dane opublikowane przez Orlen nie wpłyną na nasze roczne prognozy i kluczowy dla Spółki będzie rozwój aktualnej sytuacji na rynku rafineryjnym, która obecnie jest mniej sprzyjająca niż w 2Q.

Awaria w Anwilu

W Anwilu uszkodzeniu uległa elektryczna część instalacji wytwarzającej chlor i tlen sodowy. To jedna z trzech linii produkcyjnych, dzięki którym w Anwilu powstaje PCW (polichlorek winylu). Sprzedaż PCW w 2009 roku w spółce zależnej odpowiadała za 36,7% przychodów. Na skutek awarii produkcja PCW z pewnością będzie niższa, spółka nie podaje natomiast jeszcze o ile, ale przestój instalacji potrwać może do pięciu miesięcy.

Możliwe wykupienie mniejszości w Anwilu

Zarząd Orlenu zastanawia się nad odkupieniem 15% mniejszościowych udziałów w Anwilu należących m.in. do Skarbu Państwa, Energi i pracowników. Transakcja umożliwiłaby podział tej spółki na część nawozową i chemiczną w celu ułatwienia procesu sprzedaży tych aktywów. Według prasowych spekulacji Orlen chciałby wydać na to około 200 mln PLN. Według naszej wyceny Anwilu te 15% może być warte nawet ponad 300 mln PLN.

Kowenanty kredytowe bezpieczne

Według wiceprezesa Sławomira Jędrzejczyka Orlen nie będzie miał problemu ze spełnieniem warunków kredytowych na koniec I-szego półrocza. Dług netto mimo osłabienia złotego powinien utrzymać się na zbliżonym poziomie do tego z końca marca (10,3 mld PLN). CFO zwrócił także uwagę, iż w 2Q Orlenowi sprzyjały warunki makro, ale obecnie dyferencjał



powrócił już na mało satysfakcjonujące poziomy. Według naszych szacunków z uwagi na przeszacowanie kredytów walutowych dług Orlenu w 2Q wzrósł o około 1,3 mld PLN, tak więc utrzymanie zadłużenia netto na stałym poziomie wymagało pozytywnych zmian na kapitale obrotowym. Obecny poziom wskaźnika długu netto do EBITDA jest jednak na tyle bezpieczny, że nawet wzrost długu w takim wymiarze nie zagrażałby spełnieniu kowenantów.

Lotos dla PKN lub PGNiG?

Według doniesień prasowych kompromis MSP i Ministerstwa Gospodarki w sprawie prywatyzacji Lotosu może oznaczać, że tak naprawdę gdański koncern trafi w ręce albo Orlenu albo PGNiG. Resort skarbu ma zamiar sprzedać do 53% udziałów w Lotosie, ale według prasy wraz z premią za kontrolę MSP oczekuje około 3 mld PLN (43 PLN za akcję). Na razie trudno ocenić wiarygodność tych informacji. Teoretycznie taki scenariusz można sobie wyobrazić, aczkolwiek podkreślamy, że w obecnych warunkach makro wycena Lotosu na ponad 43 PLN za akcję nie znajduje żadnego uzasadnienia. Naszym zdaniem zakup Lotosu przez Orlen czy PGNiG nawet po aktualnej wycenie rynkowej byłby odebrany negatywnie. Oczywiście w przypadku Orlenu można oczekiwać pozytywnych efektów synergii w przypadku takiej akwizycji, ale z uwagi na presję lokalnych polityków dotyczyłyby one tylko aspektów logistyki. Zapewne siedziba i część administracyjna musiałaby pozostać w Gdańsku.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,41 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 (mln)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		70,5		123,5	75,2%	MC (cena bieżąca)	405,8
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		3,7%		5,7%		EV (cena bieżąca)	763,1
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5		Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9			
P/E	14,1					15,7		Zmiana ceny: 1m	15,4%
P/CE	4,3			6,3		4,1		Zmiana ceny: 6m	-4,1%
P/BV	0,4	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-21,3%
EV/EBITDA	1,8			10,8		6,1		Max (52 tyg.)	7,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Kurs Polic odrobił w lipcu część strat z ostatnich miesięcy, co oprócz poprawy sentymentu na szerokim rynku można wiązać z aneksowaniem umów z wierzycielami oraz komunikatami Spółki o uruchamianiu wcześniej zatrzymanych z powodu kryzysu linii produkcyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że wyższe wolumeny sprzedaży będą realizowane przy nadal niskich marżach i stąd nie oczekujemy dobrych wyników Polic w najbliższych kwartałach. Ponadto wysokie zadłużenie Spółki i problemy strukturalne nie pozwalają na formułowanie pozytywnych oczekiwań co do rozstrzygnięć w procesie prywatyzacyjnym (ewentualnej premii), gdzie zakupem Polic zainteresowanych jest 2 inwestorów.

Wydłużenie terminu kredytu i spłaty zobowiązań

Spółka poinformowała, że w dniu 30.06.2010 Bank PEKAO S.A. podpisał aneks do umowy kredytu o limicie 82 mln PLN przedłużający czas trwania umowy do dnia 20.11.2010. Data spłaty kredytu może ulec jeszcze wydłużeniu do 15.01.2011, jeśli Policom uda się wydłużyć termin spłaty pożyczki udzielonej przez ARP w kwocie 150 mln PLN przynajmniej do dnia 15.01.2011. Police poinformowały również o zawarciu aneksu do porozumienia z PGNiG w sprawie spłaty zadłużenia. Na mocy aneksu kwota stanowiąca część należności głównej (10 mln PLN) oraz odsetki od nieterminowych płatności w wysokości 14,2 mln PLN zostaną zapłacone w terminie 7 dni od zawarcia aneksu, a pozostała kwota w wysokości 118,8 mln PLN wraz z odsetkami zostanie zapłacona do dnia 31.08.2010. Police zgodziły się również na ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń na rzecz PGNiG w formie wszystkich udziałów w posiadanych spółkach Supra i Kemipol.

Wypowiedzenie umów ze spółkami zależnymi

Spółka poinformowała o wypowiedzeniu umów ze spółkami zależnymi (w których ma 100% udziałów). Powodem tego są nierynkowe stawki w obrocie pomiędzy Spółką matką i spółkami zależnymi. Wypowiedzenie zapada 3 czerwca 2011 roku.

Uruchomienie kolejnych linii produkcyjnych

Zarząd Polic poinformował o przywróceniu do eksploatacji zamkniętych w okresie kryzysu wytwórni amoniaku oraz kwasu fosforowego. Uruchomienie kolejnej linii to sygnał o wzroście wolumenów sprzedaży, zapewne w eksporcie. Nie oznacza to jednak w naszej opinii jednoczesnego powrotu rentowności. Nie obserwowaliśmy w ostatnich tygodniach istotnej zmiany warunków makro w sektorze nawozowym i dlatego zalecamy podchodzenie do tych komunikatów z ostrożnością, gdyż wcale nie muszą one oznaczać poprawy wyników Spółki.

Sześć wstępnych ofert

Ministerstwo Skarbu poinformowało, że otrzymało 4 wstępne oferty na zakup 50,9% udziałów w ZA Puławy i 2 oferty na zakup 59,4% udziałów w ZCH Police. Według wcześniejszych zapowiedzi resort powinien ocenić atrakcyjność tych ofert do końca sierpnia. Naszym zdaniem bardziej atrakcyjnym podmiotem do przejęcia przez inwestora branżowego są ZA Puławy i wydaje się, że mógłby on zapłacić premię do obecnej wyceny giełdowej. Bardziej sceptyczni jesteśmy natomiast jeśli chodzi o Police, gdyż z uwagi na wysokie zadłużenie Spółki potencjalny inwestor będzie raczej liczył na dyskonto przy zakupie.



ZA Puławy (Trzymaj)

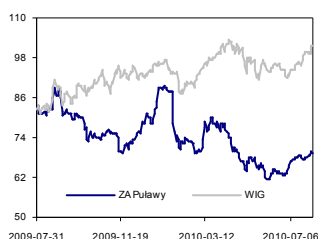
Cena bieżąca: 69,4 PLN

Cena docelowa: 72,05 PLN

Analityk: 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 (mln)	19,1
EBITDA	407,2	85,9	-78,9%	200,9	133,9%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 326,6
marża EBITDA	17,0%	4,1%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 342,2
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	6,8	49,0		16,1		5,8		Zmiana ceny: 1m	6,0%
P/CE	5,0	13,3		7,3		3,8		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-14,2%
EV/EBITDA	1,8	13,6		6,7		3,0		Max (52 tyg.)	89,5
Dyid (%)	6,2	14,7		1,3		1,6		Min (52 tyg.)	61,1



Pierwszy od marca zwykły miesiąc notowań ZA Puławy zawdzięczają przede wszystkim napływającym doniesieniom z toczącego się procesu prywatyzacji, w którym złożono 4 oferty zakupu udziałów od MSP. Jedną z tych ofert to zapewne propozycja przejęcia Spółki przez pracowników, ale wiele wskazuje na to że wśród pozostałych mogą być inwestorzy z branży, którzy naszym zdaniem są w stanie zaoferować premię do obecnej ceny rynkowej ZAP (gotówka netto, największy producent nawozów w kraju o dobrym portfelu produktów). Resort skarbu oceni wszystkie oferty do końca sierpnia i do tego czasu kurs może w naszej opinii spekulacyjnie rosnąć w oczekiwaniu na wysoką cenę w wezwaniu. Na razie nie obserwujemy natomiast żadnej poprawy na rynku nawozowym, a notowane ostatnio wyższe marże na kaprolaktamie to raczej zwyżka krótkoterminowa związana z wprowadzaniem cła w Chinach, tak więc wsparcia dla wyceny od tej strony oczekiwać nie należy i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację.

Sześć wstępnych ofert

Ministerstwo Skarbu poinformowało, że otrzymało 4 wstępne oferty na zakup 50,9% udziałów w ZA Puławy i 2 oferty na zakup 59,4% udziałów w ZCH Police. Według wcześniejszych zapowiedzi resort powinien ocenić atrakcyjność tych ofert do końca sierpnia. Naszym zdaniem bardziej atrakcyjnym podmiotem do przejęcia przez inwestora branżowego są ZA Puławy i wydaje się, że mógłby on zapłacić premię do obecnej wyceny giełdowej. Bardziej sceptyczni jesteśmy natomiast jeśli chodzi o Police, gdyż z uwagi na wysokie zadłużenie Spółki potencjalny inwestor będzie raczej liczył na dyskonto przy zakupie.

Energetyka



CEZ (Trzymaj)

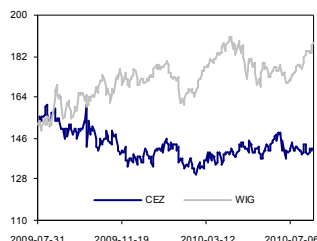
Cena bieżąca: 141,5 PLN Cena docelowa: 131,87 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	189 756,3	-3,4%	194 221,9	2,4%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	87 198,9	-4,3%	87 942,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	76 125,6
marża EBITDA	48,2%	46,4%		46,0%		45,3%		EV (cena bieżąca)	101 725,1
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 657,7	-9,6%	61 339,4	-0,5%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	47 095,3	-8,6%	46 677,9	-0,9%		
P/E	11,2	9,1		10,0		10,1		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	7,6	6,3		6,5		6,4		Zmiana ceny: 6m	3,3%
P/BV	3,0	2,4		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	129,8%
EV/EBITDA	7,0	6,7		7,2		7,5		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	4,6	5,6		6,2		5,7		Min (52 tyg.)	130,0



Po dniu dywidendy notowaniom CEZ brakuje zdecydowanego katalizatora i kurs akcji zachowuje się gorzej od polskich koncernów energetycznych. W naszej opinii wyniki za 2Q nie przyniosą w tym zakresie przełomu, a stagnacja cen energii na giełdzie EEX będzie skutecznie zniechęcać do inwestycji w akcje czeskiej spółki. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.



Enea (Kupuj)

Cena bieżąca: 18,39 PLN

Cena docelowa: 21,24 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 519,7	4,9%	7 602,7	1,1%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 365,4	17,0%	1 379,8	1,1%	MC (cena bieżąca)	8 118,1
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,2%		18,1%		EV (cena bieżąca)	5 861,8
EBIT	251,4	505,6	101,1%	698,8	38,2%	699,5	0,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	653,4	27,2%	654,8	0,2%		
P/E	37,7	15,8		12,4		12,4		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	9,6	6,9		6,2		6,1		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-10,6%
EV/EBITDA	6,5	6,3		4,3		5,0		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	1,2	2,5		3,2		4,0		Min (52 tyg.)	17,1



W naszej opinii ENEA powinna pokazać najlepsze wyniki 2Q wśród spółek z sektora, generując dodatnią dynamikę w ujęciu r/r, zarówno dzięki wysokim zyskom w dystrybucji jak i dodatkowej marży na rynku bilansującym (efekt wyższych wolumenów w Kozienicach przy obniżeniu produkcji w Elektrowni Połaniec zagrożonej powodzią). Raport kwartalny powinien więc stanowić pozytywny katalizator dla kursu, a dodatkowej szansy na zmianę sentymentu upatrujemy w kończącym się procesie prywatyzacyjnym Spółki. Naszym zdaniem jest to ostatnia szansa dla Vattenfalla aby przejąć kontrolę nad Eneą i wydaje się, że szwedzki koncern będzie chciał ją wykorzystać. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wzrost popytu na energię w czerwcu o 5,5% r/r

Według danych PSE zapotrzebowanie na energię w Polsce w czerwcu wzrosło r/r o 5,5% wobec 7,1% w maju. W tym czasie produkcja prądu zwiększyła się o 5,9% i podobnie jak w innych miesiącach tego roku wzrosty dotyczyły przede wszystkim elektrowni opalanych węglem kamiennym, które znacznie mniej ucierpiały na kryzysowym ograniczeniu popytu na energię. W całym II-gim kwartale dynamika konsumpcji w ujęciu r/r wyniosła 6% wobec 3,4% w 1Q'2010. Prawdopodobnie odczyty czerwcowe mogłyby być nieco lepsze gdyby nie powódź. Jeśli chodzi o kolejne miesiące to dynamika powinna się utrzymać, tym bardziej jeśli pogoda będzie sprzyjać zwiększonemu zużyciu prądu.

Wielu chętnych na Eneę?

Według wiceministra skarbu Jana Burego memoranda informacyjne w procesie prywatyzacji Enei odebrało już kilkanaście podmiotów. Oferty wstępne należy złożyć do 13 sierpnia. Liczba odebranych memorandów nie stanowi jeszcze o ostatecznym zainteresowaniu zakupem Spółki. Przypominamy, że rok temu w procesie prywatyzacji memoranda odebrało 11 podmiotów.

Projekt rozporządzenia w sprawie OZE

Ministerstwo Gospodarki przygotowało projekt nowego rozporządzenia w sprawie zielonej energii, w którym docelowy poziom energii z OZE w perspektywie 2017 roku ustala się na 15,4% (dotychczas 12,9%), a w 2019 roku na 18,7%. Resort zamierza ponadto złagodzić przepisy dotyczące współspalania drewna od 2014 roku. Takie rozporządzenie będzie na pewno stanowić wsparcie dla cen zielonych certyfikatów, natomiast powinno być neutralne dla sprzedawców energii gdyż w tej perspektywie czasowej oczekujemy już pełnej liberalizacji rynku i uwolnienia cen w taryfie G.



PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,49 PLN Cena docelowa: 27,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 123,7	-2,3%	22 348,1	5,8%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	7 394,2	-7,4%	7 950,2	7,5%	MC (cena bieżąca)	38 909,7
marża EBITDA	30,1%	36,9%		35,0%		35,6%		EV (cena bieżąca)	45 257,9
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 667,4	-12,7%	4 889,6	4,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 138,3	-6,9%	3 305,3	5,3%		
P/E	17,2	11,5		12,4		11,8		Zmiana ceny: 1m	8,9%
P/CE	7,3	6,5		6,6		6,1		Zmiana ceny: 6m	0,6%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,8	5,9		6,1		6,2		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	1,3	3,2		3,4		4,0		Min (52 tyg.)	19,7



Lipiec choć przyniósł poprawę notowań PGE to nadal Spółka zachowywała się gorzej od szerokiego indeksu. W naszej opinii sytuacja powinna jednak ulegać systematycznej poprawie i sentyment inwestorów do sektora będzie się zmieniać. Głównymi pozytywnymi czynnikami, które powinny wspierać kurs będą naszym zdaniem: (i) spodziewane dobre wyniki za 2Q (po oczyszczeniu o rekompensaty KDT), (ii) utrzymujące się wysokie ceny spotowe energii w Polsce, (iii) wysoka dynamika konsumpcji prądu, (iv) planowana na przełom sierpnia i września emisja połączeniowa, która będzie korzystna dla akcjonariuszy PGE, (v) zwiększając free float, podniesie swoje udziały Spółka w kluczowych indeksach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wzrost popytu na energię w czerwcu o 5,5%

Według danych PSE zapotrzebowanie na energię w Polsce w czerwcu wzrosło r/r o 5,5% wobec 7,1% w maju. W tym czasie produkcja prądu zwiększyła się o 5,9% i podobnie jak w innych miesiącach tego roku wzrosty dotyczyły przede wszystkim elektrowni opalanych węglem kamiennym, które znacznie mniej ucierpiały na kryzysowym ograniczeniu popytu na energię. W całym II-gim kwartale dynamika konsumpcji w ujęciu r/r wyniosła 6% wobec +3,4% w 1Q'2010. Prawdopodobnie odczyty czerwcowe mogłyby być nieco lepsze gdyby nie powódź. Jeśli chodzi o kolejne miesiące to dynamika powinna się utrzymać, tym bardziej jeśli pogoda będzie sprzyjać zwiększonemu zużyciu prądu.

Decyzja o giełdowym handlu

Zarząd PGE zmienił swoją strategię w sprawie giełdowego handlu energią i wbrew wcześniejszym zapowiedziom zamierza od przyszłego roku sprzedawać większość produkcji poprzez giełdę. Utrzymujemy nasze stanowisko, że handel giełdowy nie wpłynie na strukturalny spadek cen energii w Polsce. W sprzyjającym otoczeniu makro spekulacyjne zakupy energii na TGE mogą nawet doprowadzić do szybszej wyżki notowań prądu. Ważnym skutkiem zwiększenia płynności na giełdzie będzie odebranie URE argumentu przy kwestionowaniu cen hurtowych energii w taryfie G oraz kalkulacjach rekompensat KDT.

Plany upublicznienia energetyki odnawialnej

Zarząd PGE pracuje obecnie nad projektem upublicznienia spółki koncentrującej wszystkie odnawialne aktywa produkcyjne koncernu (elektrownie wodne, szczytowo-pompowe oraz farmę wiatrową w Belchatowie). IPO planowane jest na początek 2011 roku. Spółka chce w ten sposób pozyskać środki na inwestycje w kolejne farmy wiatrowe i jednocześnie ograniczyć własną ekspozycję na te ryzykowne projekty, w których nie ma większego doświadczenia. Dotychczas PGE planowała budowę farm wiatrowych o mocach 2 GW, z czego połowę miały stanowić farmy morskie. Tylko do 2012 roku planowano wydatki na ten cel rzędu 8 mld PLN, co było bardzo ambitnym założeniem i już wiadomo że wiele przedsięwzięć się opóźni (w naszym modelu do roku 2012 zakładaliśmy capex w tym obszarze na poziomie 4,1 mld PLN). Koncern nie ma doświadczenia w energetyce wiatrowej i wydaje się, że bardziej realnym scenariuszem jest pozyskanie do projektu inwestora zagranicznego specjalizującego się w tym obszarze. W naszej opinii tylko w oparciu o aport dotychczasowych aktywów OZE (roczna EBITDA 200 mln PLN) trudno będzie bowiem pozyskać odpowiednią ilość środków w giełdowej ofercie.

Rusza sprzedaż Exatela

Zarząd PGE wybrał na doradcę przy sprzedaży prawie 95% udziałów w Exatelu firmę PricewaterhouseCoopers. Zainteresowanie zakupem tych aktywów zgłaszają Netia oraz grupa GTS. Aktualna wartość bilansowa tych udziałów w bilansie PGE wynosi 402 mln PLN. W ubiegłym roku Exatel wygenerował 56,5 mln PLN zysku netto i 153 mln PLN EBITDA (w tym rozwiązanie rezerw na 24 mln PLN) przy przychodach rzędu 551 mln PLN. Przedział wartości transakcji szacujemy na 580-600 mln PLN.

UOKiK podtrzymuje sprzeciw wobec fuzji PGE z Energa

Prezes UOKiK Małgorzata Krasnodębska-Tomkiel podtrzymuje swoją krytyczną opinię o ewentualnym zakupie Energi przez PGE i uważa, że taka transakcja zaszkodziłaby konkurencji na polskim rynku energii. Takie stanowisko urzędu było przedstawione już wcześniej. Na razie bez poznania informacji o szczegółach oferty PGE na Energa nie można ocenić wpływu ewentualnego sprzeciwu UOKiK na kurs.

Projekt rozporządzenia w sprawie OZE

Ministerstwo Gospodarki przygotowało projekt nowego rozporządzenia w sprawie zielonej energii, w którym docelowy poziom energii z OZE w perspektywie 2017 roku ustala się na 15,4% (dotychczas 12,9%), a w 2019 roku na 18,7%. Resort zamierza ponadto złagodzić przepisy dotyczące współspalania drewna od 2014 roku. Takie rozporządzenie będzie na pewno stanowić wsparcie dla cen zielonych certyfikatów, natomiast powinno być neutralne dla sprzedawców energii gdyż w tej perspektywie czasowej oczekujemy już pełnej liberalizacji rynku i uwolnienia cen w taryfie G.

Telekomunikacja

Wyrok ws. kosztów przenoszenia numerów telefonicznych w Polsce

Trybunał Sprawiedliwości wydał wyrok ws. między Polską Telefonią Cyfrową a UKE. Orzekł, że należy uwzględniać koszty ponoszone przez operatorów sieci komórkowej w związku z wykonywaniem usługi przenoszenia numeru. Jednocześnie jednak Trybunał uznał, że "aby nie zniechęcić abonentów do korzystania z usługi przenoszenia numerów, krajowy organ regulacyjny (czyli w Polsce UKE) może ustalić maksymalną kwotę tej opłaty na poziomie niższym niż ponoszone przez operatorów koszty".

Trzy fundusze zdecydowane na Polkomtel

Trzy międzynarodowe fundusze typu private equity (Blackstone, APAX i Texas Pacific Group) wyraziły zainteresowanie zakupem akcji Polkomtela. Dotychczasowi właściciele (PKN Orlen, PGE, KGHM i Węgłokoks) byli zainteresowani sprzedażą akcji operatora sieci komórkowej w pierwszym kwartale 2011 roku.

Egipcjanie również zainteresowani Polkomtelem

Weather Investments, znaczący akcjonariusz egipskiego operatora telekomunikacyjnego Orascom Telecom rozważa wejście na rynek polski. Orascom jest właścicielem włoskiej sieci Wind oraz greckiej Wind Hellas. Jest to kolejny podmiot zainteresowany przejęciem polskiego operatora.



Netia (Trzymaj)

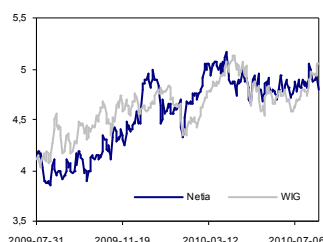
Cena bieżąca: 4,8 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 525,4	1,3%	1 629,0	6,8%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 868,0
marża EBITDA	15,3%	18,9%		21,2%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 585,4
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%		
P/E	8,1	21,1		49,9		23,9		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	3,7	4,8		5,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	10,3%
P/BV	1,0	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	16,2%
EV/EBITDA	9,8	5,9		4,9		4,2		Max (52 tyg.)	5,2
Dyield (%)	0,0	-0,6		2,0		4,2		Min (52 tyg.)	3,9



Wyniki spółki za 2Q powinny być nieco lepsze niż w pierwszym kwartale roku, tym niemniej oczekujemy, że momentum rynkowe zmienia się na niekorzyść spółki. Regulacje przyjęte przez UKE będą utrudniały Netii dalsze pozyskiwanie klientów. Dodatkowo, wygląda na to, że bliżej przejęcia Dialogu jest obecnie Polkomtel, który uzyskał wyłączność na badanie spółki. Pod kątem ewentualnych synergii przejęcie Dialogu uważamy za ciekawe rozwiązanie z punktu widzenia Netii i czynnik, który mógłby pozytywnie wpływać na jej wycenę. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Zapowiedź akwizycji

Netia podpisała porozumienie z Rabobank Polska, Raiffeisen Bank Polska i BRE Bank, którego przedmiotem jest udzielenie nowego finansowania w wysokości, którą zarząd Spółki uznaje za wystarczającą do sfinansowania istotnych akwizycji na polskim rynku telekomunikacyjnym w zakresie i na zasadach określonych w porozumieniu. W związku z tym, Netia wypowiedziała dotychczasową niewykorzystaną linię kredytową.



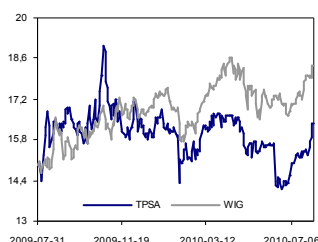
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,35 PLN Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-29

(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 (mIn)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	5 850,9	-6,3%	5 913,9	1,1%	MC (cena bieżąca)	21 837,9
marża EBITDA	42,0%	37,7%		36,9%		37,8%		EV (cena bieżąca)	26 407,7
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	2 001,9	-4,5%	2 127,6	6,3%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	1 307,9	2,2%	1 412,3	8,0%		
P/E	10,2	17,1		16,7		15,5		Zmiana ceny: 1m	12,1%
P/CE	3,4	4,0		4,2		4,2		Zmiana ceny: 6m	7,9%
P/BV	1,3	1,3		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	12,8%
EV/EBITDA	3,7	4,2		4,5		4,5		Max (52 tyg.)	19,0
Dyield (%)	10,4	9,2		9,2		9,2		Min (52 tyg.)	14,1



Nieco lepsze wyniki finansowe i wyhamowanie negatywnych trendów w obszarze bazy abonenckiej to dobry prognostyk przed wynikami drugiego półroczu, w którym dynamika spadku przychodów r/r powinna już być niższa niż 4%. 2Q był udany szczególnie dla Centertela, który dzięki wprowadzeniu nowej oferty cenowej zwiększył bazę abonencką o 250 tys. kart SIM - najlepszy wynik od 2007 roku, przy jednoczesnym wzroście ARPU (q/q +5,7%). Spadek liczby klientów tradycyjnych usług głosowych oraz szerokopasmowego dostępu do internetu jest coraz mniejszy. W 3Q TP powinna wprowadzić nową ofertę cenową - opartą na wyłączeniu zasady *retail*- (zamrożona stawka hurtowa, test marży) w dostęпах 2 Mb/s, co naszym zdaniem będzie skutkowało odbudowaniem pozycji na rynku dostępu do internetu. Zarząd podwyższył tegoroczną prognozę FCF z 2 do 2,3 mld PLN, co w przyszłym roku zwiększa prawdopodobieństwo wypłaty 1,5 PLN dywidendy na akcję. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za 2Q2010

W 2Q2010 spółka osiągnęła przychody na poziomie 3,987 mld PLN (-4,7% r/r), EBITDA w wysokości 1 472 mln PLN (-5,5% r/r) i zysk netto równy 325 mln PLN. Są to wyniki lepsze od naszych oczekiwań, które wyniosły odpowiednio: 3 815; 1 384; 276 mln PLN. Zaledwie 1,5% spadek przychodów Centertel w ujęciu r/r (-9% r/r w poprzednim kwartale) oraz konsekwentnie zredukowane koszty operacyjne to główne powody pozytywnego zaskoczenia.

Sentyment

Naszym zdaniem dotychczasowy bardzo negatywny sentyment do TP będzie się zmieniał. Wyniki kolejnych kwartałów powinny systematycznie poprawiać się. Będzie temu towarzyszył wzrost bazy abonenckiej telefonii komórkowej i wkrótce również szerokopasmowego dostępu do internetu. Otoczenie regulacyjne zmienia się na korzyść spółki (zmniejszenie asymetrii stawek MTR, odejście od metody cen hurtowych w BSA z *retail*- na rzecz *cost*+). Naszym zdaniem UKE będzie kładło obecnie główny nacisk na rozwój infrastruktury, a w tym obszarze TP jest jedynym dużym operatorem, który może regulatorowi pomóc w realizacji strategii. W porównaniu z innymi rynkami telekomunikacyjnymi, polski, jest jednym z najbardziej zde regulowanych (niższe ryzyko na przyszłość, przy jednym z najwyższych DY w Europie). Dodatkowo TP może pozyskać finansowanie części inwestycji ze środków unijnych oraz otrzymać wreszcie zwrot środków z tytułu dopłaty za usługę powszechną (wg. TP 800 mln PLN).

TP może wprowadzić obniżki cen

UKE wydało pozytywną decyzję o akceptacji nowego cennika detalicznego TP w odniesieniu do usługi dostępu do internetu (dla prędkości 1-2 Mb/s) po przeprowadzeniu testu na zawężenie marży. W efekcie TP będzie mogła wprowadzić nowe cenniki dla najpopularniejszych na rynku prędkości dostępu do sieci, bez automatycznego obniżenia cen hurtowych dla konkurencji. Pozwoli to TP efektywniej konkutować z operatorami alternatywnymi, którzy aby zachować dotychczasową przewagę kosztową w relacji do oferty TP, będą musieli obniżyć swoje marże.

Wniosek o dopłatę

TPSA wystąpiła z wnioskiem o przyznanie dopłaty w wysokości 236,17 mln PLN do kosztu netto świadczenia usługi powszechnej w 2009 r. Obecnie przed Prezesem UKE toczą się cztery postępowania o przyznanie dopłaty do kosztu netto za lata 2006 - 2009. Postępowanie jest na etapie wyboru biegłego rewidenta, który przeprowadzi analizę całej dokumentacji. Kolejnym krokiem jest wydanie decyzji przez Prezesa UKE. Streżynska dokonała już wstępnej weryfikacji kosztu za lata 2006-2008 oraz prowadzi analizę wniosku TP o przyznanie dopłaty do kosztu netto za 2009 r. Decyzje w przedmiotowych postępowaniach mają zostać wydane "niezwłocznie". Naszym zdaniem, zgodnie z obowiązującym prawem telekomunikacyjnym,



TPSA należy się dopłata do usługi powszechnej. Jedyną niewiadomą jest jej wysokość. Łącznie kwota, jaką TP chciałaby otrzymać z tego tytułu (w latach 2006-2009), to już 0,8 mld PLN. Jakakolwiek kwota zasądzona przez UKE będzie pozytywnie wpływać na wycenę spółki (analitycy nie uwzględniają dopłaty w bilansie) w związku z pojawieniem się ekstra gotówki w spółce, ale również cash flow w przyszłości.

Media

TVP pierwszy raz zarobiło na mundialu

Według doniesień przedstawicieli telewizji publicznej, mundial w RPA okazał się pierwszą dużą imprezą piłkarską, na której polskiemu nadawcy publicznemu udało się zarobić. Udałe mistrzostwa wskazują, że koniunktura w branży reklamowej pod koniec drugiego kwartału była bardzo dobra. Poza poprawą ogólnej sytuacji w reklamie, wpływ na taką sytuację miała naszym zdaniem żałoba narodowa: reklamodawcy wykorzystali rozgrywki piłkarskie by uplasować niewykorzystane w kwietniu budżety marketingowe. W naszej opinii może to sugerować, że branży mediowej udało się w znaczącym stopniu zrekompensować straty poniesione w związku z brakiem reklam w czasie kwietniowej żałoby. W kontekście finansowego sukcesu mundialu, zwracamy uwagę na znakomite wyniki oglądalności TVN w czerwcu, który również może przełożyć się na znaczące wzrosty przychodów z reklamy.

TVP w tym roku na plusie?

Według wypowiedzi prezesa TVP Romualda Orła Telewizja Publiczna ma zakończyć bieżący rok z zyskiem netto, przy 205,6 mln PLN straty netto osiągniętej w ubiegłym roku. Przychody osiągnięte w związku z transmisją mundialu sięgnęły 46,0 mln PLN. Poprawa sytuacji w Telewizji Publicznej jest naszym zdaniem sygnałem świadczącym o bardzo szybko poprawiającej się kondycji rynku reklamowego (i lepszej od założeń ściągłości abonamentu), gdyż wprowadzane oszczędności kosztowe przyniosą w pełni widoczny efekt dopiero w 2011 roku i to przede wszystkim strona przychodowa odpowiada za poprawę. Uważamy, że drugi kwartał, mimo kwietniowej żałoby narodowej okazał się bardzo pomyślny dla rynku reklamowego, i kontynuacji pozytywnego trendu spodziewamy się co najmniej do końca roku. Rok 2011 jest jednak wciąż obciążony sporymi ryzykami związanymi z globalną koniunkturą gospodarczą.

MPG o pierwszym półroczu 2010

Dom mediowy MPG opublikował swoje szacunki według których wartość rynku reklamowego w pierwszym półroczu sięgnęła 4,1 mld PLN, co oznaczało 12% wzrost wartości. Dom Mediowy zakłada jednocześnie, że do końca roku rynek reklamy może wzrosnąć nawet o 14,3%. W pierwszym półroczu według opublikowanych przez MPG danych TVN sprzedał o 1% więcej punktów ratingowych, a liczba sprzedanych przez gazety ogłoszeń spadła o 10%, podobnie jak liczba eksponowanych nośników AMS. 14,3% wydaje się naszym zdaniem nieco optymistycznym szacunkiem, jednak zgadzamy się, że drugie półrocze będzie okresem pozytywnych zaskoczeń i przyspieszonej dynamiki rynku reklamowego. Podany szacunek dotyczący liczby sprzedanych punktów ratingowych w TVN jest bardziej pochodną oglądalności niż kondycji rynku reklamy, dlatego dla wyników telewizyjnej grupy najważniejsza będzie skala podwyżek cenników. W odniesieniu do Agory nasze prognozy implikują w pierwszym półroczu odpowiednio w prasie i outdoorze -11,5% i -10,5% dynamiki, które są wskazaniemi zbliżonymi do podanych przez MPG.

Starlink bardzo pozytywnie o reklamie w drugim kwartale

Zdaniem domu mediowego Starlink, dynamika rynku reklamowego w drugim kwartale sięgnęła 8,2%. Najszybciej rosły przy tym Internet (+23,1%), kino (+18,3%) i telewizja (+8,5%). Pozytywną dynamikę przychodów zanotowało też radio (+0,4%). W pozostałych mediach wciąż utrzymywały się spadki: wpływy z reklamy w outdoorze spadły o 12,7%, w magazynach o 7,6%, a w dziennikach o 5,6%. Realizacja oczekiwań Starlinka z pewnością wykreuje pozytywne zaskoczenie na wynikach. Zaskakująca byłaby dla nas pozytywna dynamika w radiu, gdzie wpływ żałoby powinien być naszym zdaniem istotny. W odniesieniu do danych dla reklamy zewnętrznej, oczekiwania Starlinka stoją w sprzeczności z szacunkami Izby Gospodarczej reklamy zewnętrznej, która szacowała spadek przychodów w drugim kwartale na 1% (zaadaptowane w naszej prognozie oczekiwania w odniesieniu do outdooru Agory są zdecydowanie bliższe szacunkom Starlinka). Innym pozytywnym powyższych szacunków jest bardzo duża redukcja spadku przychodów w dziennikach, które naszym zdaniem dają nadzieję, że w tym segmencie w drugim półroczu pojawią się wzrosty.



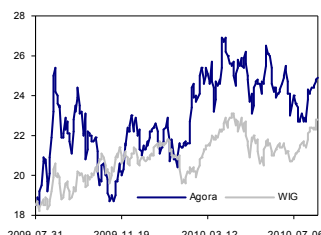
Agora (Trzymaj)

Cena bieżąca: 24,95 PLN Cena docelowa: 24,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 087,8	-2,0%	1 134,0	4,2%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	149,8	11,7%	148,9	-0,6%	MC (cena bieżąca)	1 270,9
marża EBITDA	10,0%	12,1%		13,8%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 034,0
EBIT	44,6	52,9	18,6%	65,4	23,6%	64,2	-1,8%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	59,5	55,3%	61,9	4,1%		
P/E	58,6	33,2		21,4		20,5		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	12,8	10,6		8,8		8,7		Zmiana ceny: 6m	16,6%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	34,9%
EV/EBITDA	9,8	8,1		6,9		6,6		Max (52 tyg.)	27,0
Dyid (%)	0,0	1,5		2,3		2,4		Min (52 tyg.)	18,5



Po uzyskaniu zgody UOKiK Agora powinna stosunkowo szybko sfinalizować transakcję przejęcia Heliosa, która kreuje naszym zdaniem około 1,5 PLN dodatkowej wartości na akcję. Jednocześnie wsparciem dla notowań spółki powinna być publikacja bardzo dobrych naszym zdaniem wyników drugiego kwartału. Uważamy, że poprawa wyników jest w Agorze możliwa również w drugim półroczu, bo choć wygasną najprawdopodobniej pozytywne efekty bazy w odniesieniu do kosztów wynagrodzeń oraz reprezentacji i reklamy, to spółka posiadać będzie potencjał do redukcji kosztów materiałów i energii związanej z renegocjacją cen dostawy papieru przeprowadzoną na początku roku. Ponadto w czwartym kwartale spółka powinna naszym zdaniem zanotować pozytywną dynamikę na przychodach reklamowych, co dodatkowo wesprze wyniki tego okresu. Przy oczekiwanym przez nas załamaniu koniunktury giełdowej, dobre wyniki Agory powinny wpływać na znacząco lepsze w porównaniu do indeksu notowania jej akcji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki sprzedaży dzienników w maju

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w porównaniu do ubiegłego roku o 8,7%. W tym samym czasie sprzedaż *Rzeczpospolitej* spadła o 4,3%, *Super Expressu* wzrosła o 0,7%, a *Fakt* zanotował wzrost sprzedaży o 1,1%. Sama sprzedaż kioskowa *Gazety* spadła o 3,9%. Wyniki sprzedaży *Gazety* są zatem dużo lepsze, niż to miało miejsce w pierwszym kwartale, jednak należy zwrócić uwagę, że maj 2009 stanowił bardzo niską bazę do porównań i to pomimo dużego udziału innych form rozpowszechniania (akcja kolportażu gazet przeprowadzona we współpracy z McDonald's). Pod względem sprzedaży kioskowej maj był najgorszym miesiącem ubiegłego roku (-23,8% r/r). Obniżenie negatywnych dynamik trzeba zatem w pewnym stopniu zrzucić na karb dużego spadku zanotowanego w roku ubiegłym. Oczekujemy, że czerwiec powinien być dzięki kampanii wyborczej bardzo dobrym miesiącem jeżeli chodzi o sprzedaż dzienników. Świadczy o tym wystrzał oglądalności stacji informacyjnych w czerwcu (bardzo wysokie wyniki TVN24, TVP Info), co znajdzie naszym zdaniem odzwierciedlenie również w konsumpcji innych mediów informacyjnych.

Zgoda UOKiK na przejęcie Heliosa

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wyraził zgodę na przejęcie przez Agorę 84% akcji Heliosa. Według ustaleń stron umowy przejęcie operatora kinowego przez Agorę ma nastąpić do końca października, choć wiele wskazuje na to, że kontrahenci będą zdeterminowani by jak najszybciej sfinalizować transakcję. Podtrzymujemy bardzo pozytywną opinię o transakcji. Naszym zdaniem zakup Agory jest dobrym posunięciem zarządu, które powiększa wartość spółki o około 75,0 mln PLN. Rynek w naszej opinii nie dyskutował do tej pory w pełni skutków przejęcia. Zgoda UOKiK i szybkie przeprowadzenie transakcji powinno pozytywnie przełożyć się na notowania Agory.

AMS i Stroer wspólnie po warszawskie wiaty przystankowe

Należący do Agory AMS oraz Stroer wspólnie wystartują o koncesję na budowę i utrzymanie wiat przystankowych w Warszawie. 27 lipca br. firmy AMS i Stroer Polska zawarły umowę konsorcjum w celu wspólnego ubiegania się o zawarcie umowy koncesji na budowę i utrzymanie wiat przystankowych dla Warszawy. Pomysł konsorcjum wydaje nam się korzystny dla obydwu podmiotów, gdyż ogranicza ryzyko całkowitego wypadnięcia z tego segmentu w Warszawie (miasto chce przyznać prawa do reklam na wiatkach tylko jednemu kontrahentowi). Wspólna oferta AMS i Stroera ma naszym zdaniem spore szanse na zwycięstwo w przetargu.

Warunki oferty AMS i Stroera w sprawie warszawskich wiat przystankowych

AMS i Stroer podały szczegóły porozumienia, w ramach którego wspólnie wystartują w przetargu na powierzchnię reklamową na warszawskich wiatkach przystankowych. Zarówno

koszty (szacowane na około 80 mln PLN) jak i liczba użytkowanych później wiat zostanie podzielona po połowie pomiędzy startujące podmioty, natomiast sprzedaż powierzchni reklamowej będzie już prowadzona osobno. Warunki porozumienia z logicznego punktu widzenia wydają się naturalne wobec porównywalnej siły konkurencyjnej obydwu podmiotów. Podtrzymujemy opinię, że powyższe porozumienie jest słuszne i umacnia obie firmy w walce o rynek warszawski.

Outdoor w 2Q2010 1% w dół

Według danych opublikowanych przez IGRZ wydatki na reklamę outdoorową spadły w drugim kwartale o 1% do 174,8 mln PLN. Spadek ten jest znacząco niższy od zakładanego przez nas w prognozach spadku przychodów reklamowych w segmencie reklamy zewnętrznej Agory (-11,5%). Tak duża rozbieżność pomiędzy dynamiką rynku a dynamiką największego gracza jest mało prawdopodobna, dlatego należy spodziewać się, że nasza prognoza dynamiki outdooru zostanie przekroczona. Nie decydujemy się jednak na podnoszenie prognoz kwartalnych całej grupy traktując lepszy wynik outdooru jako ewentualne wsparcie przeszacowanej dynamiki innych segmentów bądź też niższego poziomu oszczędności (zwłaszcza w zakresie reprezentacji i reklamy). Inkorporując założenia wyższej dynamiki segmentu outdooru, otrzymujemy wyższą o 5,0 mln PLN prognozę przychodów Grupy.



Cinema City (Trzymaj)

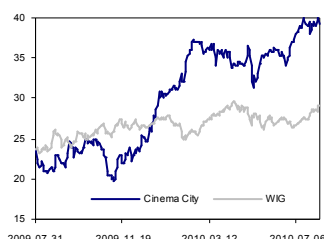
Cena bieżąca: 40,4 PLN

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)	2 068,5
marża EBITDA	22,5%	22,0%		22,8%		22,7%		EV (cena bieżąca)	2 064,1
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	29,0	21,0		18,0		14,8		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	14,2	12,6		10,9		9,3		Zmiana ceny: 6m	22,2%
P/BV	3,3	2,9		2,5		2,1		Zmiana ceny: 12m	82,1%
EV/EBITDA	15,0	12,8		9,5		8,2		Max (52 tyg.)	40,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,7



Rynki kinowe Europy Środkowo - Wschodniej, na których działa obecnie Cinema City, przeżywają okres dynamicznego wzrostu, który jest wypadkową bogacenia się społeczeństw tego regionu, rozwoju sieci kinowej oraz charakterystycznej dla globalnego rynku popularyzacji seansów 3D. Cinema City w oczekiwaniu na dalszy rozwój rynków wdraża obecnie szeroki program inwestycyjny, który pozwoli spółce do końca 2013 roku zwiększyć o ponad połowę liczbę posiadanych ekranów kinowych i dobrze spozycjonować się na rynku, by w jak największym stopniu skorzystać na oczekiwanym boomie. Strategię spółki w tym zakresie postrzegamy pozytywnie i oczekujemy, że dynamika poprawy wyników w najbliższych latach w pełni uzasadnia premię z jaką spółka jest obecnie notowana w stosunku do konkurentów.

Wyższa rentowność dzięki popularyzacji seansów 3D

Zastępca dyrektora finansowego Nisan Cohen poinformował, że Cinema City International po drugim kwartale 2010 roku spodziewa się, że dzięki dużej popularności filmów 3D marża EBITDA w tym roku będzie wyższa niż zakładane wcześniej na ten rok ponad 20%. Nisan Cohen stwierdził również, że kwietniowa żałoba narodowa nie miała znaczącego przełożenia na wyniki finansowe osiągnięte w drugim kwartale na rynku polskim. Duża popularność seansów 3D będzie naszym zdaniem głównym czynnikiem przekładającym się na bardzo dobre wyniki drugiego kwartału. Zapowiedź rentowności EBITDA powyżej 20% jest zbieżna z naszymi założeniami przyjętymi w wycenie.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 14,94 PLN Cena docelowa: 16,03 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 456,4	15,0%	1 534,5	5,4%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	438,9	34,0%	505,6	15,2%	MC (cena bieżąca)	4 008,8
marża EBITDA	30,6%	25,9%		30,1%		32,9%		EV (cena bieżąca)	3 880,5
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	374,7	31,3%	417,2	11,4%	Free float	31,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	304,7	28,0%	340,7	11,8%		
P/E	14,9	16,8		13,2		11,8		Zmiana ceny: 1m	3,7%
P/CE	13,7	14,3		10,9		9,3		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	13,5	12,1		8,4		6,5		Zmiana ceny: 12m	-9,5%
EV/EBITDA	11,4	12,0		8,8		7,6		Max (52 tyg.)	17,8
Dyield (%)	0,9	5,0		3,9		5,0		Min (52 tyg.)	13,1



Na wynikach Cyfrowego Polsatu w drugim kwartale negatywnie odbije się przede wszystkim osłabienie złotego. W perspektywie drugiego półrocza wciąż jednak możliwe jest osiągnięcie średnich poziomów kursów przewidzianych w naszym ostatnim raporcie (3,90 EUR/PLN i 2,90 USD/PLN). W ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji Cyfrowego Polsatu wzrósł o 9,8% a spółka dodatkowo wypłaciła dywidendę implikującą yield na poziomie 4,2% przez co kurs zbliżył się do naszej ceny docelowej. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

mPunkt dilerem Playa

P4 i mPunkt nawiązały porozumienie, na mocy którego oferta Playa z wyłączeniem oferty utrzymaniowej i Internetu trafi do 146 salonów sprzedaży mPunktu. Jest to dobra informacja dla Cyfrowego Polsatu. Po wypowiedzeniu umowy przez Polkomtel spółka co prawda utrzymywała, że sieć mPunktu będzie rentowna nawet oferując tylko usługi Cyfrowego Polsatu, jednak włączenie pakietów P4 do oferty z pewnością zwiększa to prawdopodobieństwo. Jednocześnie wyłączenie usług internetowych z podpisanego porozumienia ogranicza ryzyko kanibalizacji.

Planowane połączenie z mPunktem

Cyfrowy Polsat poinformował o planie połączenia z m.Punkt Holdings Ltd właścicielem spółki mPunkt Polska S.A. z siedzibą w Warszawie. mPunkt posiada ponad 140 punktów sprzedaży oraz własne centrum szkoleniowe. Połączenie ma przynieść dodatkowe oszczędności kosztowe i uproszczenie struktury Grupy i z tego względu pomysł oceniamy pozytywnie, mimo że najprawdopodobniej skala uzyskanych oszczędności nie będzie znacząca.



TVN (Redukuj)

Cena bieżąca: 18,7 PLN

Cena docelowa: 16,69 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(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 (mln)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	661,0	-16,8%	784,2	18,6%	MC (cena bieżąca)	6 365,1
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,6%		28,9%		EV (cena bieżąca)	8 509,3
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	18,0	15,1		22,2		17,6		Zmiana ceny: 1m	16,1%
P/CE	14,7	10,5		12,3		10,5		Zmiana ceny: 6m	38,5%
P/BV	4,0	5,0		5,1		4,1		Zmiana ceny: 12m	51,4%
EV/EBITDA	10,6	10,4		12,9		10,6		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	1,9	4,1		1,7		1,4		Min (52 tyg.)	12,2



Przed TVN publikacją bardzo dobrych naszym zdaniem wyników drugiego kwartału. Dobra koniunktura na rynku reklamowym potrwa naszym zdaniem co najmniej do końca roku, dzięki czemu również drugie półrocze spółka powinna zaliczyć do udanych. Dodatkowo wprowadzona w lipcu podwyżka cena abonamentu w platformie 'n' o 6 PLN powinna według nas przełożyć się na poprawę wyników segmentu płatnej telewizji. Duże ryzyko jest naszym zdaniem przypisane jednak do roku 2011 roku, gdzie inwestorzy spodziewają się dalszego przyspieszenia ożywienia na rynku reklamowym. Naszym zdaniem spełnienie tych oczekiwań będzie bardzo trudne i spodziewamy się, że dynamika przychodów reklamowych wyhamuje z oczekiwanymi przez nas na 2010 rok 6,1% do 5,5% w roku przyszłym, przy czym dostrzegamy potencjał do dalszego obniżania założeń przyszłorocznego wzrostu. W ciągu ostatniego miesiąca notowania spółki wzrosły o 16,1%, co skłania nas do obniżenia naszej rekomendacji do redukuj.

Spółeczne konsultacje w sprawie cyfryzacji

Zgodnie z przygotowywanym projektem ustawy cyfryzacyjnej nadawcy komercyjni: TVN, Polsat i TV Puls miałyby sfinansować zakup dekodów dla osób najbiedniejszych i zwolnionych z abonamentu. W trakcie społecznych konsultacji stacje są zdecydowanie przeciwne takiemu projektowi. Według wyliczeń urzędników koszt dofinansowania dekodów sięgnąłby 400 mln PLN. Stacje komercyjne wyceniają wartość dofinansowania na około 1,0 mld PLN. Naszym zdaniem nie istnieje prawna podstawa, która mogłaby zmusić stacje do poniesienia tych kosztów. Skłonić nadawców do inwestycji UKE będzie mogło tylko na drodze kompromisu. W naszej opinii najbardziej prawdopodobnymi warunkami nadawców mogłoby być długoterminowe zagwarantowanie miejsca na multipleksach, a także ograniczenie możliwości wejścia na nie nowych podmiotów. Scenariusz taki byłby bardzo korzystny dla TVN czy Polsatu, jednak zakładamy, że takie ustępstwo byłoby bardzo trudne do zaakceptowania ze strony urzędu. Skłaniamy się ku scenariuszowi, że ostatecznie dekodery zostaną sfinansowane ze środków publicznych.

Lipcowe wyniki oglądalności

W lipcu oglądalność TVN spadła z 12,8% do 12,2%, podczas gdy w ramach całej Grupy oglądalność utrzymała się na poziomie 19,3%, głównie dzięki bardzo dobrym wynikom TVN 24, które powiększyło swój udział w widowni z 3,6% do 4,4%. Wśród konkurentów TVN obie główne stacje telewizji publicznej utrzymały swoją oglądalność na zeszłorocznym poziomie (TVP1 19,3%, TVP2 14,3%). Spadła natomiast oglądalność Polsatu (z 14,2% do 12,9%). TVN oraz cała Grupa powiększyły natomiast udziały w komercyjnej grupie docelowej (16-49) odpowiednio z 12,7% do 13,0% oraz z 19,2% do 19,7%. Lipcowe wyniki oglądalności są odbiciem długoletniej strategii Grupy polegającej na wzmożonej walce o oglądalność w sezonach wysokiej sprzedaży. Lipiec i sierpień zazwyczaj pozostają okresem niskiej (i malejącej z roku na rok) oglądalności.

IT

Przetarg dla Enionu

Enion, z grupy Tauronu, ogłosił przetarg na dostawę i wdrożenie systemu informatycznego do zarządzania majątkiem sieciowym w spółkach Enion i EnergiaPro oraz świadczenie usługi serwisu. Wadium w tym przetargu określono na 1,5 mln PLN, co oznacza, że wartość zlecenia to minimum 50 mln PLN. Przetarg odbywa się według procedury negocjacyjnej. Termin składania wniosków o udział w postępowaniu mija 6 sierpnia. Wśród polski podmiotów szerokie kompetencje w zakresie budowy tego typu systemów mają Sygnity i Asseco Poland (poprzez Asseco Czech Republic) i te dwie spółki spośród krajowych wykonawców mają naszym zdaniem największe szanse na wdrażanie tego systemu.

Złożenie wniosku o dopuszczenie do przetargu na platformę e-usług dla policji

Comp, IBM Polska i Netline Group złożyły wnioski o dopuszczenie do udziału w przetargu na budowę i wdrożenie ogólnokrajowej platformy e-usług dla policji organizowanym przez Centrum Projektów Informatycznych MSWiA. Zamówienie realizowane jest w ramach projektu współfinansowanego z PO IG, którego całkowita wartość to 100 mln PLN. Przedmiotem zamówienia jest budowa i wdrożenie nowoczesnej platformy komunikacyjnej oraz e-usług, w oparciu o eksploatowane w policji komponenty Zintegrowanego Systemu Obiegu Dokumentów Elektronicznych (ZSODE) oraz dostarczony przez zamawiającego sprzęt i oprogramowanie standardowe. Na tak wczesnej fazie procedury przetargowej trudno mówić o faworytach. Zaskakująca może być niewielka liczba firm składających wnioski o dopuszczenie do przetargów, gdyż można było przypuszczać, że duże kontrakty administracyjne będą cieszyły się bardzo dużym zainteresowaniem spółek informatycznych. Utrzymanie się takiego stanu może wpływać na mniejszą konkurencję i atrakcyjniejsze z punktu widzenia wykonawcy ceny. Zwracamy jednocześnie uwagę, że jest to kolejny już uruchomiony projekt z siódmej osi priorytetowej PO IG. Kolejnymi grupami projektów, które naszym zdaniem powinny zostać w najbliższym czasie uruchomione są projekty Ministerstwa Finansów (trzy projekty na łączną kwotę 500 mln PLN) oraz Ministerstwa Zdrowia (dwa projekty o wartości około 800 mln PLN).

Umowy na dostawę sprzętu do obsługi prezydencji w UE

W przetargu organizowanym przez Centrum Projektów Informatycznych MSWiA na zapewnienie infrastruktury informatyczno-telekomunikacyjnej do przygotowania i obsługi przewodnictwa Polski w Radzie Unii Europejskiej jako najkorzystniejsze wybrano oferty złożone m.in. przez: Comarch, Sygnity, Wasko, konsorcjum Enigmy i Compu oraz konsorcjum Webtradecenter i NTT System. Pozostali zwycięzcy tego przetargu to: Netline Group, IT.expert, Fujitsu Technology i konsorcjum Techelon, OFEK i BIW Koncept. Oferty złożone przez spółki, które podeszły do tego przetargu opiewały na kwoty od 25,5 do 66,3 mln PLN. Ze zwycięzcami zostaną podpisane umowy ramowe. Nie znamy całkowitego budżetu przewidzianego na obsługę prezydencji, ale najprawdopodobniejszym rozwiązaniem wydaje się wykorzystanie przez CPI MSWiA tylko części wyznaczonych umowami limitów, przy czym skala ich wykorzystania będzie zapewne zależała od proponowanej ceny.



AB (Akumuluj)

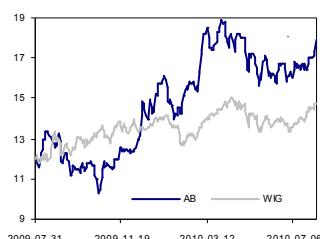
Cena bieżąca: 17,9 PLN

Cena docelowa: 18,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 806,6	-1,2%	2 784,8	-0,8%	2 996,2	7,6%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	81,9	53,4	-34,7%	49,7	-6,9%	53,3	7,1%	MC (cena bieżąca)	285,5
marża EBITDA	2,9%	1,9%		1,8%		1,8%		EV (cena bieżąca)	367,8
EBIT	76,5	45,5	-40,6%	44,2	-2,8%	47,7	7,9%	Free float	51,9%
Zysk netto	27,0	30,4	12,6%	27,4	-9,9%	30,1	10,0%		
P/E	10,6	9,4		10,4		9,5		Zmiana ceny: 1m	11,9%
P/CE	8,8	7,4		8,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	26,1%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	55,0%
EV/EBITDA	4,8	7,0		7,4		6,7		Max (52 tyg.)	18,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,3



Osiągnięcie przez AB prognozowanego przez nas na czwarty kwartał roku obrotowego 2009/10 wyniku netto implikuje, pomimo wzrostów zanotowanych w ostatnich tygodniach, wskaźnik P/E na zakończony rok na poziomie 9,4 oraz EV/EBITDA wynoszącą 7,0. Jednocześnie notowania spółki w najbliższym czasie powinny być wspierane przez publikację dobrych wyników kwartalnych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Action (Trzymaj)

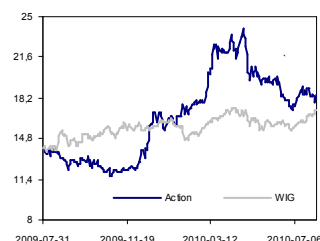
Cena bieżąca: 18,47 PLN

Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%	MC (cena bieżąca)	318,2
marża EBITDA	2,8%	2,0%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	414,2
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%	Free float	35,9%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%		
P/E	9,4	10,2		11,8		9,6		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	7,6	7,2		8,9		7,5		Zmiana ceny: 6m	7,8%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	36,4%
EV/EBITDA	7,1	6,8		8,5		7,2		Max (52 tyg.)	24,0
Dywid (%)	1,4	7,5		2,0		1,7		Min (52 tyg.)	11,7



Od momentu podniesienia przez nas w ostatniej miesięcznicy rekomendacji do akumuluj, kurs akcji Actionu wzrósł o 8,0%, niwelując przewidywany przez nas potencjał wzrostowy. Wyniki drugiego kwartału powinny przynieść pogorszenie rezultatów w stosunku do czwartego kwartału roku obrotowego 2008/09, jednak uważamy, że ta tendencja nie powinna mieć tak silnego potwierdzenia w kolejnych kwartałach. W związku z zanotowanym wzrostem kursu obniżamy rekomendację do trzymaj.



ASBIS (Trzymaj)

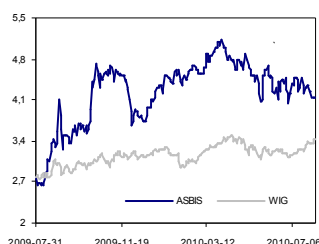
Cena bieżąca: 4,15 PLN

Cena docelowa: 4,69 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-10

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 375,4	17,8%	1 514,2	10,1%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	17,9	210,2%	22,7	26,3%	MC (cena bieżąca)	230,3
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	301,5
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	15,0	418,3%	19,6	31,0%	Free float	34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		7,6		11,3	49,4%		
P/E	18,9			10,1		6,7		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	11,1			7,2		5,3		Zmiana ceny: 6m	-6,5%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	54,3%
EV/EBITDA	5,9	15,1		5,6		4,5		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	12,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,6



W przypadku Asbis materializuje się bardzo negatywny scenariusz dla otoczenia walutowego. Po okresie umocnienia dolara w pierwszym półroczu i związanych z tym strat zrealizowanych na różnicach kursowych w lipcu, a zatem okresie sezonowo niskiej sprzedaży, następuje odwrócenie trendu na kursie EUR/USD. Naszym zdaniem w wypadku wakacyjnej aprecjacji EUR, szansa na odrobienie strat kursowych z pierwszego półrocza jest minimalna i związku z tym konieczne może stać się obniżenie przez nas prognoz wyników na bieżący rok obrotowy. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 55,8 PLN

Cena docelowa: 70,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 328,2
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 730,8
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	55,1%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	337,1	-9,7%	358,2	6,2%		
P/E	13,5	11,6		12,8		12,1		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	10,3	8,8		9,4		8,9		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-3,0%
EV/EBITDA	7,5	7,4		7,4		6,8		Max (52 tyg.)	65,1
Dyid (%)	2,7	2,6		2,3		2,5		Min (52 tyg.)	52,3



Najważniejszym czynnikiem ryzyka dla notowań Asseco Poland jest naszym zdaniem planowana transakcja zakupu amerykańskiej spółki informatycznej. Tak duża transakcja, szacowana na co najmniej 400 mln PLN, niesie ze sobą duże prawdopodobieństwo negatywnego odbioru wyceny przyjętej dla przejmowanego podmiotu (wskaźniki amerykańskich spółek informatycznych są co do zasady znacząco wyższe od wskaźników spółek zachodnioeuropejskich i polskich). Z jednej strony implikuje możliwość pojawienia się znaczącej podaży akcji własnych potrzebnej do sfinansowania przejęcia, z drugiej strony, pomimo obaw inwestorów o wypełnienie dziury po zakończonym kontrakcie w PKO BP, spółka zanotuje po pierwszym półroczu zysk operacyjny skorygowany o jednorazowe wydarzenie (odpis wartości firmy) tylko nieznacznie gorszy od ubiegłorocznego osiągnięcia, przez co bieżąca wycena rynkowa implikuje 12,8 P/E, mimo wciąż posiadanych akcji własnych stanowiących 7% kapitału zakładowego spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przetarg na e-receptę dla HP

Spółka Hewlett-Packard Polska wygrała konkurs organizowany przez Centrum Systemów Informacyjnych Ochrony Zdrowia na opracowanie koncepcji wykonania prototypu usługi elektronicznej recepty e-Recepta i jego wdrożenia. Zwycięzca konkursu oprócz zdobycia kontraktu zajmie jedną z ważniejszych pozycji w całym systemie e-zdrowia, na który jest do wydania blisko 800 mln PLN, głównie ze środków UE. W konkursie udział brały m.in.: konsorcjum z Qumak-Sekom, Sygnity, Comarch, konsorcjum ze spółką Wola Info, oraz konsorcjum z Wasko. Asseco Poland będzie podwykonawcą HP w ramach tego projektu (współpraca podobna jak w przypadku IACS w ARiMR). Naszym zdaniem duża część projektów z MZ powinna być wykonywana przez te dwie spółki.



ComArch (Redukuj)

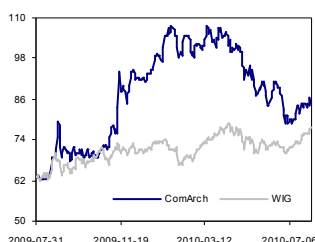
Cena bieżąca: 84,3 PLN

Cena docelowa: 79,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-03

(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 (mln)	8,1
EBITDA	66,0	56,2	-14,8%	50,9	-9,5%	86,1	69,3%	MC (cena bieżąca)	678,8
marża EBITDA	9,4%	7,7%		7,3%		10,7%		EV (cena bieżąca)	591,9
EBIT	45,9	14,3	-68,8%	11,3	-21,1%	47,1	316,1%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	32,3	-83,8%	20,9	-35,3%	43,8	109,9%		
P/E	3,4	20,8		32,5		15,5		Zmiana ceny: 1m	6,7%
P/CE	3,1	9,1		11,2		8,2		Zmiana ceny: 6m	-14,0%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	35,0%
EV/EBITDA	9,3	10,3		11,6		6,7		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	62,1



W wyniku przeprowadzonej w Comarch AG transakcji podniesienia kapitału zakładowego, Grupa została zasilona zewnętrznymi wpływami z emisji na kwotę 1 mln EUR. W zamian zaangażowanie Comarchu w aktywa w Niemczech i Francji, przynoszące około 33% skonsolidowanej sprzedaży Grupy, spadło ze 100% do 60%. W związku z przeprowadzoną emisją, szacowany przez nas udział akcjonariuszy mniejszościowych w wartości przedsiębiorstwa rośnie z 10,5 mln PLN do 33,2 mln PLN, przez co nasza wycena spółki obniża się o około 2,82 PLN na akcję. Ponadto oczekiwane słabe wyniki pierwszego półrocza skłaniają nas do obniżenia tegorocznych prognoz oraz obniżenia tempa spodziewanej poprawy wyników. Comarch pozostaje wciąż spółką notowaną przy znacznym poziomie premii w stosunku do polskich i zagranicznych konkurentów, która naszym zdaniem jest trudna do uzasadnienia nawet w przypadku zakładanego przez nas znaczącego udziału Comarchu w projektach informatycznych związanych z budową elektronicznej administracji. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wygrany przetarg za 2,7 mln EUR

Comarch wygrał przetarg w Enea Operator na dostawę licencji oprogramowania Microsoft oraz usługi wsparcia. Wartość przetargu to 2,7 mln EUR (1,6% prognozowanych przychodów Comarchu na rok 2010).

JV z Inspurem pod dużym znakiem zapytania

Zdaniem prezesa Janusza Filipiaka rozmowy z chińskim partnerem są trudne i należy się liczyć z tym, że nie uda się osiągnąć ostatecznego porozumienia. Rozmowy dotyczą m.in. wprowadzenia na chiński rynek oprogramowania Semiramis, oferowanego przez niemiecką spółkę zależną Comarchu - SoftM. Znacząca pozycja Inspuru na chińskim rynku miała pomóc w rozszerzeniu skali działalności na terenie Państwa Środka. Prezes Filipiak zapowiada, że nawet w razie niepowodzenia negocjacji Comarch będzie rozszerzał swoją obecność w Chinach przez biuro w Szanghaju, jednak samodzielny rozwój będzie na pewno zdecydowanie dłuższym procesem.

Umowa z E-Plusem blisko

Prezes Filipiak poinformował również o przebiegu rozmów z E-Plusem. Zdaniem prezesa podpisanie umowy powinno nastąpić jeszcze w lipcu. W jej ramach Comarch ma dostarczyć platformę OSS (Operations Support Systems) pokrywającą obszary planowania i konfiguracji sieci (Radio Access i Transport Network), dokonać migracji istniejących danych na nową platformę oraz świadczyć usługi utrzymania i rozwoju rozwiązania w okresie trwania kontraktu. E-Plus Group jest spółką zależną KPN Mobile International, części holenderskiej grupy telekomunikacyjnej KPN zajmującej się świadczeniem usług telefonii komórkowej. KPN jest jednym z głównych europejskich dostawców usług "voice and data services". KPN kontroluje operatorów telefonii komórkowej w Holandii, Niemczech (Grupa E-Plus), Belgii (Grupa KPN), Hiszpanii i Francji i posiada około 33 miliony klientów telekomunikacyjnych. Umowa z E-Plusem będzie kontraktem istotnie wzmacniającym pozycję Grupy Comarch w europejskim sektorze telekomunikacyjnym. Zwracamy jednak uwagę, że stroną w umowie będzie Comarch AG, w którym na skutek podwyższenia kapitału Comarch straci 100% udział (zaangażowanie zmaleje do 60%).

O perspektywach 2010 roku

W odniesieniu do wyników 2010 roku prezes Filipiak stwierdził, że przychody Comarchu w 2010 r. mogą nie być wyższe od zanotowanych w 2009 r., ale Grupa może wypracować kilkuprocentowy wzrost sprzedaży licencji i usług własnych, więc zysk powinien okazać się lepszy r/r. Fundusz płac w I półroczu wzrósł o 5% i nadal występuje presja na płace. Wpływ SoftM na wyniki Grupy w bieżącym roku powinien być neutralny. Dodatkowo przed końcem



roku Comarch może dokapitalizować Cracovię kwotą 30 mln PLN. Słowa prezesa wskazują na realizację negatywnego dla spółki scenariusza. Obecna wycena rynkowa spółki jest w naszej opinii oparta na zakładanej szybkiej poprawie osiąganych wyników. W wypadku utrzymywania się sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie przy jednoczesnym wzroście płac niewielki wzrost sprzedaży własnych rozwiązań nie przełoży się na wzrost wyników uzasadniający obecną wycenę.

Umowa z E-plusem do końca sierpnia

Comarch poinformował, że w związku z trwającymi po stronie niemieckiej spółki procedurami wewnętrznymi ostateczne podpisanie umowy z E-Plus nastąpi do końca sierpnia. Zarząd już we wcześniejszych wypowiedziach dla prasy informował o szybkim terminie osiągnięcia porozumienia z E-Plusem, dlatego ta informacja nie będzie stanowiła zaskoczenia dla inwestorów. Dużo większe wątpliwości budzi kwestia podpisania umowy joint venture z chińskim Inspurem.



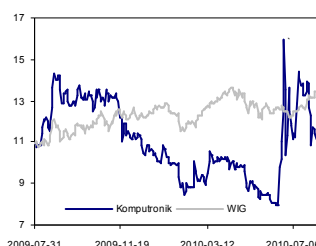
Komputronik (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,14 PLN Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	1 040,2	13,5%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%	MC (cena bieżąca)	91,3
marża EBITDA	2,0%	1,0%		1,8%		2,2%		EV (cena bieżąca)	134,4
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%		
P/E	15,7	42,3		12,2		7,9		Zmiana ceny: 1m	-0,1%
P/CE	8,4	9,2		7,0		5,3		Zmiana ceny: 6m	26,6%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	3,1%
EV/EBITDA	7,2	12,9		8,3		5,7		Max (52 tyg.)	16,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



Tożsamość inwestora, który zdecydował się zainwestować w Karen, rozczerowała inwestorów. Głównym elementem podpisanego porozumienia, które potencjalnie kreuje wartość dla akcjonariuszy Komputronika, jest zobowiązanie do wykupienia posiadanego przez Komputronik pakietu akcji Karen, jednak realizacja tego postanowienia po dwóch latach od realizacji umowy inwestycyjnej jest naszym zdaniem obarczone sporym ryzykiem. Po okresie zwyżki notowań cena akcji Komputronika ponownie wróciła do przedziału przewidzianego naszą ceną docelową. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podpisanie umowy z amerykańskim inwestorem

Komputronik podpisał zgodnie z zapowiedziami umowę inwestycyjną realizującą postanowienia listu intencyjnego. Tajemniczym inwestorem okazała się pani Halina Paszyńska oraz Texass Ranch Company Sp. z o.o. Zgodnie z wcześniejszymi postanowieniami inwestor odkupi po cenie nominalnej 11,75 mln PLN wierzytelności wobec Techmeksu. Większa niż do tej pory zakładana będzie natomiast emisja akcji w Komputroniku. Do tej pory emisja miała być do 10% kapitałów spółki. Obecne warunki zakładają emisję około 16,5%. W Karenie dojdzie do emisji 786 mln akcji po cenie nominalnej 0,5 PLN, które zostaną objęte przez nowego inwestora w zamian za nieruchomość o wartości 340 mln PLN i wkład pieniężny o wartości 53 mln PLN. Pakiet akcji Karen posiadany przez Komputronik objęty będzie opcją PUT aktywowaną po dwóch latach z ceną wykonania na poziomie 2,66 PLN. Komputronik dokona emisji obligacji zamiennych na akcję Karen skierowanych do Karenu bądź inwestora na kwotę 35 mln PLN. Jednocześnie Komputronik odkupi salony Karenu za kwotę 18,56 mln PLN. Warunki umowy nieco zmieniły się w porównaniu do listu intencyjnego. Kluczową różnicą wydaje nam się zwiększenie wartości emisji akcji w Karenie, która oznacza de facto przekroczenie progu 90% udziałów w kapitale zakładowym spółki przez nowego akcjonariusza, co umożliwia wyciśnięcie akcjonariuszy mniejszościowych. Nasze obawy budzi też obniżenie ceny nominalnej akcji oraz kapitału zakładowego Karenu. W zależności czy odbędzie się ono z wypłatą dla akcjonariuszy całości aktywów przypadających na umarzone udziały czy też jedynie wartości przypadającej nominalowi transakcja może stać się bardzo niekorzystna dla mniejszościowych udziałowców Karen.

Umowa z Complex Logistics

Przedmiotem umowy jest świadczenie kompleksowych usług logistycznych. Umowa została zawarta na czas nieokreślony. Szacowana wartość Umowy w okresie 5 lat wynosi 36 mln PLN. W kwocie tej zawarte są również koszty usług świadczonych przez firmy spedycyjne za pośrednictwem strony umowy. Warunkiem rozpoczęcia współpracy było dostosowanie oprogramowania funkcjonującego w Komputronik SA do warunków świadczenia usług, określonych we wspomnianej umowie. W opinii Zarządu podpisanie tej umowy umożliwi osiągnięcie znaczących oszczędności kosztowych w związku z operacjami magazynowymi, sięgającymi 30% obecnie ponoszonych kosztów. Zarząd Emitenta szacuje, że oszczędności poczynione w ciągu 5 lat trwania umowy sięgną około 10 mln PLN. Szacunki dotyczące oszczędności płynących wydają nam się trochę zawyżone, gdyż trudno oczekiwać by nowe warunki w istotny sposób różniły się od stawek rynkowych.

ZWA zwołane na 1 września

Wśród projektów uchwał przewidzianych do głosowania w czasie WZA znajdują się uchwały zatwierdzające sprawozdania finansowe za miniony rok obrotowy, zatwierdzenie sprawozdania rady nadzorczej, udzielenia absolutorium członkom zarządu i rady nadzorczej. Ponadto jedna uchwała dotyczy podpisanego w sobotę porozumienia z nowym inwestorem Karenu: decyzja o przeprowadzeniu emisji akcji serii E z wyłączeniem praw poboru.



Zakup gruntu pod Szczecinem

Realizując postanowienia umowy z Texass Ranch i panią Haliną Paszyńską Komputronik dokonał zakupu nieruchomości. Są to niezabudowane grunty położone w Tanowie, gmina Police. Wielkość niezabudowanej działki wynosi 7,1 ha, a w zamian za powyższą nieruchomość Komputronik dokonał cesji 11,75 mln PLN wierzytelności względem Techmeksu na rzecz podmiotu wskazanego przez kontrahenta (spółka EL-CORN sp. z o.o.). Komputronik nie ponosi przy tym odpowiedzialności za ewentualną niewypłacalność Techmeksu. Dla ww. nieruchomości istnieje plan zagospodarowania przestrzennego, a wskazane nieruchomości oznaczone są na tym planie, jako przeznaczone pod budownictwo jednorodzinne. Działka znajduje się na trasie Police-Szczecin około 15 km od Szczecina. Implikowana wycena przejmowanego gruntu to około 166 PLN za m², podczas gdy ceny gruntów o podobnych warunkach wahają się od 100-250 PLN w zależności od specyfiki działki oraz warunków do przyłączenia gazu, wody i energii elektrycznej. Do dokładniejszej oceny wartości przejmowanej działki musimy dokładniej zapoznać się z jej charakterystyką, jednak biorąc pod uwagę podany przez nas przedział cenowy zapłacona kwota jest prawdopodobnie zbliżona do wartości rynkowej działki.



Sygnity (Kupuj)

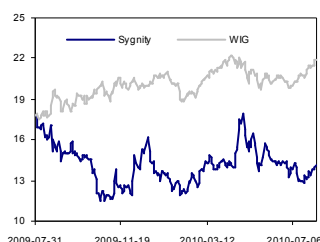
Cena bieżąca: 14,18 PLN

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)	168,5
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	207,5
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						647,2		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	3,9			9,4		5,4		Zmiana ceny: 6m	19,2%
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-16,1%
EV/EBITDA	3,3			9,4		5,2		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Słabe wyniki drugiego kwartału mogą w krótkim terminie negatywnie przekładać się na notowania Sygnity. Słabe pierwsze półrocze powinno w dużym stopniu zostać odrobione dzięki zyskom drugiej połowy roku. Podstawowym katalizatorem dla wzrostu notowań spółki byłyby naszym zdaniem rozstrzygnięcia przetargów związanych z budową elektronicznej administracji, w których spółka ma według nas spore szanse na wykonywanie części prac. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zmiana w zarządzie

Spółka poinformowała o odwołaniu przez radę nadzorczą z funkcji wiceprezesa pana Piotra Wierzbickiego i powołanie na jego miejsce pani Ilony Weiss. Zmiana nie powinna mieć wpływu na bieżącą działalność jak i niedawno opublikowany plan rozwoju spółki na lata 2010-2012.

Kontrakt od MON

Departament Zaopatrywania Sił Zbrojnych MON rozstrzygnął przetarg na dostawę sprzętu informatycznego i oprogramowania. Sygnity zwyciężyło w dwóch częściach przetargu. Spółka dostarczy urządzenia i oprogramowanie do ochrony antywirusowej oraz dostarczy system zarządzania płatnościami. Łączna wartość tych kontraktów to 2,3 mln PLN brutto. Kontrakt stanowi marginalną część portfela zamówień spółki.

Umowa ramowa na dostawę bankomatów

Sygnity podpisała umowę ramową z jednym z największych polskich banków na dostawę bankomatów firmy Nautilus Hyosung, poinformowała spółka w komunikacie. Wartości umowy nie podano. Porozumienie ma charakter umowy ramowej, a zatem nie oznacza w 100% pewnej realizacji zamówienia. Dodatkowo zamówienie obejmuje sprzęt obcej produkcji i w związku z tym należy oczekiwać realizacji jedynie minimalnej marży na dostawie. Umowa nie zmienia w sposób istotny sytuacji finansowej spółki.

Kontrakt z MPiPS

Sygnity zawarło z Ministerstwem Pracy i Polityki Społecznej umowę na utrzymanie oprogramowania użytkowego Pomost. Wartość brutto umowy wynosi ponad 14 mln PLN. W ramach zawartej umowy przez okres dwóch lat Sygnity zapewni rozwój i serwis oprogramowania wraz z usługami wsparcia dla użytkowników końcowych. Wartość netto umowy to około 11,5 mln PLN, czyli około 2,0% zeszłorocznych przychodów.

Górnictwo, metale



KGHM (Trzymaj)

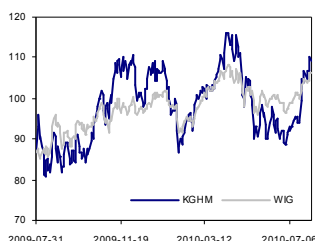
Cena bieżąca: 109,4 PLN Cena docelowa: 96,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	11 060,5	0,0%	11 501,8	4,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	3 716,2	1,9%	3 104,6	-16,5%	MC (cena bieżąca)	21 880,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		33,6%		27,0%		EV (cena bieżąca)	20 132,7
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	3 098,1	0,0%	2 430,4	-21,6%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	3 337,4	31,3%	1 968,6	-41,0%		
P/E	7,5	8,6		6,6		11,1		Zmiana ceny: 1m	19,4%
P/CE	6,5	7,1		5,5		8,3		Zmiana ceny: 6m	26,5%
P/BV	2,1	2,1		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	21,6%
EV/EBITDA	4,9	5,7		5,4		6,5		Max (52 tyg.)	116,1
Dyid (%)	8,2	10,7		2,7		4,6		Min (52 tyg.)	80,6



Obecny wzrost cen miedzi, przy nadal relatywnie słabym PLN zapowiada bardzo dobre wyniki spółki również w 3Q2010, co stwarza szansę na przekroczenie naszej dotychczasowej prognozy zysku netto spółki na poziomie 3,35 mld PLN. Tym niemniej uważamy, że obecne ożywienie w światowym przemyśle nie utrzyma się w 2011 roku, co znajdzie swoje przełożenie w niższych cenach surowców, w tym miedzi. Obecne jej poziomy są już zdyskontowane przez kurs akcji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

KGHM zakłada, że piec zawieszinowy przyniesie ok. 200 mln PLN rocznych oszczędności

KGHM szacuje, że piec zawieszinowy, którego budowa zakończy się w 2014 roku, przyniesie ok. 200 mln PLN rocznych oszczędności. Da on możliwość przetopu całości koncentratów własnych i obcych w HMG, zmniejszy uciążliwość przetopu dla środowiska naturalnego oraz zmniejszy koszty operacyjne przetopu koncentratów. Obecnie prowadzone są prace przygotowawcze. Z kolei projekt budowy bloków parowo-gazowych w Głogowie i Polkowicach zakończy się w 2012 roku i zakłada się ok. 80 mln PLN rocznych kosztów zakupu energii elektrycznej oraz poprawę bezpieczeństwa energetycznego oddziałów spółki. Prace budowlane ruszą w 4Q10.

Wywiad z prezesem

Wirth zaprzeczył, aby istniał jakiś konflikt między nim, a Skarbem Państwa, dodając, że z jego strony współpraca układa się bardzo dobrze. Prezes zapowiedział, że po wynikach za drugi kwartał Zarząd prawdopodobnie przystąpi do aktualizacji prognozy wyników za bieżący rok, co sprawia, że jej publikacja nastąpić może we wrześniu lub październiku. Dodał jednocześnie, że w procesie sprzedaży udziałów w Polkomtelu jak na razie nie ma przełomu, natomiast w sprzedaży Dialogu pierwszeństwo zakupu posiada Polkomtel, który obecnie przeprowadza due diligence i ma prawo do złożenia oferty. Prezes dodał również, że w sprawie sprzedaży Dialogu prowadzone były rozmowy z Netią.



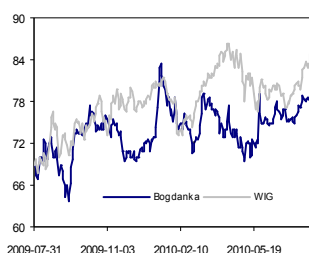
LW Bogdanka (Trzymaj)

Cena bieżąca: 79,15 PLN Cena docelowa: 80,7 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 176,8	5,3%	1 471,2	25,0%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	339,6	368,0	8,3%	392,5	6,7%	536,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	2 692,1
marża EBITDA	32,9%	32,9%		33,4%		36,4%		EV (cena bieżąca)	2 837,2
EBIT	203,5	226,7	11,4%	243,0	7,2%	301,2	23,9%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	191,5	22,7%	186,2	-2,8%	227,1	22,0%		
P/E	17,3	14,1		14,5		11,9		Zmiana ceny: 1m	5,3%
P/CE	9,2	8,1		8,0		5,8		Zmiana ceny: 6m	5,5%
P/BV	2,4	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	8,0	6,2		7,2		5,2		Max (52 tyg.)	83,5
Dyid (%)	0,3	3,3		0,7		0,7		Min (52 tyg.)	63,7



Wzrost ceny akcji spółki do naszej 9-cio miesięcznej ceny docelowej skłania nas do obniżenia rekomendacji inwestycyjnej z kupuj do trzymaj. Wyniki spółki za 2Q powinny być zbliżone do poprzedniego kwartału, w związku z wysoką bazą wyniki 3Q obniżą się w relacji r/r o ok. 40% (niższe ceny węgla). Podtrzymujemy prognozę, że całoroczny wynik 2010 będzie zbliżony do wyniku raportowanego w 2009 r. (w 4Q2010 spodziewamy się niższych rezerw r/r). Potencjał do podwyższenia wyceny spółki widzimy we wzroście cen węgla kontraktowanych na przyszły rok, czego nie zakładamy w naszych prognozach (aktualizacja po wynikach za 2Q2010).

Umowa sprzedaży węgla

Spółka poinformowała, że od początku 2011 roku będzie dostarczała węgiel energetyczny dla Elektrowni Rybnik, wchodzącej w skład grupy energetycznej EDF. Porozumienie zostało zawarte ze spółką zajmującą się handlem węglem na terenie Górnego Śląska – PHU Energokrak Sp. z o.o. Zawarcie umowy ma związek z planowanym zwiększeniem mocy wydobywczych kopalni w 2011 roku.

Prezes o podwyżce cen węgla

Prezes Mirosław Taras zapowiedział, że Spółka nie wyklucza podwyżek cen węgla na kolejny rok. Sprzyjać temu będzie poprawiająca się sytuacja na lokalnym rynku węgla. Poinformowano również, że Bogdanka jest blisko finalizacji drugiej umowy wieloletniej z elektrownią Kozienice.

Przemysł

Amica

Wywiad z prezesem

W wywiadzie udzielonym PAP prezes Rutkowski powiedział, że liczy na poprawę jednostkowych wyników netto przy porównywalnym poziomie sprzedaży. Prezes zaznacza, że, pomimo fatalnej sytuacji sprzedażowej rynku krajowym AGD w pierwszej połowie roku (spadek o 18-20% r/r), Spółka zyskiwała udziały rynkowe, przez co sprzedaż na lokalnym rynku spadła znacznie mniej. Prezes ocenia, że powoli odżywają rynki eksportowe. W przypadku Rosji, gdzie o ile przed kryzysem Grupa sprzedawała za około 60 mln EUR, to po spadku sprzedaży do około 30 mln EUR w 2009 roku, w roku bieżącym Spółka ma szansę sprzedać za 40-45 mln EUR. Obroty są na stałym poziomie na rynkach skandynawskich, a na Wyspach Brytyjskich sprzedaż lekko rośnie. Zarząd chce aby zadłużenie Spółki do końca roku spadło do 50 mln PLN (na początku bieżącego roku zadłużenie wynosiło 260-300 mln PLN). Prezes sygnalizuje, że po marcu roku 2011 roku Spółka raczej nie przedłuży umowy na produkcję pralek i lodówek z Samsungiem. Zdaniem Prezesa Grupa jest w stanie uzyskiwać wyższe marże, jeśli dostawcą produktów będą zakłady zlokalizowane w Turcji lub na Dalekim Wschodzie. Na jesieni z kolei Zarząd ma podjąć decyzję o rozbudowie fabryki kuchenek. Niewykluczone, że Amica będzie produkować ten asortyment również dla innych firm. Jak na razie, po sprzedaży fabryki pralek i lodówek Samsungowi, rozłączenie zakładów idzie zgodnie z planem. Zarząd wcześniej rozważał produkcję pralek i lodówek w Turcji i na Dalekim Wschodzie, a przedłużenie umowy z Samsungiem uzależniał od potencjalnie wynegocjowanych kosztów.

Apator

Cel to podwojenie produkcji

Spółka poinformowała o planach budowy nowego zakładu produkcyjnego, który docelowo ma nawet pozwolić na podwojenie produkcji. Zakład ma produkować w nowocześniejszych technologiach, będzie on również bardziej energooszczędny i bardziej wydajny – zapowiada Prezes. Dodatkowo ma on działać na terenie Pomorskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej. Rozpoczęcie budowy planowane jest w 1Q2011. Środki na budowę zakładów mają pochodzić z dywidendy otrzymanej od Apator Mining (spółki zależnej Apator i posiadacza akcji jednostki dominującej) oraz sprzedaży starych zakładów i terenów do niego przyległych. Prezes zapowiada, że Apator Mining nie zamierza już sprzedawać akcji jednostki zależnej.

Kernel

Uprawy przemysłowe mimo suszy mają dobrą jakość

Wiceminister Ukrainy poinformował, że pomimo niesprzyjających warunków pogodowych (susza), uprawy przemysłowe są jak na razie bardzo dobrej jakości. W zakresie buraka cukrowego jakość uprawy jest obecnie o 30% lepsza niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, a uprawy kukurydzy i słonecznika wydają się być idealne. Dobre warunki uprawy słonecznika to z kolei bardzo dobra informacja dla Kernela, gdyż wysokie zbiory słonecznika gwarantują dostawy surowca, z którego Spółka wytwarza olej roślinny.

Możliwe zniesienie opłaty eksportowej na nasiona słonecznika

Według *Gazety Giełdy Parkiet* wkrótce Ukraina podpisze porozumienie o wolnej strefie handlu z Unią Europejską, na mocy którego zniesiona zostanie opłata eksportowa na nasiona słonecznika (12% wartości). Likwidacja cła eksportowego może się przełożyć na większy eksport nasion słonecznika z Ukrainy. Mniejsza ilość głównego surowca wykorzystywanego do wytwarzania oleju słonecznikowego może się z kolei przyczynić do problemów lokalnych producentów oleju słonecznikowego związanych z pozyskaniem słonecznika. Prowadzić to będzie do wzrostu cen nasion słonecznika na lokalnym rynku. Pamiętać należy jednak, że proces potencjalnej akcesji Ukrainy do Unii Europejskiej, ze względu na panujący na terenie tego kraju spadek koniunktury gospodarczej ulega wydłużeniu. Dodatkowo budżet państwa jest bardzo napięty i raczej mało prawdopodobne jest, aby rząd dobrowolnie zrezygnował z dodatkowych wpływów budżetowych. Naszym zdaniem opóźnienie w rozmowach z Unią Europejską oraz niskie wpływy budżetowe powodować będą, że zniesienie podatku już w roku 2011 będzie bardzo wątpliwe.

Prognoza Zarządu dotycząca zbiorów zbóż na Ukrainie

Spółka na stronie internetowej podała własną prognozę zbiorów na Ukrainie w roku 2010. Kernel spodziewa się zbiorów zbóż na poziomie 40-45 mln ton (46 mln ton w 2009 roku) i eksportu zbóż na poziomie 18-20 mln ton (21 mln ton w 2009 roku). Spółka informuje, że na dzień 20.07.2010 na Ukrainie zebrano około 30% plonów pszenicy, jęczmienia i rzepaku. Spółka zaznacza, że podwyższenie cen pszenicy o prawie 30% jakie mieliśmy okazję obserwować w lipcu dobrze wpłynie na wyniki sektora rolnego na Ukrainie. Zbiory soi,

kukurydzy i słonecznika planowane są od drugiej połowy września do końca października. Zarząd spodziewa się, że ilość zebranego słonecznika w bieżącym sezonie sięgnie 7-8 mln ton wobec 6,5 mln ton zanotowanych w ubiegłym roku. Zarząd zaznacza że susza, jaka panuje w Europie i Rosji będzie miała umiarkowany wpływ na zbiory na Ukrainie i uważa że mimo zagrożenia zbiory będą wystarczająco wysokie. Możliwe, że w krótkim okresie rynek będzie przereagowywał negatywne informacje płynące ze wschodnich rynków rolnych, co odbije się na notowaniach Kernela na giełdzie. Wciąż należy pamiętać, że Spółka posiada 10-15% udział w rynku eksportu zbóż z Ukrainy, a obecne prognozy zbiorów nie odbiegają znacząco od zbiorów zeszłorocznych. Dobre informacje są związane przede wszystkim ze spodziewanymi zbiorami nasion słonecznika.

Eksport zboża nie zagrożony

Gazeta Giełdy Parkiet podaje, że Ukraina nie wprowadzi limitów eksportu zboża. Minister Rolnictwa nie wykluczył wprowadzenia kwot eksportowych na pszenicę przeznaczoną na przemiał.

Susza powodem mniejszej prognozy zbiorów zboża w Rosji

Po ostatnim obniżeniu przez Ministerstwo Rolnictwa Rosji prognozy zbiorów zboża do 90 mln ton podjęto decyzję o kolejnej obniżce do 81-85 mln ton (zbiory zbóż w 2009 roku sięgnęły poziomu 97 mln ton). Przyczyną obniżki jest panująca susza w regionie.

Kolejna obniżka prognoz na Ukrainie

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy ponownie obniżyło prognozę produkcji zbóż w bieżącym roku, z 45-45,5 mln ton do 42 mln ton. Rok wcześniej produkcja wyniosła 46 mln ton. Obniżona została również prognoza dotycząca ilości zboża przeznaczonego na eksport z 21 mln ton do 18 mln ton. Eksport zeszłorocznych zbiorów z Ukrainy wyniósł 21 mln ton.



Astarta (Sprzedaj)

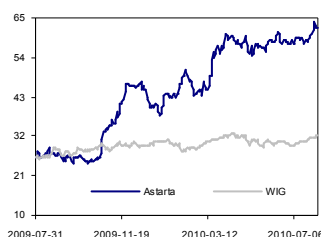
Cena bieżąca: 62 PLN

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 (mln)	25,0
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%	MC (cena bieżąca)	1 550,0
marża EBITDA	23,0%	40,6%		45,4%		27,4%		EV (cena bieżąca)	1 735,9
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		12,5		5,3		16,8		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE		9,7		4,6		11,3		Zmiana ceny: 6m	33,3%
P/BV	6,3	3,0		1,9		1,9		Zmiana ceny: 12m	129,8%
EV/EBITDA	22,8	9,1		4,5		9,2		Max (52 tyg.)	63,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		5,7		Min (52 tyg.)	24,5



Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy zapowiada, że przyszłoroczna krajowa produkcja cukru sięgnąć może 2,1-2,2MT, co przy popycie na poziomie 1,9MT i możliwej wielkości eksportu do Rosji (0,3MT) sprawi, że lokalny rynek cukru będzie w pełni zbilansowany. To z kolei powoduje, że na jesieni obecny poziom cen cukru (1000 USD za tonę wobec 600 USD za tonę na rynkach światowych) będzie nieuzasadniony. Spadek cen cukru jest tym bardziej prawdopodobny, że aby eksportować cukier z Ukrainy do Rosji, lokalne ceny muszą być konkurencyjne do tych, jakie są obecnie na terenie Republiki Rosyjskiej (obecnie w Rosji ceny są na poziomie 1000 USD za tonę). Nawet biorąc pod uwagę zwiększenie wolumenu sprzedaży cukru przez Spółkę w roku 2010, trudno naszym zdaniem będzie powtórzyć tak dobre wyniki operacyjne, jak ma to miejsce w bieżącym roku. Rynkowa cena akcji Astarty znajduje się obecnie na szczytach i wyraźnie zatrzymała swój trend wzrostowy. Spodziewany spadek cen cukru na Ukrainie w drugiej połowie roku z pewnością zostanie zauważony przez inwestorów, a to przełoży się na spadek notowań Spółki na parkiecie. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Światowe ceny cukru w lipcu

Ceny cukru na giełdzie LIFFE wzrosły w lipcu średnio o 13,2% względem czerwca z powodu opóźnień w dostawach z Brazylii oraz rosnących cen artykułów rolnych w związku ze spodziewanymi stratami plodów rolnych na terenie Rosji (susza). W sumie deszcze i opóźnienia w dostawach cukru na terenie Brazylii opóźniły dostawę 3,62 MT na rynki światowe. Obecnie w sześciu krajowych portach stacjonuje rekordowe 122 statków towarowych czekających na załadunek cukru. Dodatkowo na wzrost cen działały zapowiedzi światowych importerów dotyczące chęci zakupu dodatkowych ilości cukru na rynkach. Między innymi Pakistan zgłosił zapotrzebowanie na 0,7 MT na dostawę do końca lipca bieżącego roku. Poza tym presja na wzrost cen była generowana za sprawą rosnących cen zbóż w związku z niższymi spodziewanymi zbiorami na terenie Rosji w wyniku panującej tam suszy. W sumie w lipcu ceny pszenicy w Europie wzrosły średnio o 25,9% m/m, a jęczmienia o 18,7% m/m. Obecnie ceny cukru na świecie znajdują się pod presją zwiększenia podaży na terenie Brazylii (+9,9% r/r) oraz w Indiach (+47,4% r/r). Dodatkowo padające obecnie obfite deszcze na terenie Indii przekładają się na lepszą jakość uprawy trzciny cukrowej, co zwiększa ilość surowca potrzebnego do produkcji cukru. Dodatkowo negatywnie na notowania cukru mogą wpływać zapowiedziane opóźnienia importerów w zakupach cukru na światowych rynkach w związku z oczekiwaniem spadkami cen. Na rynku ukraińskim ceny cukru w lipcu w dolarach były o 2% wyższe m/m za sprawą wciąż pozostającego wysokiego deficytu cukru na rynku lokalnym oraz zwiększonym zamówieniom przedsiębiorstw związanych z produkcją przetworów owocowych i napojów.

Susza powodem mniejszej prognozy zbiorów zboża w Rosji

Po ostatnim obniżeniu przez Ministerstwo Rolnictwa Rosji prognozy zbiorów zboża do 90 mln ton podjęto decyzję o kolejnej obniżce do 81-85 mln ton (zbiory zbóż w 2009 roku sięgnęły poziomu 97 mln ton). Przyczyną obniżki jest panująca susza w regionie.

Kolejna obniżka prognoz na Ukrainie

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy ponownie obniżyło prognozę produkcji zbóż w bieżącym roku, z 45-45,5 mln ton do 42 mln ton. Rok wcześniej produkcja wyniosła 46 mln ton. Obniżona została również prognoza dotycząca ilości zboża przeznaczonego na eksport z 21 mln ton do 18 mln ton. Eksport zeszłorocznych zbiorów z Ukrainy wyniósł 21 mln ton.

Niesprzyjające warunki pogodowe problemem ukraińskich spółek rolnych

Gazeta *Giełdy Parkiet* podaje, że ukraińskie spółki rolne notowane na warszawskim parkiecie zmagają się z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi na terenie Ukrainy. Najpierw uprawy

zostały dotknięte przez ulewy, a później przez susze. W wywiadzie dla gazety rzeczniczka Astarty sugeruje, że zbiory buraka cukrowego mogą być niższe, niż oczekiwano za sprawą warunków pogodowych. To wraz z planowanym ograniczeniem importu cukru z Białorusi utrzymywać będzie - według rzecznika - ceny cukru na wysokich poziomach. Kernel z kolei musi się zmagać z niższą podażą zbóż na lokalnym rynku, a co za tym idzie mniejszym możliwym wolumenie eksportu. Wcześniejsze ulewy i późniejsze susze nie koniecznie mogą się przekładać na zdecydowanie mniejszą podaż buraków cukrowych na Ukrainie. Pamiętać należy, że burak jest rośliną bulwiastą i w korzeniu magazynowana jest duża ilość wody. Największe zapotrzebowanie na wilgoć uprawa posiada w okresie formowania się bulwy, a dodatkowo od tego jaka będzie zawartość cukru w buraku zależy jak duże jest nasłonecznienie w fazie wegetacji. Dlatego więc panująca na terenie naszego wschodniego sąsiada susza nie koniecznie wpływać musi negatywnie na podaż buraków cukrowych w kolejnym sezonie.

Uprawy przemysłowe mimo suszy mają dobrą jakość

Wiceminister Ukrainy poinformował, że pomimo niesprzyjających warunków pogodowych (susza) uprawy przemysłowe są jak na razie bardzo dobrej jakości. W zakresie buraka cukrowego jakość uprawy jest obecnie o 30% lepsza niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, a uprawy kukurydzy i słonecznika wydają się być idealne. Informacja o bardzo dobrych warunkach uprawy buraka cukrowego, to negatywna informacja dla Astarty, gdyż duża podaż buraków będzie prowadziła do dużej podaży cukru, a co za tym idzie spadku cen na lokalnym rynku.



Cersanit (Trzymaj)

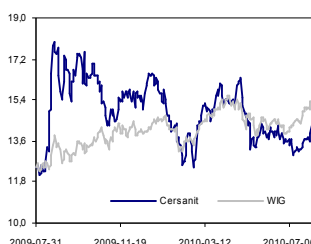
Cena bieżąca: 14,3 PLN

Cena docelowa: 13,43 PLN

Analityk: 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)	144,3
EBITDA	339,7	284,7	-16,2%	323,3	13,5%	369,0	14,2%	MC (cena bieżąca)	2 062,9
marża EBITDA	22,4%	20,1%		21,5%		22,9%		EV (cena bieżąca)	3 071,5
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		122,4		144,3	17,9%		
P/E	267,7			16,9		14,3		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	18,2	19,0		8,6		7,9		Zmiana ceny: 6m	3,8%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	18,2%
EV/EBITDA	9,5	11,1		9,5		8,1		Max (52 tyg.)	18,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,1



Rok 2010 na rynku krajowym będzie dla producentów ceramiki łazienkowej okresem stabilizacji zarówno pod względem cen, jak i wielkości sprzedaży. Z rynków eksportowych jak na razie tylko w Rosji dostrzec można ożywienie handlu, natomiast pozostałe kraje eksportowe zbliżają się obecnie do lokalnych minimów i naszym zdaniem dopiero kolejny rok przynieść może zwiększenie poziomu sprzedaży. Spółka nawet przy optymistycznej prognozie zwiększenia przychodów w drugiej połowie roku notowana jest na bieżący rok ze wskaźnikami P/E 16,0 i EV/EBITDA 8,2. Naszym zdaniem zarówno ożywienie na rynku rosyjskim, jak i zwiększenie sprzedaży na Ukrainie, są już odzwierciedlone w cenie. Negatywnie na notowania Spółki w krótkim okresie wpływać będzie zamiar przeprowadzenia emisji od 10 do 72 128 020 akcji serii G z prawem poboru. Wartość emisji ma wynieść 151,5 mln PLN (2,10 PLN na akcję), a celem emisji ma być zmniejszenie zobowiązań kredytowych i zasilenie kapitału obrotowego. Perspektywa oferty nowej emisji akcji może naszym zdaniem negatywnie działać na wycenę Spółki na giełdzie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Planowana emisja akcji

Spółka poinformowała o zwołaniu Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy w dniu 3 sierpnia 2010 roku, na którym planowane jest głosowanie w sprawie podjęcia uchwały o emisji od 10 do 72 128 020 akcji serii G. Emisja przeprowadzona ma być z prawem poboru (na dwie obecne akcje przysługiwać będzie jedno prawo poboru). Zarząd zostanie upoważniony do wyznaczenia ceny emisyjnej oferowanych akcji. Dzień prawa poboru nowej emisji ustalono na 17 sierpnia bieżącego roku. Cersanit liczy na 150-250 mln PLN środków z emisji. Przewodniczący Rady Nadzorczej zapowiedział, że pieniądze zasilą kapitał obrotowy Spółki i posłużą do spłaty części kredytów. W piątek (09.07) Prezes Zarządu Mirosław Jędrzejczyk w wypowiedzi dla Reuters poinformował, że środki pójdą na zmniejszenie zadłużenia netto oraz przygotowanie Spółki do inwestycji w Rosji i Rumuni. Od początku bieżącego roku Spółka renegocjowała cztery umowy kredytowe z bankami na łączną kwotę 215 mln PLN. Istnieje możliwość, że Cersanit otrzymał od wierzycieli sugestie dotyczącą podwyższenia kapitału zakładowego, jeżeli Spółka nadal chce utrzymywać wysoki poziom kredytów kwotowanych w walutach zagranicznych (na koniec 2009 roku około 1,1 mld PLN zadłużenia w kredytach walutowych). Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy może mieć związek ze zwiększeniem mocy produkcyjnych na Ukrainie (z 1 do 2 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie i z 7 do 12 m² płytek ceramicznych rocznie). Główny akcjonariusz – Michał Sołowow zapowiedział, że w nowej emisji obejmie liczbę akcji proporcjonalnie do posiadanego przez siebie pakietu (pośrednio posiada 7,9%, a bezpośrednio 40,8%).



Famur (Trzymaj)

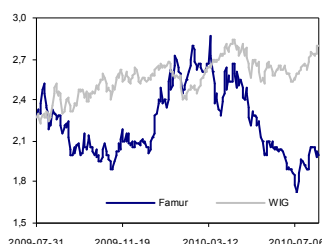
Cena bieżąca: 2 PLN

Cena docelowa: 2,03 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	625,6	-10,0%	605,4	-3,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	99,7	-25,4%	157,1	57,6%	MC (cena bieżąca)	963,0
marża EBITDA	18,3%	19,2%		15,9%		26,0%		EV (cena bieżąca)	943,8
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	66,5	-34,1%	120,7	81,6%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	57,2	-1,4%	97,2	70,0%		
P/E	16,3	16,6		16,8		9,9		Zmiana ceny: 1m	12,4%
P/CE	10,3	10,6		10,6		7,2		Zmiana ceny: 6m	-18,4%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-13,0%
EV/EBITDA	5,3	7,9		9,5		5,4		Max (52 tyg.)	2,9
Dyid (%)	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 kontrakty w branży. Również na rynku krajowym możliwe jest ożywienie w zakresie inwestycji kopalnianych, jako że lokalne ceny węgla począwszy od końca 1Q10 są konkurencyjne cenowo do węgla rosyjskiego (na koniec maja ceny węgla rosyjskiego w portach bałtyckich wynosiły 91 USD/t, a ceny węgla na Górnym Śląsku 75 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. Znacznie słabiej z kolei kształtuje się sprzedaż w segmentach odlewów oraz urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (w 1Q10 25,3% sprzedaży Grupy). Jest to wynikiem słabszej koniunktury w motoryzacji, przemyśle stoczniowym i niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych w przemyśle europejskim. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zwiększenie zamówień lidera światowego rynku

Joy Global –światowy lider produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa przy okazji wyników za drugi kwartał 2010 roku poinformował, że Spółce udało się zwiększyć poziom backlogu z 1,5 mld USD w 3Q2009 do 1,7 mld w 2Q2010. Największy wzrost miał miejsce w zakresie portfela zamówień dla górnictwa podziemnego (+20,1%), mniej z kolei dla górnictwa odkrywkowego (+7,4%). Spółka poinformowała, że liczba zgłaszanych zamówień na nowy sprzęt wzrosła w 2Q2010 o 55% r/r, a w zakresie sprzętu używanego o 36% r/r. Dodatkowo lider rynku spostrzega, że powoli ożywać zaczyna rynek amerykański. Zwiększenie poziomu backlogu światowego lidera urządzeń dla górnictwa węgla, to dobra informacja dotycząca poprawiającej się koniunktury na światowym rynku. Wydłużenie czasowe backlogu może się przyczynić do zmniejszenia poziomu konkurencji w branży i pozwoli mniejszym graczom na zdobycie zagranicznych kontraktów. Dobrą informacją jest polepszenie się koniunktury na rynku inwestycji dla górnictwa w Stanach Zjednoczonych. Dotychczas wskutek spadku zamówień na sprzęt górniczy na tamtejszym rynku, liderzy rynku (Joy Global, Bucyrus) byli zmuszeni do większego skoncentrowania się na rynku europejskim, australijskim i chińskim, co wpłynęło również na poziom konkurencji wśród dostawców.

Kopalnie nie zdążą wydać dotacji?

Gazeta *Rzeczpospolita* podaje, że istnieje ryzyko nie wykorzystania środków dotyczących dofinansowania inwestycji górniczych w kwocie 400 mln PLN ze względu na długie procedury i konieczność wykorzystania dotacji w 2010 roku. Wcześniej zarządy kopalni wypowiadały się, że znacząca ilość projektów już rozpoczętych w 2010 roku kwalifikuje się do programu pomocowego. Naszym zdaniem ryzyko jest wyolbrzymione, tym bardziej, że resort gospodarki w tej sprawie działa bardzo dynamicznie (decyzja Komisji Unii Europejskiej została wydana 6 maja bieżącego roku a 6 lipca weszło już w życie rozporządzenie Ministra Gospodarki w sprawie dotacji na inwestycje w górnictwie).

Krajowe górnictwo węgla kamiennego w maju

W maju bieżącego roku wydobywanie węgla energetycznego spadło o 17,3% r/r, a węgla koksującego wzrosło o 112,2% r/r. Sprzedaż węgla energetycznego spadła o 8,6% r/r, a węgla koksującego wzrosła o 117,2% r/r. Nadal znaczący spadek wolumenów sprzedaży węgla miał miejsce w obrębie energetyki zawodowej, która to zakupiła o 19,2% r/r węgla mniej. Znacząco natomiast wzrosła ilość węgla sprzedawanego poza granice kraju (+81,5% r/r). Ilość zapasów

zgrupowana na przykopalnianych zwałowiskach wzrosła o 20,2% r/r. Średnia cena sprzedaży węgla energetycznego spadła w maju o 11,6% r/r, a cena węgla koksującego wzrosła o 54,1% r/r. Potwierdzają się tendencje dotyczące niskiej atrakcyjności cenowej węgla rosyjskiego, którego ceny w portach morza Bałtyckiego na koniec maja wynosiły 91 USD/t (lokalne średnie ceny sprzedaży „polskiego” węgla energetycznego 74,2 USD/t). Dostawcy węgla rosyjskiego planują zwiększenie podaży w drugim półroczu, przewidują jednak, że cena będzie wysoka ze względu na wyższe koszty transportu. Poziom zobowiązań sektora względem początku roku spadł o 11,6% a stan należności spadł o 6,4%. Ilościowy spadek sprzedaży węgla energetycznego tłumaczyć należy mniejszymi zakupami węgla na rynku lokalnym przez Spółki energetyczne, które wcześniej zakontraktowały dostawy węgla z Rosji. Naszym zdaniem stare kontrakty powoli powinny wygasać, a mniejsza atrakcyjność węgla rosyjskiego od węgla lokalnego sprawiać będzie, że energetyka powróci do zakupów węgla wydobywanego na terenie kraju. To z kolei przyczyni się do zmniejszenia zapasów i poprawy płynności lokalnych spółek górniczych. Rosnące wolumeny sprzedaży eksportowej pokazują, że węgiel polski jest obecnie wystarczająco atrakcyjny by konkurować z surowcem dostarczanym przez zagranicznych eksporterów. Dobrym sygnałem jest z pewnością zmniejszenie poziomu zobowiązań i należności względem początku roku. Mimo, że do maja bieżącego roku sektor osiągnął 151,6 mln PLN zysku netto, to pamiętać należy, że w tym samym czasie zysk Jastrzębskiej Spółki Węglowej wyniósł ponad 300 mln PLN (325 mln PLN). Oznaczałoby to, że pozostałe kopalnie osiągnęły wynik -173,4 mln PLN. Informacje umiarkowanie pozytywne dla spółek zaplecza górniczego, tym niemniej coraz wyraźniej widać możliwą do osiągnięcia w przyszłości poprawę.

Wyniki 2Q10 Bucyrus

Wyniki drugiego światowego producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa wskazują, że spółce skutecznie udaje się zwiększać poziom backlogu, który względem początku roku bez uwzględnienia przejętej spółki Terex wzrósł o 12%. W sumie wartość zgłaszanych zapytań ofertowych wzrosła o 154,0% r/r (bez Terex), z czego w zakresie sprzętu dla górnictwa podziemnego o 173,2%. Najwięcej wzrosła wartość zapytań ofertowych w zakresie nowego sprzętu dla górnictwa podziemnego (+1039,0%). Po dobrych informacjach na temat odradzającej się koniunktury na światowym rynku dóbr inwestycyjnych dla górnictwa, jakie przy okazji wyników za drugi kwartał bieżącego roku podał Joy Global, również analiza portfela zamówień Bucyrus-a i wartości zanotowanych nowych zamówień potwierdza wcześniej zaobserwowany przez konkurenta trend.

Nowy terminal przeładunkowy węgla

Gazeta *Puls Biznesu* poinformowała, że otwarty został nowy terminal przeładunkowy węgla w Gdańsku. Pozwala on na przetransportowanie około 12 mln ton węgla rocznie. Zagrożenie zwiększeniem importu węgla do polski zależy w dużej mierze od relacji cenowej między węglem rosyjskim, a węglem wydobywanym na Górnym Śląsku. Na koniec maja bieżącego roku ten pierwszy notowany był po 91 USD za tonę, podczas gdy węgiel na Górnym Śląsku sprzedawany był po około 75 USD za tonę. Jak na razie w krótkim i średnim terminie konkurencja węgla rosyjskiego jest naszym zdaniem nie groźna.

Nowe „stare” umowy

Spółka poinformowała o podpisaniu między 29 kwietnia bieżącego roku, a 26 lipca umów z Kompanią Węglową na łączną kwotę 67,2 mln PLN netto. Powiadomiono również o podpisaniu serii umów z Jastrzębską Spółką Węglową, które w okresie ostatnich 12 miesięcy sięgnęły kwoty 64,0 mln PLN netto. O dwóch umowach z Kompanią Węglową w sumie na kwotę 53 mln PLN informowaliśmy w komentarzu porannym z dnia 2 lipca 2010 roku. Największą wartościowo umowa z Jastrzębską Spółką Węglową była podpisana jeszcze w roku ubiegłym.

Zarzuty prokuratury wobec głównego akcjonariusza

Tomasz D. – pośrednio główny akcjonariusz i członek rady nadzorczej giełdowego Famuru usłyszał zarzuty gliwickiej prokuratury w śledztwie w sprawie nieprawidłowości w handlu kościelnymi gruntami. Oskarżony miał na podstawie fikcyjnego meldunku wyłudzić prawo do pierwokupu przekazanych kościołowi przez państwo ponad 200 ha gruntu. Jest to już czwarta osoba, która usłyszała zarzuty w postępowaniu dotyczącym nieprawidłowości w pracy rządowo-kościelnej Komisji Majątkowej. Zasiada w niej m.in. dyrektor biura Zarządu Famuru, Tomasz D, szef rady nadzorczej Famuru (ojciec Tomasza D.). Według informacji Parkietu Famur nie brał udziału w handlu gruntami kościelnymi.

1 mld PLN na inwestycje Budryku

Gazeta *Puls Biznesu* poinformowała, że ponad 958 mln PLN chce do 2014 roku przeznaczyć Jastrzębska Spółka Węglowa na inwestycje w należącej do niej kopalni Budryk. W wyniku prac powstanie tam najgłębszy w Polsce poziom 1290m. Budowa nowego poziomu wymagać będzie zainstalowania transportu poziomego, pionowego, wentylacji, systemu odmetanowania i klimatyzacji. Dodatkowo zdecydowano o modernizacji zakładu przerobczego. Na inwestycji mają szansę skorzystać wszyscy polscy producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa. Prawdopodobnie duży zakres prac będzie prowadzony w zakresie usług górniczych (Kopex, Bumech). Inwestycje są prawdopodobne o ile wysokie ceny węgla koksującego wspierają płynność finansową Jastrzębskiej Spółki.



Kęty (Trzymaj)

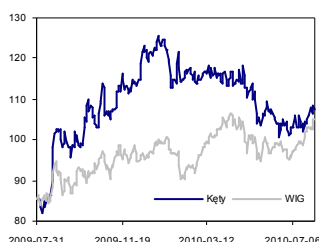
Cena bieżąca: 107,5 PLN

Cena docelowa: 100,71 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 111,0	-5,1%	1 135,8	2,2%	1 143,8	0,7%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	189,0	0,3%	171,7	-9,1%	180,4	5,0%	MC (cena bieżąca)	991,8
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,1%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 223,1
EBIT	126,7	124,9	-1,4%	104,0	-16,7%	109,7	5,6%	Free float	58,8%
Zysk netto	61,2	70,6	15,4%	72,2	2,3%	78,0	8,0%		
P/E	16,2	14,0		13,7		12,7		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	8,1	7,4		7,1		6,7		Zmiana ceny: 6m	-6,1%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	26,5%
EV/EBITDA	7,3	6,3		7,1		6,6		Max (52 tyg.)	125,4
Dyid (%)	4,2	0,0		3,7		4,0		Min (52 tyg.)	82,0



Prognoza wyników za drugi kwartał bieżącego roku wskazuje, że Spółce nie udało się odrobić mniejszej sprzedaży zanotowanej w pierwszym kwartale bieżącego roku w zakresie segmentów związanych z produktami i usługami dla branży budowlanej (SAB,SUB,SSA). Spółka po 2Q10 wykonała 35,9% prognozy Zarządu w zakresie szacowanego na koniec roku zysku operacyjnego i 38,1% w zakresie zysku netto, podczas gdy średnio w latach 2001-2010 po pierwszym półroczu Spółce udawało się wypracować 49,7% całorocznego zysku operacyjnego i 51,0% zysku netto. To powoduje, że naszym zdaniem Grupie Kęty ciężko będzie wykonać założony przez Zarząd poziom zysku operacyjnego i zysku netto na 2010 rok (117,6 mln zysku operacyjnego i 81,5 zysku netto). Nie sprzyjać temu będzie mniejsza ilość projektów w zakresie budownictwa mieszkaniowego (w I-V 2010 o 0,4% r/r mniej mieszkań w budowie), budowy biurowców (w Warszawie prognozowana oddana powierzchnia w 2010 roku -28,9% r/r) i obiektów handlowych (większość obiektów zaczętych w latach 2007-2008 oddana została w drugiej połowie 2009 roku, a ilość rozpoczynanych była znikoma). Otoczenia nie poprawia również sytuacja w motoryzacji (w Europie w I-V 2010 liczba sprzedanych aut była o 1% r/r niższa niż w słabym sprzedażowo początku 2009 roku). Dodatkowo na wyniki operacyjne Grupy negatywny wpływ ma rosnąca cena aluminium w PLN (+10,7 vs. założenia Zarządu), która obecnie jest o ponad 27,9% r/r wyższa. Naszym zdaniem po wynikach drugiego kwartału rynek może obniżyć swoje oczekiwania wyniku na bieżący rok, co wpłynie na obniżenie wartości akcji Grup Kęty. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Odcięcie prawa do dywidendy

W związku z odcięciem prawa do dywidendy Spółki Grupy Kęty obniżyliśmy cenę docelową w rekomendacji z 104,71 do 100,71 PLN na akcję.

Zmniejszenie udziału Raiffeisen Zentralbank Österreich AG

Spółka poinformowała o zmniejszeniu zaangażowania w akcjonariacie Grupy Kęty z 5,74% do 0,05% na dzień 14 lipca 2010 roku.



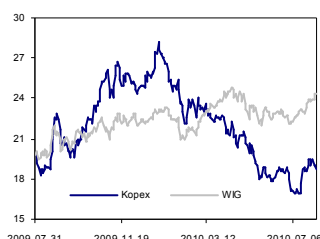
Kopex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,65 PLN Cena docelowa: 18,46 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 448,7	5,8%	2 547,3	4,0%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	217,1	-8,0%	232,2	7,0%	265,5	14,4%	MC (cena bieżąca)	1 386,3
marża EBITDA	11,9%	9,4%		9,5%		10,4%		EV (cena bieżąca)	1 765,2
EBIT	174,9	145,3	-16,9%	143,8	-1,1%	173,7	20,8%	Free float	28,5%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	80,6	-7,6%	113,6	40,9%		
P/E	14,8	15,9		17,2		12,2		Zmiana ceny: 1m	8,7%
P/CE	8,6	8,7		8,2		6,7		Zmiana ceny: 6m	-20,8%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-1,2%
EV/EBITDA	6,9	8,3		7,6		6,3		Max (52 tyg.)	28,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	17,0



Oparte na węglu, szybko rozwijające się gospodarki Chin i Indii nie mogą sprostać swojemu zapotrzebowaniu na węgiel, przekładają swój popyt na rynki światowe. Tylko od stycznia do maja bieżącego roku wolumen importu węgla do Chin wzrósł o 114,2% 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 w okresie styczeń - maj bieżącego roku wolumen eksportu wzrósł o 41,8% r/r. Joy Global i Bucyrus - światowi liderzy zaplecza górniczego po 2Q10 spostrzegają ożywienie w branży. W przypadku pierwszego wartość zapytań ofertowych w 2Q10 wzrosła o 43% 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 z pewnością wpłynie na większe szanse producentów o mniej utrwalonej pozycji rynkowej (Kopex) na pozyskanie nowych kontraktów. Sprzyjać temu będzie osłabienie złotówki do dolara (od początku roku -11,7%), dzięki czemu polski producent będzie w stanie składać bardziej atrakcyjne cenowo oferty. Również na terenie kraju sytuacja ma szansę się poprawić. Sprzyjać temu będzie zwiększenie konkurencyjności cenowej węgla polskiego nad węglem rosyjskim (na koniec maja cena węgla rosyjskiego w portach bałtyckich wynosiła 91 USD/t, a cena węgla w kopalniach Górnego Śląska 75 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 trzymaj.

Zwiększenie zamówień lidera światowego rynku

Joy Global –światowy lider produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa przy okazji wyników za drugi kwartał 2010 roku poinformował, że Spółce udało się zwiększyć poziom backlogu z 1,5 mld USD w 3Q2009 do 1,7 mld w 2Q2010. Największy wzrost miał miejsce w zakresie portfela zamówień dla górnictwa podziemnego (+20,1%), mniej z kolei dla górnictwa odkrywkowego (+7,4%). Spółka poinformowała, że liczba zgłaszanych zamówień na nowy sprzęt wzrosła w 2Q2010 o 55% r/r, a w zakresie sprzętu używanego o 36% r/r. Dodatkowo lider rynku spostrzega, że powoli ożywać zaczyna rynek amerykański. Zwiększenie poziomu backlogu światowego lidera urządzeń dla górnictwa węgla, to dobra informacja dotycząca poprawiającej się koniunktury na światowym rynku. Wydłużenie czasowe backlogu może się przyczynić do zmniejszenia poziomu konkurencji w branży i pozwoli mniejszym graczom na zdobycie zagranicznych kontraktów. Dobrą informacją jest polepszenie się koniunktury na rynku inwestycji dla górnictwa w Stanach Zjednoczonych. Dotychczas wskutek spadku zamówień na sprzęt górniczy na tamtejszym rynku, liderzy rynku (Joy Global, Bucyrus) byli zmuszeni do większego skoncentrowania się na rynku europejskim, australijskim i chińskim, co wpłynęło również na poziom konkurencji wśród dostawców.

Kopalnie nie zdążą wydać dotacji?

Gazeta *Rzeczpospolita* podaje, że istnieje ryzyko nie wykorzystania środków dotyczących dofinansowania inwestycji górniczych w kwocie 400 mln PLN ze względu na długie procedury i konieczność wykorzystania dotacji w 2010 roku. Wcześniej zarządy kopalni wypowiadały się, że znacząca ilość projektów już rozpoczętych w 2010 roku kwalifikuje się do programu pomocowego. Naszym zdaniem ryzyko jest wyolbrzymione, tym bardziej, że resort gospodarki w tej sprawie działa bardzo dynamicznie (decyzja Komisji Unii Europejskiej została wydana 6 maja bieżącego roku a 6 lipca weszło już w życie rozporządzenie Ministra Gospodarki w sprawie dotacji na inwestycje w górnictwie).

Krajowe górnictwo węgla kamiennego w maju

W maju bieżącego roku wydobyte węgle energetyczne spadły o 17,3% r/r, a węgle koksujące wzrosły o 112,2% r/r. Sprzedaż węgla energetycznego spadła o 8,6% r/r, a węgla koksującego wzrosła o 117,2% r/r. Nadal znaczący spadek wolumenów sprzedaży węgla miał miejsce w obrębie energetyki zawodowej, która to zakupiła o 19,2% r/r węgla mniej. Znacząco natomiast wzrosła ilość węgla sprzedawanego poza granice kraju (+81,5% r/r). Ilość zapasów zgromadzona na przykopalnianych zwałowiskach wzrosła o 20,2% r/r. Średnia cena sprzedaży węgla energetycznego spadła w maju o 11,6% r/r, a cena węgla koksującego wzrosła o 54,1% r/r. Potwierdzają się tendencje dotyczące niskiej atrakcyjności cenowej węgla rosyjskiego, którego ceny w portach morza Bałtyckiego na koniec maja wynosiły 91 USD/t (lokalne średnie ceny sprzedaży „polskiego” węgla energetycznego 74,2 USD/t). Dostawcy węgla rosyjskiego planują zwiększenie podaży w drugim półroczu, przewidują jednak, że cena będzie wysoka ze względu na wyższe koszty transportu. Poziom zobowiązań sektora względem początku roku spadł o 11,6% a stan należności spadł o 6,4%. Ilościowy spadek sprzedaży węgla energetycznego tłumaczyć należy mniejszymi zakupami węgla na rynku lokalnym przez Spółki energetyczne, które wcześniej zakontraktowały dostawy węgla z Rosji. Naszym zdaniem stare kontrakty powoli powinny wygasać, a mniejsza atrakcyjność węgla rosyjskiego od węgla lokalnego sprawiać będzie, że energetyka powróci do zakupów węgla wydobywanego na terenie kraju. To z kolei przyczyni się do zmniejszenia zapasów i poprawy płynności lokalnych spółek górniczych. Rosnące wolumeny sprzedaży eksportowej pokazują, że węgiel polski jest obecnie wystarczająco atrakcyjny by konkurować z surowcem dostarczanym przez zagranicznych eksporterów. Dobrym sygnałem jest z pewnością zmniejszenie poziomu zobowiązań i należności względem początku roku. Mimo, że do maja bieżącego roku sektor osiągnął 151,6 mln PLN zysku netto, to pamiętać należy, że w tym samym czasie zysk Jastrzębskiej Spółki Węglowej wyniósł ponad 300 mln PLN (325 mln PLN). Oznaczałoby to, że pozostałe kopalnie osiągnęły wynik -173,4 mln PLN. Informacje umiarkowanie pozytywne dla spółek zalecanych, tym niemniej coraz wyraźniej widać możliwą do osiągnięcia w przyszłości poprawę.

Wyniki 2Q10 Bucyrus

Wyniki drugiego światowego producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa wskazują, że spółce skutecznie udaje się zwiększać poziom backlogu, który względem początku roku bez uwzględnienia przejętej spółki Terex wzrósł o 12%. W sumie wartość zgłaszanych zapytań ofertowych wzrosła o 154,0% r/r (bez Terex), z czego w zakresie sprzętu dla górnictwa podziemnego o 173,2%. Najwięcej wzrosła wartość zapytań ofertowych w zakresie nowego sprzętu dla górnictwa podziemnego (+1039,0%). Po dobrych informacjach na temat odradzającej się koniunktury na światowym rynku dóbr inwestycyjnych dla górnictwa, jakie przy okazji wyników za drugi kwartał bieżącego roku podał Joy Global, również analiza portfela zamówień Bucyrus-a i wartości zainicjowanych nowych zamówień potwierdza wcześniej zaobserwowany przez konkurenta trend.

Nowy terminal przeładunkowy węgla

Gazeta *Puls Biznesu* poinformowała, że otwarty został nowy terminal przeładunkowy węgla w Gdańsku. Pozwala on na przetransportowanie około 12 mln ton węgla rocznie. Zagrożenie zwiększeniem importu węgla do polski zależy w dużej mierze od relacji cenowej między węglem rosyjskim, a węglem wydobywanym na Górnym Śląsku. Na koniec maja bieżącego roku ten pierwszy notowany był po 91 USD za tonę, podczas gdy węgiel na Górnym Śląsku sprzedawany był po około 75 USD za tonę. Jak na razie w krótkim i średnim terminie konkurencja węgla rosyjskiego jest naszym zdaniem niegroźna.

1 mld PLN na inwestycje Budryku

Gazeta *Puls Biznesu* poinformowała, że ponad 958 mln PLN chce do 2014 roku przeznaczyć Jastrzębska Spółka Węglowa na inwestycje w należącej do niej kopalni Budryk. W wyniku prac powstanie tam najgłębszy w Polsce poziom 1290m. Budowa nowego poziomu wymagać będzie zainstalowania transportu poziomego, pionowego, wentylacji, systemu odmetanowania i klimatyzacji. Dodatkowo zdecydowano o modernizacji zakładu przerobczego. Na inwestycjach mają szansę skorzystać wszyscy polscy producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa. Prawdopodobnie duży zakres prac będzie prowadzony w zakresie usług górniczych (Kopex, Bumech). Inwestycje są prawdopodobne o ile wysokie ceny węgla koksującego wspierają płynność finansową Jastrzębskiej Spółki.

Umowa o dużej wartości

Spółka poinformowała o zawarciu umowy z Przedsiębiorstwem Handlowo-Usługowym Energokrak Sp. z o.o. o wartości 40,2 mln PLN netto. Okres realizacji umowy ustalony został na okres 01.08.2010 – 28.01.2011. Przedmiotem umowy jest sprzedaż węgla. Umowa ma naszym zdaniem związek ze sprzedażą węgla uzyskanego od Katowickiego Holdingu Węglowego w ramach rozliczenia obligacji węglowych.



Zmniejszenie udziału BZ WBK AIB TFI

Spółka poinformowała, że BZ WBK AIB TFI zmniejszyło zaangażowanie w Spółce do 4,87%. Wcześniej fundusz posiadał 5,01% akcji Spółki zaplecza górniczego. Po podwyższeniu kapitału zakładowego w listopadzie ubiegłego roku fundusz posiadał 5,98% akcji spółki Kopex.

Nowe zlecenie Tagoru

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy na dostawę 167 sekcji obudowy zmechanizowanej dla Kompani Węglowej. Wartość umowy wynosi 36,9 mln PLN netto (leasing finansowy). Dostawy będą realizowane od września 2010 do stycznia 2011. Nowe zlecenie w zakresie obudów zmechanizowanych to dobra informacja dla zależnego Tagoru, który borykał się z brakiem obciążenia mocy produkcyjnych na drugą połowę roku. Spółka zapowiadała pozyskanie kolejnych kontraktów na obudowy zmechanizowane na rynku polskim w trzecim i czwartym kwartale. Narzeka jednak, że rentowność takich umów jest stosunkowo niższa ze względu na małą podaż nowych zleceń na obudowy zmechanizowane na rynku krajowym.



Mondi (Trzymaj)

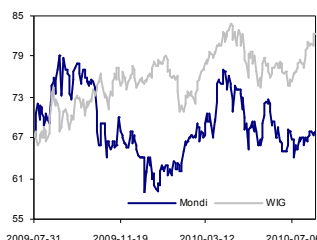
Cena bieżąca: 73,4 PLN

Cena docelowa: 67,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 799,9	32,3%	1 986,1	10,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	413,5	89,7%	493,3	19,3%	MC (cena bieżąca)	3 670,0
marża EBITDA	21,7%	16,0%		23,0%		24,8%		EV (cena bieżąca)	4 311,6
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	242,2	143,1%	323,0	33,4%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	195,7	174,1%	279,0	42,6%		
P/E	26,0	51,4		18,8		13,2		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	14,6	19,3		10,0		8,2		Zmiana ceny: 6m	8,0%
P/BV	3,4	3,1		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m	-5,5%
EV/EBITDA	13,0	19,9		10,4		8,6		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		6,9		Min (52 tyg.)	58,5



W 2Q2010 roku wyniki spółki powinny istotnie poprawić się (patrz „Wyniki kwartalne 2Q2010”) w stosunku do 1Q, głównie za sprawą rosnących cen papieru i rozszerzenia się marży na produkcji papierów makulaturowych. Tym niemniej uważamy, że prognozowane przez nas wyniki finansowe spółki na bieżący i przyszły rok nie uzasadniają wyższej wyceny. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Ceny papieru

W lipcu ceny papieru do produkcji tektury falistej na rynku europejskim pozostawały na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca. Jedynie cena kraftlinera zwiększyła się o 2,9%. Cena testlinera i flutingu zmniejszyły się w ujęciu m/m odpowiednio o: -0,7% i -0,6%. W tym czasie cena makulatury OCC obniżyła się o 2%, co powinno pozytywnie wpływać na przyszłe marże spółki.

Budownictwo

Produkcja budowlana w czerwcu

Według danych GUS produkcja budowlano-montażowa po 6 miesiącach (w cenach stałych) była w czerwcu br. o 9,6% wyższa niż przed rokiem i o 24,4% wyższa w porównaniu z majem br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 4,1% wyższym niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku i o 4,5% wyższym w porównaniu z majem br.

Budownictwo drogowe

Czechy w ramach oszczędności wstrzymują budowę autostrad

Czeski Minister Transportu oświadczył, że w ramach oszczędności rząd musi zrezygnować z większości projektów infrastrukturalnych, w tym rozbudowy sieci autostrad i dróg ekspresowych. Wiadomość jest na razie bez znaczenia inwestycyjnego. W przyszłości, gdyby realizował się scenariusz cięć budżetowych w Polsce, rynek może przypomnieć sobie o przykładzie czeskim.

Budownictwo kolejowe

Rząd chce przejąć PKP PLK

Rząd ma jeszcze w tym roku rozpocząć przejmowanie PKP PLK. Do 2014 roku na konto PKP, które są większościowym akcjonariuszem PKP PLK, wpłynąć ma 2,35 mld PLN. Pieniądze mają pochodzić z funduszu kolejowego, zasilanego z akcyzy paliwowej. Według ekspertów operacja ta odbędzie się kosztem inwestycji. Prezes PKP PLK ma inny pomysł – proponuje podział PKP PLK na 2 spółki, z których jedna posiadałaby akcje PKP PLK, druga zaś majątek, co pozwoliłoby po likwidacji jednej ze spółek na przejęcie kontroli przez Skarb Państwa nad PKP PLK. Resort finansów nie akceptuje takiego rozwiązania, wykup akcji PKP PLK minimalizuje ryzyko Skarbu Państwa związane z udzielonymi PKP gwarancjami na zaciągnięte kredyty (5,7 mld PLN). W 2008 roku Fundusz Kolejowy sfinansował 9,2% nakładów inwestycyjnych PKP PLK, w 2007 roku zaś 7,3%. Dotacje z Funduszu Kolejowego do inwestycji w 2008 roku wyniosły 291,3 mln PLN. Plany modernizacji kolei zakładają, że inwestycje kolejowe mają w około 60% być finansowane ze środków UE (historycznie: 35-45%). Pozostałą część wydatków inwestycyjnych mają zapewnić środki własne PKP PLK, budżet państwa oraz zobowiązania dłużne.

Budownictwo energetyczne

Korzystna decyzja w sprawie CO2

Komisja Europejska wyraziła zgodę na szeroką definicję rozpoczęcia procesu inwestycyjnego nowych elektrowni, które będą mogły korzystać z ulg w nabywaniu praw do emisji CO2 od 2012 roku. Z listu wynika, że porozumienie z KE obejmuje łącznie instalacje na 15 tys. MW energii elektrycznej. Do uznania fizycznego rozpoczęcia prac wystarczają już pomiary geodezyjne.

Energoinstal

Umowa na dostawę kotła parowego

Energoinstal podpisał umowę na dostawę kotła parowego w spalarni śmieci WTE Oulu Plant w Finlandii. Wartość kontraktu to 5,6 mln EUR netto (23 mln PLN), a prace rozpoczną się w październiku, a skończą w połowie listopada 2011 roku.

Mostostal Płock

Utrzymanie przychodów r/r nadal realne

Prezes Mostostalu Płock uważa, że utrzymanie przychodów r/r nadal jest realne. Portfel zamówień na rok 2010 powinien się wypełnić w ciągu 3 miesięcy. Spółka jest w trakcie negocjacji warunków współpracy z kontrahentem z jednego z krajów arabskich. Rozmowy są na wstępnym etapie. Mostostal może pozyskać kilka zleceń. Prezes nie chce przedstawiać deklaracji w sprawie rentowności netto. W Q2 2010 udało się nadrobić opóźnienia z Q1 2010. Niektóre kontrakty realizowane są nawet z wyprzedzeniem.

Mostostal Zabrze

Nowa umowa za 39,4 mln PLN

Spółka poinformowała o zdobyciu zlecenia na budowę zakładu do produkcji wodoru dla kontrahenta holenderskiego za 9,6 mln EUR (39,4 mln PLN). Termin realizacji został określony od 6 września 2010 do 6 czerwca 2011.



Remak

Wyniki 2010 roku pod znakiem Q1 2010

Prezes Remaku deklaruje, że cały rok 2010 ma upłynąć pod znakiem Q1 2010, kiedy to spółka zanotowała duży spadek przychodów. Przyczyną są opóźniające się nawet o 1,5 roku inwestycje. Poślizg wynika z ostrożności inwestorów lub z kwestii finansowych. Rok 2011 powinien być lepszy, co wiąże się głównie z dużymi rozstrzyganymi przetargami. Tegoroczne przychody zarząd szacuje na 140-150 mln PLN. W przyszłym roku przychody mają wynieść ponad 200 mln PLN. Spółka negocjuje kilka kontraktów wartych po kilkanaście mln PLN. Prezes narzeka na spadające marże, które mogą spowodować obniżkę rentowności netto spółki nawet o 20%.



Budimex (Sprzedaj)

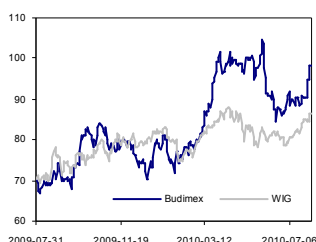
Cena bieżąca: 98,2 PLN

Cena docelowa: 78,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 419,2	34,3%	4 548,0	2,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	238,3	7,5%	221,8	-6,9%	MC (cena bieżąca)	2 507,1
marża EBITDA	4,0%	6,7%		5,4%		4,9%		EV (cena bieżąca)	2 576,3
EBIT	107,9	200,5	85,7%	216,2	7,8%	199,3	-7,8%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	185,3	6,7%	161,5	-12,9%		
P/E	26,8	14,4		13,5		15,5		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	21,6	12,9		12,1		13,6		Zmiana ceny: 6m	32,7%
P/BV	4,5	4,3		4,2		3,9		Zmiana ceny: 12m	46,6%
EV/EBITDA	17,1	8,1		10,8		10,8		Max (52 tyg.)	104,5
Dyid (%)	0,0	5,9		6,9		4,5		Min (52 tyg.)	67,0



Wstępne dane o wynikach finansowych za I półrocze, w tym Q2 2010, są lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Sądzymy, że w około 2/3 różnica na poziomie EBIT to wynik wcześniejszego, niż oczekiwaliśmy, wzrostu przychodów. W 1/3 różnica na poziomie EBIT musi być spowodowana pozostałymi czynnikami, takimi jak: odwrócenia rezerw, niższa ujemna wycena instrumentów pochodnych, wyższe marże, itp. Pomimo lepszych wyników I półrocza, sądzymy, że wynik całego 2010 roku nie jest powtarzalny i w horyzoncie wielu nadchodzących lat jest szczytowym rezultatem spółki. Przychody z działalności deweloperskiej za rok spadną o połowę, spółka będzie też realizować nowe kontrakty o niższych marżach. Pozytywnie na wynik mogą wpływać rozwiązania rezerw, jednak trudno uwzględnić tego typu czynniki w prognozach. Nasze obawy budzi przyszłość segmentu drogowego. Prezes Budimexu spodziewa się znacznie mniejszej liczby dużych przetargów w roku 2011, co może wpłynąć na ujemną dynamikę przychodów spółki w latach 2011+. Nie widzimy możliwości pełnego zastąpienia segmentu drogowego, z którego Budimex generuje 70% przychodów, innymi segmentami (różnice techniczne, inna baza podwykonawców). Obawiamy się również, że spółka może w najbliższym czasie generować ujemne przepływy operacyjne (Budimex posiada nienaturalnie wysokie stany zobowiązań w porównaniu do należności). Deklaracja o złożeniu oferty na budowę bloku energetycznego w Jaworznie nie ma naszym zdaniem na razie większego znaczenia. Na obecnym etapie warunki przetargu są bardzo liberalne, co owocuje około 10 firmami starającymi się o kontrakt. W kolejnych etapach spodziewamy się, że zamawiający przedstawi szczegółowe warunki, w tym parametry bloku oraz wymogi jakościowe, co pozwoli na wyeliminowanie części konkurentów. Nie wiemy również, czy Budimex zdecyduje się na złożenie oferty cenowej, co wiąże się dla spółki z dużym ryzykiem (ogromny kontrakt w nowym segmencie) i kosztem rzędu 1,5 mln EUR. Podsumowując, uważamy, że 2010 jest najlepszym czasem na sprzedaż akcji Budimexu. Z uwagi na wzrost ceny akcji, obniżamy rekomendację do sprzedaj.

Wstępne dane o wynikach I półrocza 2010

Budimex opublikował wstępne dane o wynikach I półrocza 2010, które są istotnie lepsze od naszych prognoz i konsensusu PAP. W naszym komentarzu odnosić się będziemy do wyników samego Q2 2010. Przychody w Q2 2010 okazały się o blisko 27% wyższe, niż prognozowaliśmy. W stosunku do naszych całorocznych prognoz nie stanowi to dużego zaskoczenia pozytywnego. Nasza prognoza przychodów Budimexu w Q2 2010 jest najwyższa na rynku (4,4 mld PLN, kolejna: niecałe 4,0 mld PLN). Sądzymy, że odchylenie w prognozach wynika z błędu poczynionego przez nas w timingu przychodów spółki. Zakładaliśmy, że nowe kontrakty drogowe, w tym zlecenia projektuj i buduj, dopiero od Q3 2010 na dobre wejdą do przychodów. EBIT okazał się o ponad 50% wyższy od prognoz DI BRE i konsensusu prognoz. Niestety, Budimex nie publikuje we wstępnych danych wyniku brutto na sprzedaży, w związku z tym nie ma możliwości, aby stwierdzić, w jakim stopniu zaskoczenie na poziomie EBIT to wynik działalności operacyjnej, a w jakim pozostałych przychodów operacyjnych lub mniejszej straty na wycenie instrumentów pochodnych. Nie można wykluczyć, że w Q2 2010 Budimex rozwiązywał część rezerw na kontrakty lub, że strata na wycenie instrumentów pochodnych była mniejsza (prognoza DI BRE: 20 mln PLN). Na pewno także duża część odchylenia na poziomie EBIT to wynik wyższych przychodów przypadających na porównywalne koszty stałe. Przy założeniu, że dodatkowe przychody wygenerowały marżę brutto rzędu 10%, EBIT w stosunku do prognozy DI BRE rośnie o 24 mln PLN. Różnica między EBIT a zyskiem brutto wskazuje na ujemne saldo działalności finansowej (-4,8 mln PLN, prognoza: -2,6 mln PLN). Trudno powiedzieć, czy odchylenie jest skutkiem mniejszych przychodów finansowych, czy na przykład ujemnych różnic kursowych. Różnica między wynikiem netto a brutto przed opodatkowaniem wskazuje na efektywną stopę podatkową zbliżoną do 19%.

Prezes widzi szansę na poprawę wyników w 2011 roku

Prezes Budimexu uważa, że w 2011 roku marże realizowane przez spółkę mogą się obniżyć, podobnie jak w II półroczu 2010 roku. Jednocześnie, w 2011 roku będzie rosła sprzedaż, co może spółce zapewnić wzrost zysków. W II półroczu 2010 nie da się utrzymać marż z I półrocza, ze względu na mniejszą kontrybucję segmentu deweloperskiego. W II półroczu 2010 spółka liczy na podpisanie 300 aktów notarialnych, podczas gdy w I półroczu było to około 600.

Budimex Nieruchomości rozpoczyna budowę 870 mieszkań

Budimex Nieruchomości uruchomił już budowę 400 mieszkań w 2 projektach w Krakowie i w 1 projekcie w Warszawie. Na jesieni ma rozpocząć się budowa 400 mieszkań w inwestycji w Warszawie. Budimex ma obecnie 400 mieszkań w ofercie.

Budimex chce wypłacać 50-70% zysku akcjonariuszom

Z tegorocznego zysku Budimex może wypłacić 50-70% akcjonariuszom – wynika ze słów prezesa. W 2011 roku spółka ma zaproponować dywidendę, bez względu na to, czy uda się sfinalizować transakcję przejęcia, czy nie.

Budimex zdradza nazwę partnera w przetargach na bloki gazowe

Budimex zdradził nazwę partnera, z którym będzie starał się o kontrakty na budowę bloków opalanych gazem – jest to firma Tecnicas Reunidas. Firmy podpisały porozumienie, zgodnie z którym złożą oferty na co najmniej dwa przetargi. Wartość kontraktu w Skawinie to naszym zdaniem około 1,3 mld PLN. Budimex chce też startować w przetargach na budowę bloków konwencjonalnych – spółkę interesuje przetarg na budowę bloku w Jaworznie. Wartość przetargu to około 5,5 mld PLN. W przetargu spółka ma wystartować sama, znalazła już dostawcę kotła i turbiny. Spółka interesuje się też przetargami na budowę spalarni odpadów, w tym celu znalazła dwóch partnerów, w tym Ferrovial.

Budimex będzie startował we wszystkich przetargach kolejowych

Prezes Budimexu zapowiada, że spółka będzie startować we wszystkich przetargach kolejowych. Aby zwiększyć swe szanse, spółka może m.in. przejść PNI od PKP. Z rozstrzygniętych w ciągu ostatnich 2 miesięcy ponad 10 przetargów, Budimex złożył oferty w 3, w tym w 2 dużych, zajmując odpowiednio 6, 4 i 7 miejsce.

Zamówienia za 123 mln PLN

Zgodnie z suplementem do Dziennika Urzędowego UE, Budimex został wybrany jako wykonawca ośrodka szkolno-wychowawczego w Dąbrowie Górniczej (51,8 mln PLN) oraz prokuratury w Rzeszowie (18 mln EUR). Wartość obu kontraktów to 123 mln PLN (2,9% przychodów Budimexu prognozowanych na rok 2010).

Kontrakt drogowy o wartości 275,5 mln PLN

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na budowę odcinka drogi ekspresowej S3 Międzyrzecz – Sulechów o wartości 275,5 mln PLN netto (6,4% prognozowanych przychodów spółki w 2010 roku). Realizacja potrwa 25 miesięcy, z wyłączeniem okresów zimowych. Spółka informowała wcześniej o złożeniu najkorzystniejszej oferty cenowej.

Przedłużenie obowiązywania umów warunkowych

Budimex podpisał aneks do umów warunkowych z 25 marca 2010 roku, przedłużając okres pozostawiony inwestorowi na pozyskanie finansowania (do 23 września w przypadku I etapu prac). Wartość umów wzrosła nieznacznie (o około 1 mln PLN, do 105,5 mln PLN, czyli 2,4% prognozowanych przychodów Budimexu w 2010 roku).

Najkorzystniejsza oferta za 250,8 mln PLN

Konsorcjum Budimexu i Ferrovial Agroman złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę mostu przez Wisłę koło Kwidzyna wraz z dojazdami w ciągu drogi krajowej nr 90 (250,8 mln PLN netto).

Nowe zlecenie za 64,2 mln PLN

Konsorcjum Budimeksu i Ferrovial Agroman zdobyło zlecenie na budowę Wielkopolskiego Centrum Zaawansowanych Technologii, Magazynu Gazów Technicznych oraz Magazynu na Odpadki. Wartość kontraktu to 64,2 mln PLN netto.

Zamówienie za 31,8 mln PLN

Miasto Suwałki udzieliło Budimexowi zamówienia na budowę sali koncertowo-teatralnej. Wartość zamówienia to 31,8 mln PLN (0,7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010).



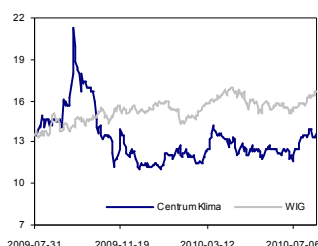
Centrum Klima (Akumuluj)

Cena bieżąca: 13,58 PLN Cena docelowa: 14,65 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(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 (mln)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,0	14,2%	15,5	40,2%	MC (cena bieżąca)	115,7
marża EBITDA	14,7%	13,5%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	106,3
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	9,8	17,2		14,5		7,5		Zmiana ceny: 1m	17,2%
P/CE	8,7	13,9		11,5		5,4		Zmiana ceny: 6m	6,3%
P/BV	1,8	1,9		1,4		0,8		Zmiana ceny: 12m	-2,6%
EV/EBITDA	7,1	9,4		9,6		4,0		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	4,0	1,4		1,6		2,1		Min (52 tyg.)	11,1



Zgodnie z prognozą wyników, Q2 2010 powinien przynieść istotny wzrost przychodów r/r około 22%, ale i spadek marż r/r (do poziomu około 8,8% marży EBIT). Za wzrost przychodów w połowie odpowiedzialne są rosnące wolumeny (tak w produkcji, jak i w dystrybucji), zaś w połowie rosnące ceny. Wzrost cen sprzedawanych towarów następuje z opóźnieniem, stąd marże realizowane przez spółkę w krótkim terminie okazują się niższe, niż notowane wcześniej poziomy (10% EBIT). Główny wpływ na przejściową obniżkę marż miał wzrost kursu USD/PLN oraz w mniejszym stopniu wzrost cen stali. W Q2 2010 zapasy okazały się niewystarczające w relacji do rosnącego popytu, w efekcie, spółka domawiała kolejne partie towarów w środowisku rosnącego kursu USD/PLN. W średnim okresie spółka wprowadza podwyżki cen towarów, które powinny skutkować powrotem do dawnych marż na poziomie około 10% EBIT. Już w Q3 2010 wpływ kosztów zakupu towarów powinien być zdecydowanie mniej istotny. Jeśli tendencja wzrostowa wolumenów utrzyma się w Q3 2010, a na to liczymy, zważywszy na cykl budowlany (odbicie w stanach surowych), prognozowany zysk netto w wysokości 8 mln PLN pozostaje aktualny. Poziom ten może być wygenerowany przy przychodach o kilkanaście procent większych, niż prognozowaliśmy. W średnim terminie głównym argumentem przemawiającym za spółką jest możliwość zwiększania przychodów w efekcie oddania nowego zakładu w Wieruchowie (lipiec 2010). Uważamy, że istnieje szansa na pozytywne zaskoczenie wynikami 2011 roku na poziomie przychodów. Z uwagi na wzrost ceny akcji spółki, obniżamy naszą rekomendację do akumuluj.

Umowa przedwstępna sprzedaży nieruchomości w Piastowie

Centrum Klima zawarło przedwstępną umowę ze spółką Multidekor dotyczącą sprzedaży nieruchomości w Piastowie (obecny zakład Centrum Klima). Wartość transakcji to 10,4 mln PLN (10,6% kapitalizacji spółki). Transakcja powinna wygenerować 2-3 mln PLN zysku dla Centrum Klima. Kupujący według warunków umowy zapłaci Centrum Klima 1 mln PLN do dnia 5 lipca 2010. Pozostała część zostanie zapłaconą do dnia 20 stycznia 2011 w części ze środków własnych, w części z kredytu. Umowa przyrzeczona ma zostać zawarta w dniu 17 stycznia 2011 roku. Wydanie kupującemu nieruchomości nastąpi do 27 stycznia 2011.



Elektrobudowa (Trzymaj)

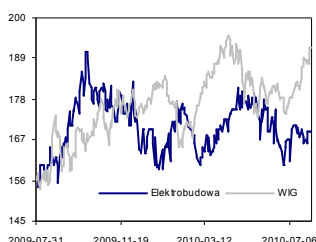
Cena bieżąca: 169,3 PLN

Cena docelowa: 169,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	803,8
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	693,9
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	13,3	14,7		16,4		14,7		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	11,8	12,4		13,3		11,9		Zmiana ceny: 6m	-1,6%
P/BV	3,2	2,8		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	8,5%
EV/EBITDA	9,1	8,8		10,8		9,7		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,5	1,8		2,0		2,2		Min (52 tyg.)	155,0



Elektrobudowa pozostaje spółką bardzo silną biznesowo, jednak na tle branży drogą. Prognoza wyników w 2010 roku, tak nasza, jak i zarządu, pozostaje aktualna. Pierwsze półrocze jest lepsze, niż oczekiwał zarząd, sądzymy jednak, że za różnicę odpowiedzialny jest głównie Q1 2010. Spółka nadal nie podejmuje się wejścia na rynek generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Potencjał świadczenia usług podwykonawczych nadal ma potencjał, jednak zrealizuje się on później (kontraktacja 2011/2012, wyniki finansowe 2012/2013). Poza tym, działalność dla wytwarzania energii to jedynie około 1/3 przychodów spółki. Poza tym spółka zajmuje się też m.in. budową instalacji elektrycznych i pokrewnych (też około 1/3 przychodów), a w tej dziedzinie rok 2010 będzie słaby. Rok 2010 może być gorszy od roku 2009, jeśli chodzi o popyt na rozdzielnice, spółka może jednak utrzymać wysokie marże, ze względu na duży udział w rynku. Głównym odbiorcą rozdzielnic Elektrobudowy są PSE i duże zakłady przemysłowe. Nie oczekujemy szybkiego wzrostu popytu na rozdzielnice. „Odbicie” w pracach projektowych dla przemysłu znajdzie odbicie w budowach przemysłowych dopiero w 2012 roku. Nie wydaje nam się też, aby w roku kolejnym miał nastąpić boom jeśli chodzi o popyt PSE na rozdzielnice. Wycena spółki pozostaje wysoka, zaś pole do zaskoczeń pozytywnych ograniczone. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Pierwsze półrocze lepsze od oczekiwań

Prezes Elektrobudowy przyznaje, że pierwsze półrocze było lepsze od oczekiwań. Niektórzy konkurenci mają jednak problemy. Na rynku trwa walka o kontrakty, których zdaniem prezesa wcale nie ma wiele.

Najkorzystniejsza oferta na budowę siedziby filharmonii w Koszalinie

Elektrobudowa wygrała przetarg na budowę siedziby filharmonii w Koszalinie. Wartość projektu, którego realizacja ma zakończyć się w połowie 2013 roku to 29 mln PLN (4,2% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Budowa sali koncertowej

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy na budowę Sali Koncertowej – Filharmonii Koszalińskiej im. Stanisława Moniuszki w Koszalinie. Wartość umowy to 29,2 mln PLN brutto, a termin zakończenia prac 30.04.2013.

Korekta ceny docelowej

W związku z upływem dnia dywidendy skorygowaliśmy cenę docelową o wielkość dywidendy, tzn. o 3,5 PLN na akcję.



Erbud (Akumuluj)

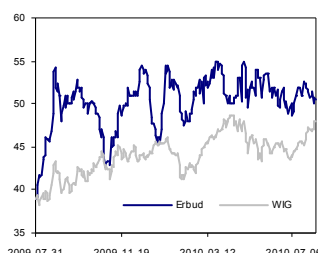
Cena bieżąca: 50,5 PLN

Cena docelowa: 54,6 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	3,6%
P/CE	40,1	12,8		11,0		11,3		Zmiana ceny: 6m	2,9%
P/BV	3,1	2,7		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	20,8%
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.)	41,5



Rynek budownictwa jest obecnie trudny, a konkurencja duża, w efekcie, trudno spodziewać się, aby spółka mogła w najbliższym roku istotnie zaskakiwać dynamiką wzrostu przychodów i wyniku netto. Mimo to, sądzimy, że kolejne miesiące mogą obfitować w wiadomości o podpisaniu nowych zleceń. Oczekujemy, że w kolejnym roku duży wzrost przychodów wystąpi głównie w segmencie drogowym. Z kolei w segmencie kubaturowym spółka powinna utrzymywać bardzo dobre marże, m.in. ze względu na realizację kontraktów podpisanych po cenach z 2008 roku (CH w Wałbrzychu i Bytomiu, przejście graniczne w Budomierzu). Sądzimy też, że ryzyko erozji marż na tle konkurencji w Erbudzie jest relatywnie mniejsze, zaś wycena wskaźnikowa niższa. W przyszłości pozytywne informacje mogą też pojawić się z uwagi na transakcje przejęć, m.in. obiektów komercyjnych i specjalistycznych spółek. Informacje te jednak raczej nie pojawią się już w najbliższym miesiącu. Nie wykluczamy, że wyniki Q2 2010 mogą różnić się nieco od naszych prognoz. Zwracamy uwagę, że Erbud w Q2 2010 nie kończy żadnych dużych kontraktów. Podobny efekt w Q2 2008 spowodował negatywne zaskoczenie wynikami, które następnie było odwrócone w kolejnym kwartale. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wywiad z prezesem i kontrakt za 65 mln PLN

Prezes Dariusz Grzeszczak poinformował, że w drugim kwartale spodziewać się należy dynamiki wzrostu przychodów na poziomie zbliżonym do pierwszego kwartału, co dawało by sprzedaż na poziomie około 260 mln PLN. Zarząd optymistycznie podchodzi do wielkości sprzedaży w bieżącym roku, dodając że obecny portfel zleceń Spółki opiewa na 1 mld PLN. W ciągu dwóch najbliższych miesięcy Spółka jest w stanie podpisać kontrakty warte w sumie prawie 500 mln PLN, ale ich realizacja jest przewidziana dopiero na najbliższy rok. Prezes zaznacza jednak, że wraz ze wzrostem przychodów spodziewać się należy spadku rentowności, która na poziomie operacyjnym powinna się kształtować na poziomie 5-6%. Powodem tego ma być większe zaangażowanie w kontrakty drogowe, które mają niższą rentowność niż wcześniej wykonywane prace w budownictwie kubaturowym.

Zakończenie subskrypcji akcji managerskich

Zakończyła się subskrypcja akcji managerskich, w ramach której przyznano 31 686 akcji po cenie 11 PLN.

Umowa za 65 mln PLN

Erbud podpisał umowę z Rank Progress na budowę Galerii „Tęcza”. Wartość kontraktu to 65 mln PLN netto (5,4% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2010).

Korekta ceny docelowej

W związku z upływem dnia dywidendy skorygowaliśmy cenę docelową o wielkość dywidendy, tzn. o 0,48 PLN na akcję.



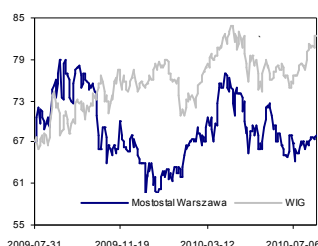
Mostostal Warszawa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 68,05 PLN Cena docelowa: 68,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-02

(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 (mln)	20,0
EBITDA	144,6	209,1	44,6%	134,7	-35,6%	134,7	0,0%	MC (cena bieżąca)	1 361,0
marża EBITDA	6,5%	7,7%		5,2%		4,8%		EV (cena bieżąca)	1 228,1
EBIT	121,9	181,2	48,7%	97,7	-46,1%	96,7	-1,0%	Free float	32,1%
Zysk netto	81,1	117,3	44,6%	79,6	-32,1%	76,4	-4,0%		
P/E	16,8	11,6		17,1		17,8		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	13,1	9,4		11,7		11,9		Zmiana ceny: 6m	8,0%
P/BV	4,0	2,8		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m	-5,5%
EV/EBITDA	8,1	5,2		9,1		9,0		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,4	0,5		4,3		2,9		Min (52 tyg.)	58,5



W 2009 roku, wraz z pogorszeniem się koniunktury w branży budowlanej i wzrostem konkurencji, Mostostal zdecydował się na ograniczenie ryzyka związanego z pozyskiwaniem kontraktów. Spółka skoncentrowała się na małych i średnich, powtarzalnych zleceniach z segmentu publicznego, przez 2009 i 2010 rok prezentowała też bardzo ostrożne podejście do największych kontraktów drogowych. W efekcie, ryzyko spektakularnych strat na jednym z realizowanych dużych kontraktów jest w przypadku Mostostalu najmniejsze na tle największych firm budowlanych. Niestety, małe kontrakty z segmentu publicznego były pozyskiwane w środowisku bardzo dużej konkurencji. Mostostal musiał też rywalizować z mniejszymi, lokalnymi firmami, charakteryzującymi się często niższym poziomem kosztów. W efekcie, pomimo, iż ryzyko jednorazowych strat jest małe, małe kontrakty z segmentu publicznego prawdopodobnie charakteryzują się niską marżą. Oczekujemy niewielkiego spadku przychodów r/r w 2010 roku, co związane jest z mniejszą ilością pozyskanych zleceń, niż w roku poprzednim. W związku z oczekiwaną niższą rentownością kontraktów, obniżamy prognozy wyników Mostostalu na lata kolejne. Już od Q3 2010 w przychodach Mostostalu będą dominowały nowe kontrakty budowlane o słabszych marżach. Mimo to, uważamy, że na tle największych graczy (PBG, Budimex, Polimex Mostostal), wycena Mostostalu Warszawa wygląda najatrakcyjniej (najniższe EV/EBITDA). Sądzymy również, że segment energetyczny może oferować spółce interesujący długoterminowy potencjał, kontrakty energetyczne pojawiają się jednak dopiero w wynikach finansowych za rok 2012. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Najkorzystniejsza oferta za 190,9 mln PLN

Konsorcjum firm Mostostal Warszawa i Acciona złożyło najniższą ofertę cenową w przetargu na dostosowanie do parametrów drogi dwujezdniowej drogi S8 na odcinku Adamowice – Radziejowice. Wartość oferty to 190,9 mln PLN, czyli 7,3% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010. Kolejną ofertę złożyły firmy Polimex Mostostal i Doprastav (198,0 mln PLN).

Dwa kontrakty mieszkaniowe za 33,5 mln PLN

Wrobis, spółka zależna Mostostalu, podpisał dwa kontrakty mieszkaniowe za 33,5 mln PLN (1,2% prognozowanych przychodów na rok 2010).

Najniższa oferta za 515,9 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras zaproponował najniższą cenę w przetargu na rozbudowę fragmentu drogi S7 (525,9 mln PLN netto, czyli 20,2% przychodów spółki prognozowanych na rok 2010).

Umowa na modernizację dworca za 25,4 mln PLN

Konsorcjum Mostostalu Warszawa z Acciona Infraestructuras podpisało umowę na modernizację dworca Gdynia Główna (31 mln PLN brutto, 25,4 mln PLN netto, czyli 1% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010). Prace rozpoczną się latem bieżącego roku i potrwać do kwietnia 2012.

Nowa umowa za 55,1 mln PLN

Konsorcjum Mostostalu Warszawa z Acciona Infraestructuras podpisało umowę na wykonanie robót budowlanych obejmujących budowę sieci kanalizacyjnej i wodociągowej miasta Nowy Sącz z przyległymi gminami sąsiednimi. Łączna wartość kontraktu, to 67,2 mln PLN brutto, czyli 55,1 mln PLN netto (2,1% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010).



PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 228 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(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 (mln)	14,3
EBITDA	270,6	338,7	25,2%	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	MC (cena bieżąca)	3 259,3
marża EBITDA	12,9%	13,1%		10,3%		8,4%		EV (cena bieżąca)	3 594,3
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	19,4	15,5		15,2		14,7		Zmiana ceny: 1m	9,7%
P/CE	14,9	12,4		12,3		12,0		Zmiana ceny: 6m	14,6%
P/BV	1,1	2,3		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	2,5%
EV/EBITDA	14,5	11,7		10,6		10,4		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,0	0,0		1,3		1,4		Min (52 tyg.)	192,0



PBG w czerwcu i lipcu zdobyło bardzo wiele kontraktów, nie wpływa to jednak na nasze prognozy i oczekiwania rynku, które nadal pozostają relatywnie ambitne. Zgodnie z naszymi kalkulacjami, portfel zamówień Grupy PBG nieznacznie przekracza 6 mld PLN, z czego niecałe 2,4 mld PLN przypada na rok 2011 (prognoza przychodów: 3,9 mld PLN). W segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego, który charakteryzuje się najwyższymi marżami, PBG ma w portfelu zamówień na rok 2011 niecałe 700 mln PLN, przy prognozie przychodów rzędu 1 mld PLN. Oznacza to, że do realizacji naszych prognoz potrzebne jest nadal bardzo wiele nowych zleceń. Przy założeniu, że kontrakty będą realizowane średnio 2 lata, aby zrealizować 3,9 mld PLN przychodów w 2011 roku, PBG musi jeszcze podpisać kontrakty na kwotę 3 mld PLN. Może nie być to łatwe, zważywszy na dużą konkurencję na rynku budowlanym. Uważamy, że ryzyka dotyczące spadku realizowanych marż na nowych kontraktach w latach 2011+ są realne i będą w coraz większym stopniu dyskontowane. Pierwsze negatywne zaskoczenia mogą pojawić się w przypadku dużych spółek o relatywnie krótszych kontraktach (Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal). W 2011 roku może przyjść czas na spółki o dłuższych kontraktach. Sądzymy, że w 2010 roku powinno się powoli rozpocząć przeważanie spółek wczesno-cyklicznych (małe spółki specjalistyczne) kosztem dużych firm o późnej cykliczności. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Możliwe wyższe przychody

Prezes Jerzy Wiśniewski poinformował, że za sprawą pozyskanych niedawno kontraktów drogowych i mniejszych zleceń energetycznych grupa PBG może przekroczyć tegoroczną prognozę przychodów ze sprzedaży o 10-20%. Koncern podpisał umowę o wartości 3 mld PLN brutto na budowę terminalu gazu skroplonego LNG w Świnoujściu (33% udział w konsorcjum). Prezes liczy jednak, że udział w konsorcjum może ulec zwiększeniu, jako że prace będą w pierwszej kolejności zlecane spółkom z Grupy, które wykonywać je będą po cenach rynkowych. Rentowność netto kontraktu ma wynieść nie mniej niż 7%. Prezes zapowiedział, że realizacja prognozy na bieżący rok mówiącej o 220 mln PLN zysku netto jest niezagrażona, a decyzja o jej ewentualnym podwyższeniu powinna zapaść na początku IV kwartału.

Umowa za 717 mln PLN (udział Grupy PBG)

Konsorcjum z udziałem firm SIAC, PBG, Hydrobudowy i Aprivii podpisało z GDDKiA umowę na budowę odcinka autostrady A4 Krzyż – Dębica Pustynia. Wartość kontraktu netto to 1,43 mld PLN, z czego Grupie PBG może przypaść około połowa tej kwoty, czyli 717 mln PLN (22% przychodów prognozowanych na rok 2010). Jednocześnie PBG i Hydrobudowa Polska zawarły umowy z bankiem Pekao S.A. na limity gwarancyjne oraz kredyty obrotowe służące finansowaniu kontraktu na budowę odcinka autostrady A4.

Umowa na budowę odcinka drogi S5

Konsorcjum z udziałem PBG i Hydrobudowy Polska podpisało z GDDKiA kontrakt na budowę odcinka drogi S5 z obwodnicą Bojanowa i Rawicza. Wartość kontraktu to 777,2 mln PLN, z czego udział Grupy PBG to 40% (310,1 mln PLN, czyli 9,7% przychodów PBG prognozowanych na rok 2010). Prace potrwać 20 miesięcy z wyłączeniem okresów zimowych.

Kontrakt Hydrobudowy za 144,8 mln PLN

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z PRG Metro, Hydrobudowa 9 i Inra podpisała kontrakt z MPWiK w Warszawie na prace w ramach budowy oczyszczalni ścieków Czajka, etap II. Wartość kontraktu to 144,8 mln PLN, czyli około 4,4% prognozowanych przychodów PBG w 2010 roku.

Kontrakt z KGHM za 95,1 mln PLN

PBG zawarła z KGHM kontrakt, którego przedmiotem umowy jest wykonanie i dostarczenie czterech kompletnych Turbozespołów Gazowych - turbin gazowych wyposażonych w układ spalania niskoemisyjnego oraz ich montaż i rozruch. Turbiny zostaną dostarczone do budowanych przez KGHM bloków gazowo-parowych. Całość prac, wycenionych na kwotę 95,1 mln PLN netto (2,9% przychodów PBG prognozowanych na rok 2010), zostanie przez PBG zakończona do 30 listopada 2012 roku.

Tegoroczny zysk netto Hydrobudowy przekroczy 40 mln PLN?

Rzecznik Spółki poinformował, że wypracowanie w bieżącym roku 40 mln PLN zysku netto, to bardzo ostrożne założenie. Spółka na początek lipca miała w portfolio zlecenia na łączną kwotę 1,6 mld PLN, kwota ta jednak nie uwzględnia ostatnio zdobywanych kontraktów, w tym między innymi na budowę fragmentu autostrady Stryków-Toruń oraz Tarnów Rzeszów, które w sumie opiewają na 3,9 mld PLN netto, z czego połowa ma być realizowana przez spółki PBG. Nie uwzględnione są również prace w konsorcjum nad budową odcinka drogi ekspresowej S5 z obwodnicą Bojanowa i Rawicza za 800 mln PLN netto (40% udział spółek PBG).

Energomontaż Południe osobno stara się o kontrakt w Kozienicach?

Z wiadomości prasowych wynika, że Energomontaż Południe stara się o kontrakt w Kozienicach razem z chińskim producentem generatorów i firmą budującą elektrownie China Dongfang Electric Corporation. Wcześniej chęć udziału w przetargu deklarowało konsorcjum PBG i Alstomu. PBG tłumaczy, że rozważało zwiększenie udziału w kapitale Energomontażu, pod warunkiem pozyskania dużego zlecenia energetycznego. Obecnie PBG traktuje Energomontaż jako autonomiczny podmiot, którego zarząd podejmuje samodzielne decyzje operacyjne. W Q2 2010 spółka spodziewa się poprawy wyników r/r na poziomie jednostkowym, zaś pogorszenia na poziomie skonsolidowanym. Spółka nadal jest zainteresowana przejęciem dwóch firm z branży, na co może wydać 50 mln PLN. Decyzję podejmie jednak dopiero po rozstrzygnięciu dużych przetargów energetycznych.



Polimex Mostostal (Redukuj)

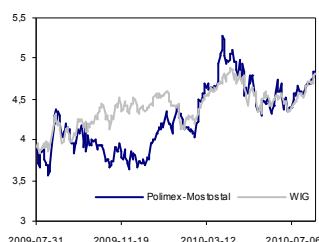
Cena bieżąca: 4,84 PLN

Cena docelowa: 4,27 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-30

(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 (mln)	477,7
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	294,9	-14,2%	286,0	-3,0%	MC (cena bieżąca)	2 312,2
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,5%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 851,3
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	18,7	14,3		16,3		17,9		Zmiana ceny: 1m	10,0%
P/CE	11,8	9,5		9,5		10,4		Zmiana ceny: 6m	11,8%
P/BV	2,1	1,8		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m	32,2%
EV/EBITDA	9,4	7,8		9,7		10,2		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,2	0,2		0,8		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Polimex jest jedną ze spółek, które w największym stopniu mogą skorzystać na inwestycjach sektora energetycznego w budowę nowych bloków. Niestety, inwestycje te mają tendencję do opóźniania się. Zgodnie z najnowszymi informacjami, oferty na przetargi modernizacyjne w Bełchatowie (2,5-3 mld PLN) będą składane dopiero na przełomie września i października, zaś rozstrzygnięcie nastąpi dopiero pod koniec roku. Nawet jeśli Polimexowi uda się pod koniec 2010 roku pozyskać duży kontrakt na budowę nowego bloku energetycznego, istotnie wpłynie on na wyniki dopiero w roku 2012 (pierwsze prace budowlane w II połowie 2011 roku). Sądzymy, że w międzyczasie, w latach 2010-2011, wyniki Polimexu mogą zaskakiwać negatywnie. Rok 2010 jest trudniejszy dla mniejszych spółek z segmentu chemicznego i energetycznego pod względem pozyskiwania zleceń. Związane jest to m.in. z przejściowym wyhamowaniem rozpoczynania nowych inwestycji w 2009 roku. W zakresie wyrobów stalowych sytuacja również jest trudniejsza niż w roku ubiegłym, Polimexowi udaje się utrzymać duże wolumeny, niestety, kosztem niższych marż. Znacznie gorzej przedstawia się sytuacja segmentu produkcji w wybranych spółkach zależnych, w tym w Coiferze, czy Energomontażu Północ. Z uwagi na te czynniki, uważamy, że konsensus prognoz, budowany w oparciu o deklaracje zarządu Polimexu z początku 2010 roku, jest zbyt wysoki. Nasze zaktualizowane prognozy EBIT i zysku netto na lata 2010-2011 są o odpowiednio 10-30% niższe od oczekiwań konsensusu prognoz. Uważamy, że już wyniki Q2 2010 mogą zaskakiwać negatywnie i powodować korektę naszym zdaniem zbyt optymistycznych prognoz. Z uwagi na związane z tym ryzyko, a także ryzyko opóźniających się przetargów energetycznych, podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wywiad z prezesem

Prezes Spółki – Konrad Jaskóła poinformował w wywiadzie dla CNBC Biznes, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży za 2010 rok mogą wzrosnąć o 5% r/r, a w przyszłym roku o 10% r/r. Powodem tak wysokiej dynamiki mają być z powodzeniem wygrywane kontrakty. Prezes dodatkowo poinformował o złożeniu najkorzystniejszej oferty na budowę fragmentu autostrady A4 na odcinku od Rzeszowa w kierunku Ukrainy. Kwota kontraktu to 1,8 mld PLN netto, a udział Polimexu w kontrakcie, to 51%.

Portfel zamówień przekroczył 10 mld PLN

Prezes Spółki – Konrad Jaskóła poinformował, że portfel zamówień Spółki przekroczył kwotę 10 mld PLN.

Zgody na połączenie ze spółkami zależnymi

WZA Polimexu, Energomontażu Północ i Naftobudowy wyraziły zgodę na fuzję. Za akcję spółki przejmowanej akcjonariusze otrzymają 3,81 akcji spółki matki, a za walor Naftobudowy 6,04. W ramach połączenia Polimex wyemituje w sumie 56,6 mln akcji o łącznej wartości 263 mln PLN. Spółka poinformowała dodatkowo o sprzedaży 4 320 udziałów w spółce Valmont Industries Holland B.V. Były to wszystkie posiadane przez Polimex udziały w spółce zależnej Valmont (30%). Na koniec 2009 roku aktywa netto Valmont Polska wynosiły 19,4 mln PLN.

Kontrakt za 219,6 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Polimex Mostostal podpisało umowę na budowę drogi ekspresowej S-69 Bielsko Biala – Żywiec – Zwardoń. Wartość umowy to 646 mln PLN netto, a udział lidera to 34% (219,6 mln PLN, czyli 4,9% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010).

Najniższa oferta cenowa za 2,2 mld PLN brutto

Konsorcjum Polimex Mostostal i Doprastav złożyło najniższą ofertę cenową w przetargu na

budowę autostrady A4 na odcinku Rzeszów – węzeł Wschód – Jarosław – węzeł Wierzbna. Wartość oferty to 2,2 mld PLN (1,8 mld PLN netto), z czego na Polimex prawdopodobnie przypada połowa, czyli 0,9 mld PLN (20,0% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010). W przetargu oferty złożyły dwa inne konsorcja: 1) Autostrada Wschodnia i Mapa Insaat Ve Ticaret (2,4 mld PLN brutto) oraz Mostostal Warszawa i Acciona (3,0 mld PLN brutto).

Energomontaż Północ: kontrakt za 75 mln PLN

Konsorcjum firm Hitachi i Energomontaż Północ podpisało umowę z Vattenfall Heat Poland na budowę pod klucz instalacji odazotowania spalin w bloku w Siekierach. Wartość kontraktu to 139,5 mln PLN netto, z czego 75 mln PLN przypada na Energomontaż (1,7% przychodów prognozowanych na rok 2010).

Torpol: najniższa oferta cenowa za 479,1 mln PLN

Konsorcjum firm Torpol, Feroco, ZRK Dom i Intercor złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę linii kolejowej E65-C/E65 na LCS Gdańsk (A,B). Wartość oferty to 479,1 mln PLN netto (11,1% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010). Można szacować, że udział Polimexu w pracach sięga 25-35%. Kolejna oferta cenowa miała wartość 494,9 mln PLN (oferta firm OHL Brno i Tor-Kar-Sson).

Torpol: najniższa oferta cenowa za 371,5 mln PLN

Konsorcjum firm Torpol, Feroco, ZRK Dom i Intercor złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę linii kolejowej E65-C/E65 na LCS Gdynia (A,B). Wartość oferty to 371,5 mln PLN netto (8,6% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010). Można szacować, że udział Polimexu w pracach sięga 25-35%. Kolejna oferta cenowa miała wartość 377,9 mln PLN (oferta firm Trakcja Polska i PNUiK).

Torpol: najniższa oferta cenowa za 516,3 mln PLN

Konsorcjum firm Torpol, Feroco, ZRK Dom i Intercor złożyło najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i budowę linii kolejowej E30-C/E30 na odcinku Podłęże - Bochnia. Wartość oferty to 516,3 mln PLN netto (12,0% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010). Można szacować, że udział Polimexu w pracach sięga 25-35%. Kolejna oferta cenowa miała wartość 588,7 mln PLN (oferta firm Trakcja Polska, PNUiK).

Torpol: najniższa oferta cenowa za 21,9 mln PLN

Torpol złożył najkorzystniejszą ofertę w przetargu na przebudowę infrastruktury kolejowej linii nr 152. Wartość oferty to 21,9 mln PLN, czyli 0,5% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010.

Torpol: szacunkowy portfel zleceń

Szacujemy, że jeśli najniższe oferty cenowe w przetargach zmaterializują się w postaci podpisanych kontraktów, backlog Torpolu na rok 2011 wyniesie około 280 mln PLN (przychody ubiegłoroczne na poziomie nieco ponad 300 mln PLN).



Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,85 PLN Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	964,0
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	716,5
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		25,5		18,8		16,0		Zmiana ceny: 1m	17,7%
P/CE	68,8	18,8		14,7		12,9		Zmiana ceny: 6m	25,3%
P/BV	2,9	2,7		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	38,5%
EV/EBITDA	9,4	10,8		10,5		8,4		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,5



Rafako spośród podmiotów notowanych na GPW posiada największą ekspozycję na możliwość rozwoju w zakresie generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Pierwsze tego typu kontrakty mogą zostać rozstrzygnięte na przełomie 2010 i 2011 roku (Siekierki). Przetarg w Opolu może być rozstrzygnięty w Q1 2011, zaś zlecenia modernizacyjne w Bełchatowie pod koniec 2010 roku. Sądzymy, że w średnim terminie, potencjalne 1 mld PLN dodatkowych przychodów z tytułu generalnego wykonawstwa bloków energetycznych może w największym stopniu przyczynić się do wzrostu wyceny Rafako (na tle konkurencyjnych firm). Związane jest to z niską bazą przychodów i pełną ekspozycją spółki na segment energetyczny. Sądzymy, że wyniki Q2 2010 będą porównywalne do Q1 2010. W średnim terminie Rafako charakteryzuje się dużą dozą bezpieczeństwa, ze względu na bardzo konserwatywną politykę księgową i dużą poduszkę bezpieczeństwa w postaci utworzonych rezerw na kontrakty. W kontekście roku 2010, Rafako ma już prawie 1 mld PLN w portfelu zleceń, w efekcie, osiągnięcie 1,5 mld PLN przychodów nadal wydaje się być realne. Czynnikiem ryzyka są niepewności dotyczące potencjalnego nabycia PAK przez Rafako (około 1 mld PLN). Sądzymy, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że Rafako pozyska partnera w transakcji, w efekcie, ekspozycja finansowa spółki pozostanie ograniczona. Obecnie złożona oferta nabycia aktywów nosi nazwę „finalna”, nie jest jednak wiążąca. Kolejnym czynnikiem ryzyka w krótkim terminie są potencjalne zaskoczenia negatywne innych firm z branży, które mogą psuć sentyment do sektora budowlanego. Pomijając duże firmy (Polimex, Mostostal Warszawa), słabe wyniki w 2010 roku zaprezentować powinny także małe specjalistyczne spółki działające w segmencie energetycznym (Remak, Energomontaż Południe, Energomontaż Północ, Energoinstal). W obliczu ryzyk i wzrostu wyceny Rafako, obniżamy rekomendację do trzymaj.

Od 2011 roku możliwy istotny wzrost przychodów

Prezes Rafako oczekuje, że od 2011 roku przychody spółki mogą istotnie wzrosnąć. Spółka jest w końcowej fazie negocjacji w przetargach o wartości kilkunastu mld PLN. Chodzi o zamówienia na rynku krajowym. Obecnie portfel zamówień Rafako kształtuje się na poziomie 2,2-2,5 mld PLN.

Wezwanie do uzupełnienia ofert na PAK

Minister Skarbu wezwał RPG Partners i Rafako do uzupełnienia wiążących ofert nabycia PAK w przetargu. Obaj inwestorzy mają na to kilka tygodni. Negocjacje w sprawie sprzedaży PAK przeciągną się prawdopodobnie do października. Resort chce mieć pewność, czy obu podmiotom uda się sfinansować transakcję. Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami wartość oferty konkurentów to około 1 mld PLN, co odpowiada wartości kapitałów własnych przejmowanych aktywów na koniec 2008 roku (zgodnie z Monitorem Polskim B). Prezes Różacki uważa, że spółka ma wystarczające możliwości w zakresie zdolności kapitałowych i możliwości podniesienia kapitału. Prezes Różacki przyznaje, że w ofercie uwzględniono ryzyko związane z odkrywkową kopalnią w miejscowości Tomisławice k/Konina. Powstanie kopalni oprotowali ekolodzy. Sprawa trafiła do Komisji Europejskiej. W najgorszym przypadku teren trzeba będzie przywrócić do pierwotnego stanu. Rafako, podobnie jak inni składający ofertę, narzeka też na brak informacji dotyczących złóż perspektywicznych węgla w kopalniach. Minister Bury przyznaje, że dla rządu najważniejsza będzie cena za aktywa oraz inwestycje w spółkach, zwłaszcza utrzymanie produkcji w elektrowni Pątnów I.

Wartość rynku emisji NOX sięga 2-3 mld PLN

Rafako zapowiada uczestnictwo we wszystkich przetargach na budowę instalacji odazotowania. Spółka ma już pierwszy tego typu kontrakt na instalację w PKN Orlen w Płocku. Prezes Fortum Solutions wielkość rynku szacuje na 3 mld PLN, zaś prezes Rafako na 2 mld PLN (do 2016 roku).



Dywidenda 0,30 PLN na akcję

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy z zysku za 2009 rok o wartości 30 groszy na akcję (DY 2,3%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy ustalono na 2 sierpnia, a dzień jej wypłaty na 16 sierpnia bieżącego roku.



Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,31 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%	922,1	32,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	53,2	-2,9%	MC (cena bieżąca)	690,1
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		5,8%		EV (cena bieżąca)	490,5
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	42,5	-4,1%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,8%		
P/E	12,6	9,6		16,5		17,1		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	11,0	8,4		13,2		13,5		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	2,2	1,9		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	9,1%
EV/EBITDA	6,1	6,4		8,9		8,7		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	2,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,7



Z ponad 10 dużych przetargów, w ramach których nastąpiło niedawno otwarcie kopert przez PKP PLK, Trakcja pozyskała 3 duże zlecenia. Wszystkie z tych zleceń realizowane będą w konsorcjach, w których udział Trakcji prawdopodobnie będzie sięgać 40-60%. Podobnie jak w przypadku kontraktu na modernizację LCS Działdowo, Trakcja jest liderem we wszystkich potencjalnych kontraktach. Oznacza to, że Trakcja zaksięguje pełne przychody z kontraktów, mimo, że jej udział w pracach będzie ograniczony. Spowoduje to rozwodnienie realizowanych przez spółkę marż. Zgodnie z naszymi kalkulacjami, gdyby kontrakty zostały podpisane, portfel zamówień na rok 2010 sięgnąłby 1 mld PLN (czyli więcej, niż zakłada nasza prognoza przychodów). Nominalne 1 mld PLN to jednak tylko niecałe 570 mln PLN w siłach własnych. Nie można wykluczyć, że audytor na koniec 2010 roku wymusi zmianę standardów rachunkowości, co oznaczałoby, że Trakcja zaprezentuje jedynie udział w kontrakcie wg. ustaleń w konsorcjum w przychodach. Prognozy zysku netto na rok 2011 wydają nam się być aktualne i odzwierciedlać niski portfel zamówień Trakcji poprzedzający zdobycie zleceń oraz rozwodnienie marż spowodowane kwestiami księgowymi. Prognoza na rok 2010 nie jest aktualna i po wynikach będzie korygowana. Sądymy, że przychody w 2010 roku mogą być istotnie niższe (ok. 500 mln PLN), zagrożony jest też wynik netto. Oczekujemy bardzo słabych wyników netto w Q3 i Q4 2010. To, że kontrakty, w których Trakcja ma najniższą cenę, to kontrakty D&B, oznacza, że nadal w spółce trudno będzie o zapełnienie mocy przerobowych na okres Q3 2010 – Q1 2011. Kontrakty D&B naszym zdaniem będą mogły być realizowane dopiero od Q2 2011. Na okres Q3 2010 – Q1 2011 spółka posiada jedynie kontrakt na LCS Działdowo, zlecenia podwykonawcze na LCS Ciechanów i wybrane małe zlecenia. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Prezes zapowiada niższe przychody

W wywiadzie udzielonym gazecie giełdy Parkiet prezes Maciej Radziwił przyznał, że w pierwszym półroczu bieżącego roku przychody ze sprzedaży prawdopodobnie spadły o ponad połowę w stosunku do zeszłego roku. Powodem tego ma być trend spadkowy w zamówieniach na kolei (skutkiem przeciągania się w czasie ogłaszanych przetargów). Prezes spodziewa się natomiast, że odwrócenie obecnego trendu nastąpić może w końcu bieżącego roku. Obecny portfel zleceń Spółki opiewa na 1,2 mld PLN, z czego około 0,5 mld PLN przypadać będzie na rok bieżący.

Kontrakt za 44,9 mln PLN

Trakcja Polska w konsorcjum z firmą PB Filar podpisała kontrakt na budowę zintegrowanego węzła przesiadkowego w rejonie stadionu Euro 2012 we Wrocławiu. Wartość dwóch umów netto to 44,9 mln PLN (4,9% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010). Realizacja potrwa 12 miesięcy od dnia podpisania umowy. W przetargu złożono tylko 3 oferty. Wartość oferty Trakcji i Filara to 49,4 mln PLN brutto, wartość oferty Skanskiej to 80,1 mln PLN brutto, zaś wartość oferty Strabaga to 84,2 mln PLN brutto. Kosztorys inwestora wyniósł 42,6 mln PLN brutto.

Najniższa oferta cenowa za 409,2 mln PLN

Konsorcjum firm PRKiI (Grupa Trakcja Polska) i PNUiK złożyło najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i budowę linii kolejowej E30-C/E30 na odcinku Dębica – Sędziszów Małopolski. Wartość oferty to 409,2 mln PLN netto (44,4% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010). Można szacować, że udział Trakcji Polskiej w pracach sięga 60%. Spółka jest jednak liderem konsorcjum, w efekcie, zgodnie ze stosowanymi zasadami księgowości, zaksięguje całe przychody z kontraktu. Kolejna oferta cenowa miała wartość 412,7 mln PLN (oferta firm ZUE, OHL Brno Czechy).

Najniższa oferta cenowa za 300,0 mln PLN

Konsorcjum firm PRKiI (Grupa Trakcja Polska), Infrakol i PNUiK złożyło najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i budowę linii kolejowej E30-C/E30 na odcinku Jaworzno Szczakowa – Trzebinia i Jaworzno Szczakowa – Sosnowiec Jęzor. Wartość oferty to 300,0 mln PLN netto (32,5% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010). Można szacować, że udział Trakcji Polskiej w pracach sięga 40-50%. Spółka jest jednak liderem konsorcjum, w efekcie, zgodnie ze stosowanymi zasadami księgowości, zaksięguje całe przychody z kontraktu. Kolejna oferta cenowa miała wartość 327,0 mln PLN (oferta firm Torpol, Feroco, Dom, Intercor).

Najniższa oferta cenowa za 298,0 mln PLN

Konsorcjum firm PRKiI (Grupa Trakcja Polska) i PNUiK złożyło najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i budowę linii kolejowej E30-C/E30 na odcinku Sędziszów Małopolski – Rzeszów Zachodni. Wartość oferty to 363,5 mln PLN netto (39,4% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010). Można szacować, że udział Trakcji Polskiej w pracach sięga 60%. Spółka jest jednak liderem konsorcjum, w efekcie, zgodnie ze stosowanymi zasadami księgowości, zaksięguje całe przychody z kontraktu. Kolejna oferta cenowa miała wartość 312,9 mln PLN (oferta firm Strabag, Trakce AS Ostrava, Trakce Tor Cieszyn, PBG Transkol).

Nie będzie dywidendy za 2009 rok

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Trakcji Polskiej zdecydowało o nie wypłaceniu dywidendy z zysku za 2009. Wcześniej Zarząd Spółki proponował wypłacenie 16 mln PLN (0,10 PLN na akcję) z zysku za ubiegły rok.



Ulma Construcccion Polska (Akumuluj)

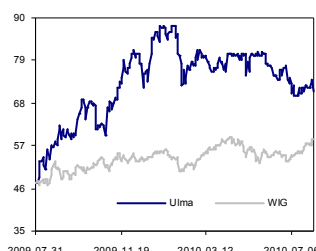
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

Cena bieżąca: 71 PLN

Cena docelowa: 82,2 PLN

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	221,4	26,2%	247,6	11,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	112,6	56,2%	125,2	11,2%	MC (cena bieżąca)	373,1
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,9%		50,6%		EV (cena bieżąca)	526,0
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	43,4	996,4%	52,0	19,9%	Free float	18,8%
Zysk netto	25,9	-5,5		24,9		33,0	32,5%		
P/E	14,4			15,0		11,3		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	4,2	6,0		4,0		3,5		Zmiana ceny: 6m	-11,7%
P/BV	1,4	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	45,1%
EV/EBITDA	5,4	8,2		4,7		4,1		Max (52 tyg.)	88,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	48,9



Nasze prognozy zakładają, że w Q2 2010 Ulma może zaprezentować około 54,4 mln PLN przychodów, co przełoży się na 4 mln PLN zysku netto. Wynik netto jest niższy od naszych wcześniejszych założeń (6 mln PLN), między innymi ze względu na jednorazowe koszty związane z remontami szalunków. W kolejnych kwartałach przychody Ulmy powinny kształtować się zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami. W Q2 2010 wzrost przychodów był ograniczony, m.in. ze względu na opóźnione wejście kontraktów drogowych do realizacji oraz powódź na południu Polski. Prognoza na rok 2010 będzie prawdopodobnie korygowana nieznacznie w dół, 2 mln PLN odchylenia na poziomie zysku netto to 8% na poziomie zysku netto za rok 2010, ale jedynie 1,8% na poziomie EBITDA. Przypominamy, że zyski netto raportowane przez Ulmę mają częściowo umowny charakter. Spółka stosuje bardzo konserwatywną stawkę dzierżawy szalunków (amortyzacja przez jedynie 8 lat, niektórzy konkurencji amortyzują szalunki przez 12 lat). Spółka naszym zdaniem jest tania na poziomie EV/EBITDA i relatywnie bezpieczna (oczekiwana poprawa wyników, wczesny etap cyklu budowy, na którym funkcjonuje Ulma). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Poprawa wyników po słabym 1Q10

Prezes Andrzej Kozłowski w wywiadzie udzielonym gazecie Parkiet zapowiedział, że po zanotowaniu straty w pierwszym kwartale (4 mln PLN) Spółka w drugim kwartale odrabiała straty. Prezes liczy również, że druga połowa roku przyniesie dalszą poprawę sytuacji. Spółka w zeszłym roku z powodu osłabienia koniunktury w budownictwie mieszkaniowym i kubaturowym podjęła decyzję o redukcji kosztów. Zamkniętych zostało siedem magazynów, a Grupa znacznie zredukowała zatrudnienie. Na sprzedaż wystawiona została Spółka Ulma System. Prezes liczy, że zainteresowanie mogłoby się pojawić ze strony spółek nie działających jeszcze na rynku polskim lub firm z branży metalowej. Jeśli nie uda się sprzedać całego zakładu Prezes zapowiada sprzedaż „po kawałku”.



Unibep (Akumuluj)

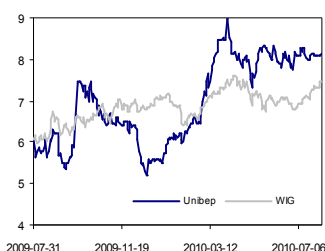
Cena bieżąca: 8,12 PLN

Cena docelowa: 9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	681,3	73,5%	697,3	2,3%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	31,4	-6,1%	29,3	-6,7%	28,2	-3,8%	MC (cena bieżąca)	275,5
marża EBITDA	6,6%	8,0%		4,3%		4,0%		EV (cena bieżąca)	310,9
EBIT	31,8	26,6	-16,1%	24,3	-9,0%	23,1	-4,9%	Free float	27,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	19,6	10,1%	19,0	-3,0%		
P/E	10,0	15,5		14,1		14,5		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	9,4	12,2		11,2		11,4		Zmiana ceny: 6m	35,6%
P/BV	2,7	2,5		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	41,0%
EV/EBITDA	6,6	8,9		10,6		10,7		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	0,0	1,2		0,0		0,7		Min (52 tyg.)	5,2



Pozytywnie oceniamy podniesienie prognoz wyników spółki na poziomie zysku netto (z 20 do 22 mln PLN). Sądzymy, że nasze prognozy również będą na poziomie rentowności podlegać korekcie w górę. Główną szansą dla Unibepu jest naszym zdaniem poprawa marż w segmencie budownictwa w przypadku pozyskiwania nowych kontraktów. Obecne przychody wyników w segmencie zakładają relatywnie niską marżę (1,5% netto), co związane jest z deficytem portfela zleceń Unibepu na przełomie 2008 i 2009 roku i spowodowanego nim pozyskiwania kontraktów po niskich cenach. Sądzymy, że w 2012 roku marże z działalności budowlanej ulegną poprawie (3% netto), co przy kontynuacji działalności deweloperskiej (wyniki z nowego, przejętego projektu mieszkaniowego) pozwoli na wygenerowanie w 2012 roku jednocyfrowego P/E. Pozytywnie oceniamy wypełnienie się portfela zleceń Unibepu i związane z tym bardziej konserwatywnego podejścia spółki do pozyskiwania nowych zleceń. Uważamy również, że podniesienie prognoz to pozytywny sygnał wskazujący na brak problemów na realizowanych zleceniach budowlanych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Korekta prognozy zarządu

Unibep opublikował korektę prognozy zarządu wyników spółki w 2010 roku. Oczekiwane przychody wzrosły z 607 do 680 mln PLN (DI BRE: 681,3 mln PLN), zaś oczekiwany zysk netto z 20 mln PLN do 22 mln PLN (DI BRE: 19,6 mln PLN).

Kontrakty mieszkaniowe za 100 mln PLN

Prezes Unibepu zapowiada podpisanie w ciągu miesiąca kontraktów z segmentu mieszkaniowego na kwotę 100 mln PLN. Do realizacji prognozy (680 mln PLN przychodów) spółce brakuje jeszcze 10-20 mln PLN. Przy założeniu, że w życie wejdzie druga część umowy rosyjskiej, portfel zamówień na rok 2011 wyniósłby 540 mln PLN.

Umowa na realizację osiedla mieszkaniowego za 39 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt ze spółką Rogowski Budownictwo na realizację osiedla 1000-lecia w Białymstoku. Wartość kontraktu to 39 mln PLN (5,7% prognozowanych przychodów na rok 2010). Kontrakt będzie realizowany do końca kwietnia 2012.

Kontrakt Norweski za 13,5 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt na budowę 2 3-piętrowych budynków w Stavanger, Norwegia. Budynki będą wykonane w technologii paneli drewnianych. Wartość umowy to około 13,5 mln PLN (2% prognozowanych przychodów na rok 2010). Realizacja rozpocznie się w listopadzie 2010, a zakończy w lipcu 2011.

Unibep sam sobie zleca budowę nowego projektu deweloperskiego

Unibep podpisał umowę z niedawną przejętą spółką GN Invest o wartości 55,6 mln PLN netto (9,6% przychodów prognozowanych na rok 2010). Umowa przewiduje budowę osiedla mieszkaniowego w Warszawie. Prace rozpoczną się na początku sierpnia i potrwać do października przyszłego roku. Koszt budowy 1 m2 wg. umowy to 3475 PLN/m2. Przychody z działalności budowlanej będą podlegać wyłączeniu i zostaną wykazane przez firmę GN Invest dopiero w momencie przekazania wybudowanych lokali klientom.

Deweloperzy

Wyniki sprzedaży mieszkań nie rosły w Q2 2010

Drugi kwartał nie przyniósł istotnego wzrostu wyników sprzedaży w branży. Zgodnie z szacunkami DI BRE, Dom Development sprzedał w Q2 2010 około 310 mieszkań (Q1 2010: 342). Prezes tłumaczy, że o niższych wynikach zdecydował słabszy czerwiec. Drugie miejsce utrzymało J.W., sprzedając 270 mieszkań brutto wobec 286 w Q1 2010. Deweloper jednak nie wprowadzał ostatnio nowych mieszkań do oferty. Gant sprzedał 235 mieszkań. Polnord zaś po II kwartałach 2010 sprzedał 280 lokali. Prezes deklaruje, że nie widzi problemu, aby we wrześniu sprzedać około 100 lokali. Ronson w Q2 2010 sprzedał 73 lokale (Q1: 85), Marvipol zaś 34 (Q1: 83).

Zapowiedź dobrych wyników sprzedaży mieszkań w lipcu

Z rynku napływają dobre wiadomości o sprzedaży mieszkań w lipcu, czyli w środku okresu wakacyjnego. Dyrektor ds. sprzedaży Polnordu, oczekuje, że wyniki sprzedaży mieszkań w lipcu będą lepsze niż w maju i czerwcu. Gant w lipcu sprzedał 60 lokali, czyli mniej niż w czerwcu, zaś prawie tyle, co w maju i kwietniu tego roku. Zdaniem prezesa Ganta, ludzie wykorzystują urlop na zakup mieszkania, w obawie o wpływ rekomendacji T. Od 23 sierpnia wchodzi przepisy wymagające co najmniej 20% wkładu własnego przy kredycie długoterminowym. Przedstawiciel Expandera mówi, że sprzedaż w lipcu nie różni się istotnie od sprzedaży w maju i czerwcu i porównuje rok 2010 do roku 2006, kiedy wchodziła w życie rekomendacja S. Eksperti przyznają jednocześnie, że banki na znajdują sposobu, aby obejść regulację rekomendacji T i udzielać kredytów na 100% wartości nieruchomości.

Echo Investment

Rozstrzygnięcie przetargu na nabycie nieruchomości za 63 mln PLN

W wyniku rozstrzygnięcia przetargu przez Komisję Przetargową Przedsiębiorstwa Budownictwa Uprzemysłowanego Warszawa Północ, spółka Echo Investment została wybrana jako nabywca prawa użytkowania wieczystego nieruchomości położonej w W-wie przy ul. Konstruktorskiej. Nieruchomość ma powierzchnię 73,6 tys. m², spółka chce na niej zbudować zabudowę mieszkalno-biurową o powierzchni 60 tys. m². Cena zakupu to 63 mln PLN (1050 PLN/m² powierzchni).

Gant Development

Wyniki sprzedaży mieszkań w czerwcu

Gant Development sprzedał brutto w czerwcu 132 mieszkania, zaś uwzględniając 7 rezygnacji: 125 lokali netto. Sprzedawały się głównie mieszkania w Warszawie i Wrocławiu. Zarząd spółki wzrost popytu tłumaczy przesunięciem transakcji z kwietnia i maja oraz wzrostem oferty dewelopera. W maju Gant sprzedał 52 lokale, zaś w całym Q2 2010: 230 mieszkań. W całym 2010 roku deweloper pragnie sprzedać 994 lokale.

Emisja aportowa za 27,8 mln PLN

WZA Ganta wyraziło zgodę na emisję 1,158 mln akcji o wartości 27,8 mln PLN w zamian za udziały w Spółce Mieszkaniowej Dom. Cena emisyjna akcji to 24,04 PLN. Przejmowane aktywa to mieszkania pozakładowe, aktywo porównywalne do posiadanych przez spółkę lokali w Bytomiu i Piekarach Śląskich. Zgodnie z naszymi informacjami, stan techniczny mieszkań w Katowicach jest lepszy, niż lokali w Bytomiu i Piekarach. Mieszkania zostają przejęte wraz z lokatorami.

LC Corp

Zmiana planu zagospodarowania w Katowicach

Katowice zmieniły plan zagospodarowania, dotyczący działki o powierzchni 10,4 ha przy ul. Ceglanej. Do tej pory plan dopuszczał biura, niewielkie obiekty handlowe, obiekty sportowe i tereny zielone. Obecnie plan dopuszcza na około 2/3 obszaru na zabudowę mieszkaniową i usługową. W pasie północnym, od strony ulicy Ceglanej, możliwa będzie zabudowa 7-kondygnacyjna, im dalej na południe, tym budynki mają być niższe, aż do zabudowy 4-kondygnacyjnej. Budowa osiedla LC Corp mogłaby najwcześniej ruszyć w 2011 roku. Zmianę planu zagospodarowania otrzymało również J.W. Construction, dla działki przy ul. Chrobrego, gdzie mają powstać lokale popularne.

NFI Octava

Rozbudowa CH Magnolia we Wrocławiu

NFI Octava informuje, że spółka zależna Legnicka Development podpisała umowę najmu z Castoramą. Umowa została zawarta na okres 10 lat, a jej szacunkowa łączna wartość wynosi 9,8 mln EUR. Umowa pozwoli na rozpoczęcie budowy 1-ej części rozbudowy CH Magnolia. W ramach niej powstanie sklep Castoramy wraz z zlokalizowanym nad nim 3-poziomowym parkingiem.

Plaza Centers

Program emisji obligacji

Plaza Centers ogłosiła program emisji obligacji do kwoty 300 mln PLN.

Ronson Development

Wyniki sprzedaży mieszkań w Q2 2010

W czerwcu Ronson sprzedał 28 lokali, w całym Q2 2010: 73 lokale, zaś w I półroczu 2010: 158 mieszkań. Na początku 2010 roku spółka miała w ofercie 270 lokali. Spółka oczekuje poprawy wyników sprzedaży wraz z wprowadzeniem kolejnych projektów do oferty w II półroczu 2010.



Dom Development (Akumuluj)

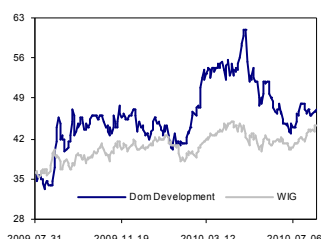
Cena bieżąca: 47 PLN

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 (mln)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	1 154,3
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 408,4
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	14,4		43,1		13,8		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/CE	8,3	14,0		40,2		13,4		Zmiana ceny: 6m	14,7%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	32,1%
EV/EBITDA	8,5	12,7		31,3		11,0		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	4,3	1,7		0,6		1,8		Min (52 tyg.)	33,2



Nasze postrzeganie spółki w ciągu miesiąca nie uległo zmianie. Oczekujemy, że w Q2 2010 deweloper sprzeda 310 lokali, w porównaniu do 342 w Q1 2010. Niższe wyniki sprzedaży są spowodowane wysoką bazą (bardzo dobre wyniki sprzedaży w Q1 2010) oraz skutkami powodzi (chwilowe wyhamowanie sprzedaży w projektach znajdujących się w pobliżu Wisły – Adria i Saska). Kurs akcji Dom Development zdyskontował już naszym zdaniem pogorszenie wyników sprzedaży mieszkań w Q2 2010. Mimo to, prognozy na rok 2012 są naszym zdaniem aktualne, podobnie jak oczekiwany wzrost wyników sprzedaży powyżej 500 sprzedanych lokali kwartalnie. Efektywność sprzedaży (sprzedaż / wielkości oferty) raczej już nie wzrośnie, na jesieni jednak wzrośnie sama oferta. Na tle branży Dom Development ma bardzo dobrze przygotowane do uruchomienia nowe projekty. Uruchamiając sprzedaż w zupełnie nowych lokalizacjach spółka będzie w stanie zwiększyć sprzedaż. Oczekujemy uruchomienia: Gocławia na jesieni, Targówka i Wrocławia na początku 2011 roku. Na początku 2011 roku mogą też ruszyć nowe projekty na lewym brzegu Wisły. Sądzymy, że już przy okazji wyników Q2 2010 zarząd spółki może poinformować o dokonanych zakupach. Pozostałe projekty w 2011 roku będą kontynuowane (nowe etapy). Podsumowując, Dom Development notowany jest z premią do BV, ale posiada jednocześnie dwa atuty: bardzo dobrze przygotowane inwestycje i bardzo dużą płynność. Na tle branży, gdzie większość graczy posiada zbyt dużo ziemi i zbyt małą płynność, Dom Development bardzo efektywnie wykorzystuje swoje aktywa. Prognozy wyników finansowych na rok 2012 zakładają: P/E = 8,9, EV/EBITDA=6,0, gotówka netto = 284,8 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



GTC (Trzymaj)

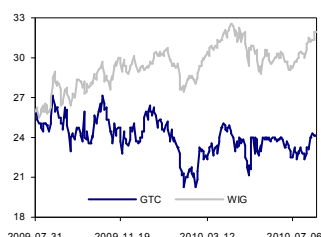
Cena bieżąca: 24,11 PLN

Cena docelowa: 23,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(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 (mln)	219,4
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%	MC (cena bieżąca)	5 289,1
marża EBITDA	248,2%	-77,8%		141,9%		166,2%		EV (cena bieżąca)	10 357,2
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	8,0			7,2		7,5		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	8,0			7,2		7,5		Zmiana ceny: 6m	10,8%
P/BV	1,2	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-3,6%
EV/EBITDA	7,6			9,4		8,7		Max (52 tyg.)	27,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,3



Podtrzymujemy opinię, że GTC jest jednym z najdroższych deweloperów notowanych na GPW. Spółka ma walory defensywne, jednak nie dostrzegamy czynników, które mogłyby wykreować w przypadku GTC istotny potencjał wzrostowy kursu. Kurs akcji spółki dyskontuje spadek yieldów oraz program inwestycyjny do końca 2012 roku. Pomimo optymistycznych raportów rynkowych, sądzimy, że agencje wyceniające nieruchomości komercyjne zachowują cały czas daleko idącą wstrzemięźliwość. Nie oczekujemy znaczących pozytywnych zaskoczeń z tytułu dodatkowej wyceny nieruchomości po I półroczu. Istnieje ryzyko, że na koniec 2010 roku dodatnie wyceny będą niższe, niż szacuje konsensus. Sądzymy, że w obecnym środowisku gospodarczym nie można raczej oczekiwać deficytu powierzchni komercyjnej. Aby deficyt wystąpił, potrzebny byłby bardzo wysoki wzrost gospodarczy w regionie (wzrost PKB rzędu 5-6%), co raczej nie nastąpi. Na rynku nadal jest wiele „zamrożonych” projektów, które mogą być uruchomione, pod warunkiem pozyskania przez deweloperów umów wynajmu. W efekcie, podaż jest naszym zdaniem w stanie podążać za popytem. Czynsze transakcyjne w ciągu ostatnich miesięcy wzrosły, jednak z bardzo niskiego, „kryzysowego” poziomu, który nie zapewniał rozsądnej rentowności nowych inwestycji. Czynsze w wielu starych umowach najmu GTC są znacznie wyższe, niż czynsze rynkowe w porównywalnych lokalizacjach. Przykładowo, czynsze w zlokalizowanych na Mokotowie budynkach Platinum 1 i 2 wynoszą około 21 EUR/m², co obecnie odpowiada dolnej granicy czynszów transakcyjnych w centrum Warszawy. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Bez istotnych przeszacowań nieruchomości w I półroczu?

Członek zarządu GTC jest zdania, że zmiana stóp kapitalizacji i oczekiwanych stawek czynszów zbilansowała się w I półroczu 2010. Ewentualne przeszacowania portfela nieruchomości GTC nie powinny mieć więc istotnego wpływu na wyniki spółki za I półrocze 2010.

Podpisanie umowy ws. CH na Wilanowie

Polnord podpisał umowę z GTC, w ramach której GTC nabył 50% udziałów w spółce Centrum Handlowe Wilanów. Powierzchnia działki, na której powstanie CH o powierzchni 60 tys. metrów powierzchni wynajmu to 75 tys. m². Polnord i GTC szacują, że koszt realizacji obiektu sięgnie 170 mln EUR, zaś jego wartość po wybudowaniu powinna sięgać 250 mln EUR (marża: 32%). Termin rozpoczęcia prac budowlanych jest zależny od wydania przez Urząd Miasta Stołecznego Warszawy niezbędnych decyzji administracyjnych. Otwarcie obiektu jest planowane w 2013 roku.

Zapytania dotyczące CH na Wilanowie

Członek zarządu GTC przyznaje, że pomimo, że budowa centrum handlowego na Wilanowie się nie rozpoczęła, spółka otrzymuje już zapytania od najemców. Konsorcjum nie powinno mieć problemu z pozyskaniem finansowania dla wycenianego na 170 mln EUR projektu. Banki też się do spółki zgłaszają, gdyż projekt kojarzy się z prestiżem oraz niskim ryzykiem inwestycyjnym.

Zgoda UOKiK w sprawie budowy CH na Wilanowie

UOKiK wyraził zgodę w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie przez GTC i Polnord.



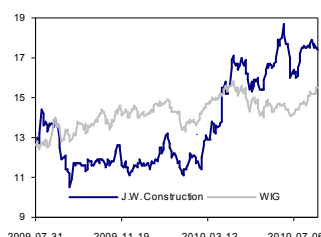
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,39 PLN Cena docelowa: 16,4 PLN

Analityk: 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 (mln)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	243,4	59,2%	207,6	-14,7%	MC (cena bieżąca)	940,3
marża EBITDA	22,0%	21,4%		30,3%		46,8%		EV (cena bieżąca)	1 383,3
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	9,4	9,4		5,7		6,6		Zmiana ceny: 1m	7,3%
P/CE	8,0	8,2		5,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	53,9%
P/BV	2,9	2,3		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	36,7%
EV/EBITDA	10,0	9,9		5,7		7,8		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,5



J.W. na koniec Q1 2010 posiadało aż 3792 mieszkania w starych projektach, pozostające do rozpoznania w wynikach 2010 i 2011 roku. Większość z tych mieszkań znalazła już nabywców, w ofercie dewelopera znajduje się obecnie około 1500 lokali. Tak duża liczba pozostałych do przekazania lokali to wynik bardzo dużej liczby rozpoczętych projektów w latach 2007-2008. Podobna skala działalności nie jest powtarzalna w kolejnych latach, głównie z uwagi na ograniczone zasoby finansowe oraz plany budowy obiektów komercyjnych. Oddania 3792 mieszkań zagwarantują bardzo dobre wyniki w latach 2010-2011, w tym bardzo niskie P/E. Zwracamy jednak uwagę, że tak niskie P/E jest już obecnie w cenach. Duża liczba pozostałych do przekazania mieszkań jest uwzględniona w: wysokim wskaźniku P/BV oraz zobowiązaniach od klientów z tytułu zakupu mieszkań. Zwracamy uwagę również na zmianę standardów księgowości (wg MSR 18 wyniki 2007 i 2008 nie byłyby już tak dobre) oraz relatywnie wysokie EV/EBITDA 2011, 2012 i 2013. Model DCF, w porównaniu do prostej wyceny wskaźnikowej, w pełni odzwierciedla specyfikę spółki (bardzo dużo mieszkań do przekazania). Stosunkowo neutralnie oceniamy rozwiązanie umowy joint-venture w zakresie budowy obiektu hotelowo-komercyjno-apartamentowego we Wrocławiu. Czynnikiem ryzyka pozostaje stosunkowo słabe przygotowanie nowych inwestycji do uruchomienia. Z uwagi na cenę akcji zbliżoną do naszej zaktualizowanej wyceny, podtrzymujemy rekomendację neutralną. Uważamy, że większość pozostałych deweloperów mieszkaniowych posiada większy potencjał wzrostu kursu akcji.

Plany zakupu gruntów, nie dla inwestycji we Wrocławiu

J.W. Construction ostatecznie nie zaangażuje się w budowę inwestycji we Wrocławiu, na którą składał się m.in. hotel Hilton. Przyczyną jest brak porozumienia w kwestii przeprowadzenia prac budowlanych przez spółkę J.W. Construction. Pieniądze zarezerwowane na inwestycję J.W. chce przeznaczyć na sfinansowanie okazjonalnych zakupów działek budowlanych. Deweloper ma na oku nieruchomości w lewobrzeżnej Warszawie, w Gdańsku, we Wrocławiu i Krakowie. W Warszawie spółka najbliższa jest przejęcia gruntu na Woli, na którym mogłoby stać kilka tysięcy mieszkań. W grę wchodzi jeszcze 2-3 inne projekty w stolicy, które mają niezbędne zezwolenia, umożliwiające ich uruchomienie jeszcze w tym roku. We Wrocławiu w grę wchodzi przejęcie spółki posiadającej grunty w trzech bardzo atrakcyjnych lokalizacjach. Zdaniem głównego akcjonariusza, na rynku zaczęły się pojawiać atrakcyjne oferty sprzedaży gruntów od zagranicznych firm, które obecnie sprzedają działki zakupione w okresie prosperity znacznie drożej.

Umożnienie akcji własnych

J.W. Construction poinformowało o umorzeniu 625 tys. akcji własnych. Wartość rynkowa pakietu to 10,2 mln PLN (1,1% kapitalizacji spółki).

Uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału

J.W. podjęło uchwałę o warunkowym podwyższeniu kapitału w wyniku emisji 6,9 mln nowych akcji (12,6% bieżącej liczby akcji). W związku z emisją obligacji niezabezpieczonych, nie należy spodziewać się w najbliższym czasie emisji obligacji zamiennych na akcje. Uchwała była przygotowana w związku z planem emisji obligacji zamiennych i obecnie nie znajduje uzasadnienia.



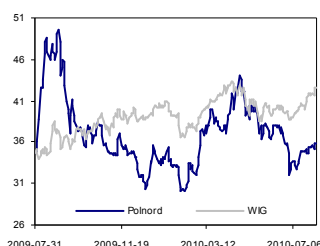
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 35,75 PLN Cena docelowa: 51,6 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 (mln)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%	MC (cena bieżąca)	790,5
marża EBITDA	27,8%	48,3%		14,6%		32,2%		EV (cena bieżąca)	1 219,8
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	8,3	12,4		23,1		11,6		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	8,1	12,0		21,9		11,3		Zmiana ceny: 6m	16,9%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-7,8%
EV/EBITDA	11,4	13,6		20,2		14,4		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



Nadal uważamy, że wycena Polnordu jest bardzo niska. Trudno jednoznacznie wypowiedzieć się, jak prezentuje się płynność Prokomu. Możliwości transferu środków z Polnordu do Prokomu skutecznie ograniczają uregulowania związane z emisją obligacji zamiennych. Na transakcje z podmiotami powiązanymi muszą wyrazić zgodę obligatariusze, w przeciwnym razie mogą żądać wykupu papierów. Kompromis w sprawie wielkości dywidendy jest naszym zdaniem wiadomością pozytywną. Spółka notowana jest z dużym dyskontem do wartości księgowej $P/BV = 0,7$. Część majątku faktycznie została przeceniona w górę, co może budzić wątpliwości, z drugiej strony jednak, spółka nadal posiada grunty pod drogi, których wartość księgowa nie przekracza 70 PLN/m² (0 PLN/m² + skapitalizowane opłaty za użytkowanie wieczyste). Wartość rynkowa m² gruntów pod drogi może sięgać 700-1000 PLN/m². Obecnie Polnord jest w sporze z miastem Warszawa w sprawie wypłaty odszkodowań, niemniej, w roku 2009 konkurencyjny deweloper DiE otrzymał odszkodowanie za grunty pod drogi. W długim terminie wartość księgowa gruntów na Wilanowie (900-1000 PLN/PUM) jest niska i powinna pozwolić spółce realizować bardzo dobre wyniki finansowe. Duży bank ziemi to nie tylko obciążenie, ale i niższe wydatki na zakup gruntu (kapitał obrotowy) w najbliższych latach. Uważamy, że ten czynnik nie jest uwzględniany w wycenie spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Prezes Polnordu o wynikach sprzedaży

Prezes Polnordu przyznaje, że sprzedaż mieszkań w lipcu wygląda zachęcająco. Prezes oczekuje, że druga połowa roku będzie zdecydowanie lepsza niż pierwsza, w której Polnord sprzedał 336 mieszkań brutto i miał 64 rezygnacje. Prezes ma nadzieję, że w II połowie roku spółka zbliży się do sprzedaży 100 mieszkań miesięcznie. Prezes przyznaje, że na rynku najlepiej sprzedają się lokale małe i tanie, choć istnieją od tego odstępstwa, jak na przykład projekt spółki w Sopocie. Wzrost popytu na mieszkania o podwyższonym standardzie ma się pojawić dopiero w II połowie 2011 roku. Prezes nie oczekuje wzrostu cen w ciągu najbliższych miesięcy. Do końca roku spółka rozpocznie projekt w Lublinie, w ramach I etapu powstanie tam 200 mieszkań. Zarząd negocjuje zakup kolejnych działek – m.in. 2,5 ha w Gdańsku oraz gruntów w Katowicach i Krakowie.

Polnord sprzedał w czerwcu 69 mieszkań

W czerwcu Polnord sprzedał brutto 69 lokali, miał też 9 rezygnacji. Dyrektor sprzedaży i marketingu spółki tłumaczy, że Polnord w maju poszerzył ofertę o inwestycję w Szczecinie i Sopocie. W czerwcu do oferty dołączyły 3 kolejne inwestycje: nowy etap Osiedla Tęczowy Las, inwestycja w Gdańsku przy ul. Myśliwskiej oraz inwestycja we Wrocławiu. Od początku roku Polnord sprzedał brutto 336 lokali (netto: 272).

Kolejne projekty PPP Polnordu?

Polnord liczy na uchwalenie planu zagospodarowania na Wyspie Spichrzów w październiku b.r. Pozwoliłoby to podpisać umowę z miastem jeszcze przed końcem roku. W joint-venture Polnord ma mieć 51% udziałów. Spółka szuka szans na realizację projektów w ramach PPP z innymi miastami. W sierpniu rozpoczną się rozmowy z Gdynią w sprawie dużego miastotwórczego projektu. Projekt ma być realizowany na gruntach należących do PKP.

Dywidenda nie nadwątli finansów

Prezes Polnordu przyznaje, że planowana dywidenda w wysokości 19 mln PLN nie nadwątli finansów spółki. Dywidenda zostanie sfinansowana ze środków własnych. W kolejnych latach dywidenda ma wynosić około 30% zysku spółki.

ZWZ za dywidendą 0,86 PLN na akcję

Zwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy podjęło decyzję o przeznaczeniu z zysku za ubiegły rok 19,1 mln PLN na dywidendę, co daje 0,86 PLN na akcję (2,6% DY). Dzień ustalenia prawa do dywidendy ustalono na 26.07.2010, a termin wypłaty dywidendy na 09.08.2010. Decyzja jest zgodna z zapowiedzią prezesa, który obiecywał kompromis w sprawie wielkości dywidendy.

Polnord chce przyspieszyć realizację Wyspy Spichrzów

Polnord poinformował o planach przyspieszenia realizacji projektu na Wyspie Spichrzów w Gdańsku. Dwa pierwsze etapy inwestycji mogłyby być realizowane równolegle i zakończyć się w połowie 2012 roku. Dotychczas inwestycja związana z wyspą Spichrzów planowana była na rok 2014. Jeśli Spółka rozpocznie realizację pierwszych dwóch etapów na wiosnę 2011 to mogą być one gotowe w połowie 2012 roku – poinformował Prezes Wojciech Ciurzyński. Pierwsze dwa etapy inwestycji realizowane będą wraz z miastem przez spółkę zależną. Prezes zakłada, że wkład Polnordu wyniesie 59 mln PLN, zaś miasto 59 mln PLN, a banki udzielą kredytu o wartości 100-120 mln PLN. W kolejnych miesiącach spółka rozpocznie również budowę 400 mieszkań, co na koniec 2010 roku da 2100 mieszkań. Prezes dodał, że jak na razie Spółka nie planuje kolejnej emisji obligacji zamiennych.

Nowe planowane projekty

Prezes Polnordu zapowiada kolejne inwestycje komercyjne. Spółka ma w planach budowę trzech hoteli – na Wyspie Spichrzów w Gdańsku, w Sopocie i na Wilanowie (3,5 – gwiazdkowy, na 160-180 pokoi). Spółka pracuje też nad projektem budowy biurowca o powierzchni 20 tys. m² w Gdańsku-Oliwie. Są szanse na uruchomienie projektu jeszcze w tym roku. Udział dewelopera w przedsięwzięciu wyniesie ma 50%.

Podpisanie umowy ws. CH na Wilanowie

Polnord podpisał umowę z GTC, w ramach której GTC nabył 50% udziałów w spółce Centrum Handlowe Wilanów. Powierzchnia działki, na której powstanie CH o powierzchni 60 tys. metrów powierzchni wynajmu to 75 tys. m². Polnord i GTC szacują, że koszt realizacji obiektu sięgnie 170 mln EUR, zaś jego wartość po wybudowaniu powinna sięgać 250 mln EUR (marża: 32%). Termin rozpoczęcia prac budowlanych jest zależny od wydania przez Urząd Miasta Stołecznego Warszawy niezbędnych decyzji administracyjnych. Otwarcie obiektu jest planowane w 2013 roku.

Zapytania dotyczące CH na Wilanowie

Członek zarządu GTC przyznaje, że pomimo, że budowa centrum handlowego na Wilanowie się nie rozpoczęła, spółka otrzymuje już zapytania od najemców. Konsorcjum nie powinno mieć problemu z pozyskaniem finansowania dla wycenianego na 170 mln EUR projektu. Banki też się do spółki zgłaszają, gdyż projekt kojarzy się z prestiżem oraz niskim ryzykiem inwestycyjnym.

Zgoda UOKiK w sprawie budowy CH na Wilanowie

UOKiK wyraził zgodę w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie przez GTC i Polnord.

Korekta ceny docelowej

W związku z upływem dnia dywidendy skorygowaliśmy cenę docelową o wielkość dywidendy, tzn. o 0,86 PLN na akcję.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

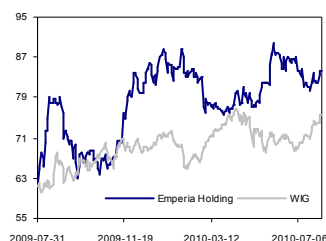
Cena bieżąca: 84,45 PLN Cena docelowa: 81,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 276,5
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 637,2
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	21,6	18,7		16,6		14,9		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	11,4	9,7		8,4		7,3		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	24,3%
EV/EBITDA	10,3	9,2		8,7		7,8		Max (52 tyg.)	89,8
Dywidenda (%)	1,0	0,7		0,8		0,9		Min (52 tyg.)	61,3



Akcje Emperii w lipcu zachowywały się gorzej od szerokiego rynku, co można tłumaczyć słabymi odczytami GUS dotyczącymi sprzedaży detalicznej i oczekiwaniami słabszej dynamiki zysków w porównaniu z poprzednim kwartałem tego roku. W naszej opinii Spółka w 2Q odczuła negatywne skutki powodzi i żałoby narodowej, tak więc w kolejnych miesiącach roku będzie musiała nadrobić zaległości sprzedażowe aby sprostać naszej rocznej prognozie. Utrzymujemy neutralną rekomendację.



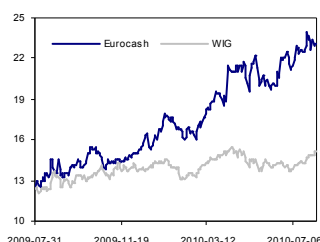
Eurocash (Redukuj)

Cena bieżąca: 23,15 PLN Cena docelowa: 18,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	3 121,0
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	2 876,9
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	38,6	30,4		24,9		20,2		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/CE	25,0	20,6		18,2		15,3		Zmiana ceny: 6m	38,6%
P/BV	10,7	8,5		7,1		5,9		Zmiana ceny: 12m	83,7%
EV/EBITDA	18,6	15,2		13,1		10,7		Max (52 tyg.)	23,9
Dyid (%)	1,3	1,3		1,7		2,0		Min (52 tyg.)	12,5



Kurs Eurocash notuje kolejne rekordowe poziomy, mimo iż w naszej opinii wycena Spółki jest już mocno wymagająca. Inwestorzy prawdopodobnie liczą na dobre wyniki kwartalne, a po ostatniej bardzo pozytywnie odebranej akwizycji hurtowych spółek CEDC oczekują kolejnych tego typu transakcji. Naszym zdaniem przy tych poziomach cenowych potencjał do pozytywnych zaskoczeń jest już mocno ograniczony i utrzymujemy rekomendację redukuj.

Umowa przedwstępna zakupu spółki Pol Cater

Zarząd Eurocash zawarł umowę przedwstępną zakupu 100% udziałów w spółce Pol Cater Holding od Dansk Cater. Eurocash zamierza sfinansować tą akwizycję z dostępnych środków własnych. Pol Cater poprzez spółkę zależną Dania Fast Food sp. z o.o. (DFF) jest jednym z czołowych dystrybutorów towarów FMCG do segmentu HoReCa w Polsce. Głównymi klientami są sieci restauracji i niezależne restauracje, firmy cateringowe oraz sieci stacji benzynowych. DFF prowadzi dystrybucję towarów poprzez siedem centrów dystrybucyjnych zlokalizowanych w Warszawie, Krakowie, Katowicach, Poznaniu, Łodzi i Gdańsku oraz zatrudnia ok. 170 osób. W okresie 12 miesięcy zakończonych 30 września 2009 r. DFF osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 92 mln zł, a w okresie 1 października 2009 – 30 marca 2010 r. sprzedaż DFF wyniosła 70 mln zł.



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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

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
pawel.szczepanik@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:

Action

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-12-22	2010-03-05	2010-04-07	2010-07-05
kurs z dnia rekomendacji	15,98	17,91	22,00	17,10
WIG w dniu rekomendacji	39583,42	39885,37	43562,01	39805,41

Bogdanka

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-12-15	2010-02-03	2010-05-06	2010-05-19
kurs z dnia rekomendacji	70,00	77,00	70,90	72,45
WIG w dniu rekomendacji	39769,97	39904,02	41287,90	41562,65

Budimex

rekomendacja	Akumuluj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2010-01-06	2010-03-29	2010-07-05
kurs z dnia rekomendacji	75,75	96,60	89,90
WIG w dniu rekomendacji	41052,00	42395,54	39805,41

Centrum Klima

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-11-06	2010-04-07	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	11,50	13,14	12,00
WIG w dniu rekomendacji	43562,01	43562,01	41287,90

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-11-12	2009-12-02	2010-02-03	2010-03-25
kurs z dnia rekomendacji	14,19	13,88	14,90	15,79
WIG w dniu rekomendacji	39879,92	39905,57	39904,02	41790,34

ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-12-02	2010-01-19	2010-02-19	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	714,00	739,00	663,50	766,00
WIG w dniu rekomendacji	39905,57	41256,40	38586,52	43562,01

Lotos

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-11-04	2009-11-06	2009-12-01	2010-03-02	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	26,70	27,92	31,94	27,51	31,40
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	38863,29	39581,49	38986,09	43562,01

Millennium

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-11-10	2009-12-02	2010-01-19	2010-02-11	2010-04-07	2010-04-27
kurs z dnia rekomendacji	4,19	4,70	4,49	3,90	4,45	4,84
WIG w dniu rekomendacji	39683,10	39905,57	41256,40	37786,61	43562,01	43664,78



PZU

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2010-05-11
kurs z dnia rekomendacji	312,50
WIG w dniu rekomendacji	41453,12

Rafako

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2010-02-03	2010-03-12	2010-05-20	2010-06-02	2010-07-05
kurs z dnia rekomendacji	11,14	13,55	12,60	13,30	11,95
WIG w dniu rekomendacji	39904,02	41004,33	40441,73	40931,54	39805,41

TVN

rekomendacja	Akumuluj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-11-04	2009-11-09	2009-11-10	2009-12-02	2010-02-22	2010-05-19
kurs z dnia rekomendacji	13,87	14,10	13,65	12,55	15,30	18,00
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	38524,56	39683,10	39905,57	38586,52	41562,65

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

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

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.