

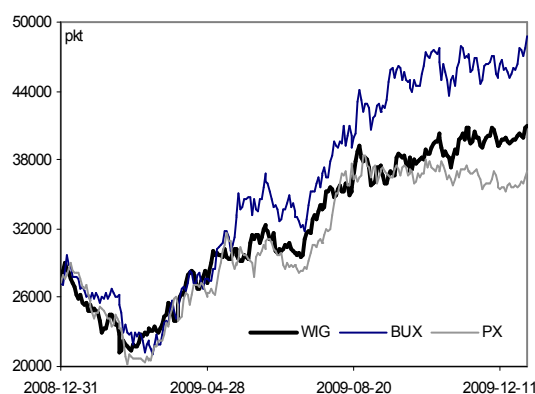
6 stycznia 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	41 052
Średnie P/E 2010	13,4
Średnie P/E 2011	11,9
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 387 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Styczeń 2010

Rynek akcji

Naszym zdaniem styczeń wyznaczy średnioterminowy szczyt na WIG20 (2500-2550) a w kolejnych miesiącach czeka nas długo wyczekiwana korekta (-10-15%). Bezpośrednim powodem spadków będą rosnące oczekiwania dotyczące przyszłych podwyżek stóp procentowych przede wszystkim w USA (wpływ zamykania *carry trade*). Będzie temu towarzyszyć napływ pozytywnych danych makro i dobrych wyników spółek. Rozczarowanie może pojawić się w przypadku banków amerykańskich, które już wcześniej sygnalizowały rosnące problemy z kredytami hipotecznymi. W związku z tym rekomendujemy przeważanie spółek defensywnych. Perspektywa całoroczna dla rynku akcji pozostaje pozytywna. Szczegóły w Strategii na 2010, która ukaże się w połowie stycznia.

Ze spółek

Banki. W 2010 roku wolumeny kredytów w sektorze wzrosną naszym zdaniem około 7%, przy depozytach rosnących o 8%. Banki powoli będą odbudowywały poziomy sprzedaży notowane w latach prosperity, co powinno sprzyjać poprawie przychodów. Przy stabilnych wydatkach i zahamowaniu trendu wzrostowego odpisów, można oczekiwać dość dynamicznego tempa odbudowy zysków.

Rafineryjno-gazowy. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla PGNiG, które dzięki sygnalizowanemu porozumieniu z Gazpromem powinno zanotować bardzo dobre wolumeny sprzedaży w 1Q'10 i rekordowe zyski. W ramach sektora rafineryjnego nadal zalecamy przeważanie PKN Orlen vs. Lotos.

Energetyka. W grudniu na europejskich giełdach energii listopadowe spadki cen udało się odrobić, ale nie poprawiło to notowań spółek energetycznych z regionu. Nadal pozostają one pod presją oczekiwanych dużych ofert IPO i zapewne w najbliższych tygodniach się to nie zmieni.

Media. Pozytywnie postrzegamy TVN. Potencjał wzrostowy widzimy również na Agorze choć w jej przypadku realizacja potencjału wzrostowego może naszym zdaniem nastąpić wolniej. Odrabiania strat ostatnich miesięcy oczekujemy po Cyfrowym Polsacie. Zalecamy trzymanie akcji WSiP.

Informatyczne. Oczekiwane przez nas w 2010 roku rozstrzygnięcia dużych przetargów publicznych powinny wspierać notowania Sygnyty i Asseco Poland. Wśród dystrybutorów sprzętu podtrzymujemy pozytywne nastawienie do AB, Actionu i Asbisu. Zalecamy trzymanie akcji Komputronika.

Budownictwo. Preferujemy spółki z ekspozycją na segment budownictwa energetycznego i drogowego (Rafako, Polimex, Mostostal Warszawa, Budimex) oraz wybrane małe spółki (Unibep). Zwracamy uwagę na zasoby gotówkowe wybranych firm, pozwalające na rozwój działalności w przyszłości.

Deweloperzy. Podtrzymujemy pozytywną opinię nt. perspektyw wzrostu kursów spółek deweloperskich w I połowie 2010 roku. Preferujemy spółki z zapewnionym finansowaniem nowych inwestycji i dyskontem do wartości aktywów (Polnord, J.W. Construction).

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Budimex (Akumuluj), Erbud (Akumuluj), Unibep (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Polimex Mostostal (Akumuluj), Trakcja Polska (Trzymaj), Ulma Construccione Polska (Trzymaj), ZA Puławy (Trzymaj).

Spis treści

1. Makroekonomia	3
2. Aktualne rekomendacje DI BRE	6
3. Statystyki rekomendacji	7
4. Banki.....	8
4.1. BZ WBK	15
4.2. Getin.....	16
4.3. Handlowy	18
4.4. ING BSK	19
4.5. Kredyt Bank	20
4.6. Millennium	21
4.7. Pekao	22
4.8. PKO BP	23
5. Paliwa, energetyka, chemia.....	24
5.1. CEZ	25
5.2. Ciech	26
5.3. Lotos	27
5.4. PGE.....	28
5.5. PGNiG	29
5.6. PKN Orlen	30
5.7. Police.....	31
5.8. ZA Puławy	33
6. Górnictwo węgla	34
6.1 LW Bogdanka	34
7. Telekomunikacja	35
7.1. Netia	36
7.2. TP SA	37
8. Media	38
8.1. Agora	38
8.2. Cyfrowy Polsat.....	39
8.3. TVN	40
8.4. WSiP	41
9. IT	42
9.1. AB.....	43
9.2. Action.....	44
9.3. Asbis	46
9.4. Asseco Poland	47
9.5. Komputronik.....	49
9.6. Sygnity	50
10. Metale	52
10.1. Kęty	52
10.2. KGHM	53
11. Budownictwo	54
11.1. Budimex	56
11.2. Centrum Klima	57
11.3. Elektrobudowa	58
11.4. Erbud	59
11.5. Mostostal Warszawa.....	60
11.6. PBG	61
11.7. Polimex Mostostal	62
11.8. Rafako	63
11.9. Trakcja Polska	64
11.10. Ulma Construcccion Polska	65
11.11. Unibep	66
12. Deweloperzy	67
12.1 Dom Development	68
12.2 J.W. Construction	69
12.3 Polnord	71
13. Handel	73
13.1. Emperia Holding	73
13.2. Eurocash	73
14. Inne	74
14.1. Mondi	74

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

W listopadzie produkcja przemysłowa wzrosła o 9,8% r/r, wobec jej spadku o 1,3% r/r w październiku. Po odsezonowaniu wzrost produkcji wyniósł 6,8% r/r wobec 0,6% r/r zanotowanych w październiku. Znaczny wzrost rocznego wskaźnika to wynik efektu bazy z 2008 roku (wtedy właśnie zanotowano pierwsze gwałtowne spadki produkcji przemysłowej), dodatniego efektu dni roboczych oraz znacznej poprawy produkcji pojazdów. Wzrosty w ujęciu rocznym zanotowano już w 26 z 34 sekcji, co coraz dobitniej świadczy o szerokim zakresie ożywienia w polskim przemyśle. Oceniamy, że spory wpływ na lepsze polskie dane może mieć dość gwałtowne ożywienie obserwowane w niemieckim przemyśle (także w zakresie realizowanych z opóźnieniem nowych zamówień), jednak to efekty bazowe będą najsilniej oddziaływać na roczny wskaźnik produkcji. Produkcja budowlano-montażowa okazała się w listopadzie wyjątkowo wysoka: 9,9% w ujęciu rocznym, po wzroście o 2,7% w październiku. Wygląda na to, że łagodne warunki pogodowe umożliwiły ciągłą realizację projektów infrastrukturalnych, które powinny być wsparciem dla inwestycji prywatnych (na razie ograniczanych) także w IV kwartale. Dane nie pozostawiają praktycznie złudzeń co do dynamiki PKB w IV kw. 2009. Według naszych szacunków przekroczy ona poziom 3% r/r. Podkreślamy, że nasza prognoza mocno kontrastuje z szacunkami choćby banku centralnego (1,5-1,6% r/r).

Ceny produkcji

Ceny produkcji przemysłowej spadły w ujęciu miesięcznym o 0,3%, co pozwoliło na utrzymanie dynamiki rocznej na poziomie 2,0% (konsensus rynkowy 2,2%). Uwagę zwraca ponownie brak rewizji poprzednio prezentowanych danych (co w ubiegłych miesiącach było prawdziwą plagą a rewizje sięgały kilku dziesiątych punktu procentowego). Może to oznaczać ogólny wzrost precyzji szacunku (mało prawdopodobne z uwagi na tak gwałtowną poprawę, bez jakichkolwiek sygnałów metodologicznych ze strony GUS) lub też zmniejszenie zmienności danych wyrażające się w bardziej gładkim przebiegu procesów cenowych w obrębie sekcji (bardziej prawdopodobne). Ceny w przetwórstwie przemysłowym zostały obniżone w ujęciu miesięcznym o 0,3% (po wzroście o 0,3% w październiku). Ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym nieoczekiwanie obniżyły się o 0,4% (tak duże obniżki w tej kategorii są raczej fenomenem rzadkim). Choć wskaźniki PMI sygnalizują powolny wzrost presji inflacyjnej na poziomie cen produkcji sprzedanej, na razie luka możliwości produkcyjnych i konkurencja pomiędzy przedsiębiorstwami jest na tyle silna, aby wprowadzać lekkie tendencje deflacyjne. Sytuacja nie powinna się istotnie zmienić w nadchodzących miesiącach a ceny i większa zmienność cen producentów będzie determinowana głównie przez czynniki egzogeniczne: ceny surowców oraz kurs złotego. Rozpędzanie się gospodarki będzie miało większy wpływ na odwrócenie tendencji w cenach producentów dopiero w 2010 roku.

Rynek pracy

W listopadzie roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 2,3% z 2,0% zanotowanych w październiku. Należy dodać jednak, że roczny wskaźnik zakłócony został przez przesunięcie wypłaty Barbórki w większości kopalni na grudzień (w roku 2008 wypłaty nastąpiły już na koniec listopada). Efekt ten okazał się dla całego agregatu silniejszy niż efekt bazy związany z rozpoczęciem na jesieni 2008 roku spowolnienia gospodarczego. Szacujemy natomiast, że już w listopadzie wzrosty płac w przetwórstwie mogły sięgnąć 5% r/r. W kolejnych miesiącach powinniśmy być świadkami dalszej poprawy rocznego wskaźnika wynagrodzeń (głównie ze względu na efekty bazy). „Prawdziwy” trend wzrostowy na płacach może jednak ukształtować się, biorąc pod uwagę modelowe opóźnienia, dopiero pod koniec 2010 roku. W listopadzie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do -2,2% wobec -2,4% w październiku. Prognoza okazała się tym samym równa naszym szacunkom i nieco wyższa od konsensusu rynkowego (-2,3% r/r). Co jednak ważniejsze, w ujęciu miesięcznym doszło do kolejnej stabilizacji zatrudnienia – dokładne rozbięcie sugeruje spadek liczby zatrudnionych w liczbach bezwzględnych o zaledwie 2 tys. osób, co wiążemy z działaniem czynników sezonowych. W tej chwili można już śmiało stwierdzić (co zresztą podkreślamy już od kilku miesięcy), że rynek pracy wykazał się bardzo dużą odpornością na spowolnienie gospodarki. Wskaźniki koniunktury nie pozostawiają złudzeń, że wzrost zatrudnienia (choć marginalny – to imponujący w porównaniu do regionu) nie jest generowany przez czynniki jednorazowe, lecz stanowi początek dłuższej tendencji. Przyczynia się do tego nie tylko większa elastyczność przedsiębiorstw, które zdecydowały się na szybkie cięcia kosztów (gros spadków zatrudnienia przypada już na pierwsze miesiące, kiedy doszło do nagłego załamania sentymentu), co pozwoliło na utrzymanie odpowiedniej stopy zysku i tym samym zatrzymanie gwałtownych spadków zatrudnienia. Oprócz oddolnych działań przedsiębiorstw niebagatelne znaczenia mają także programy rządowe, które przyczyniły się do zwiększenia elastyczności czasu pracy i dzięki temu dostosowanie do operowania przy niższym poziomie kosztów przebiegło w większym stopniu przez skrócenie czasu pracy a nie

zwolnienia (co z perspektywy oczekiwanego dochodu rozporządalnego jest zdecydowanie mniej dotkliwe dla konsumentów, a tym samym dla konsumpcji). Dynamika zatrudnienia liczona w ujęciu rocznym (a więc poniekąd bardziej „medialna” informacja, choć w obecnej fazie cyklu mniej ważna niż momentum miesięczne) osiągnęła już w 2009 roku dno. Ożywienie po stronie podażowej (przetwórstwo przemysłowe i uruchomienie handlu międzygałęziowego, podłączonego pod globalny cykl) pozwoli prawdopodobnie na trwałe odwrócenie trendu na zatrudnieniu (choć niewykluczone, że w wyniku corocznego przeszacowania liczby przedsiębiorstw, w styczniu będziemy mieli skokowy spadek wskaźnika rocznego, który jednak z biegiem roku powinien odrabiać straty).

Inflacja

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,3% z 3,1% zanotowanych w październiku. Wynik ten okazał się tym samym zgodny z szacunkami Ministerstwa Finansów (choć Min Fin pomylił się co do głównych składowych wskaźnika). Na odczycie zaważyły przede wszystkim wyższe ceny żywności (0,7% m/m, MinFin szacował je na 0,4% m/m) połączone z 2,4% m/m wzrostem cen paliw oraz efektem niskiej bazy z jesieni 2008. Niewielkie spadki cen w kategoriach łączność, rekreacja i kultura zadecydowały o spadku wskaźnika inflacji bazowej z 2,9% do 2,8% r/r. Wydaje się również, że wtórne efekty osłabienia złotego z początku 2009 roku powoli wygasają. Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące oceniamy, że w grudniu roczna inflacja wyniesie około 3,7%, co w dużej mierze wiązać się będzie z efektem niskiej bazy statystycznej na cenach paliw z końca 2008 roku. Inflacja bazowa ma szanse na jedynie nieznaczne spadki do końca roku, choć przez najbliższe miesiące pewien wpływ na zachowanie cen w tej kategorii może mieć kurs złotego. Wydłużając nieco okres naszej analizy spodziewamy się, że w 2010 roku inflacja będzie się stopniowo obniżać. Efekty bazowe (głównie wpływ masywnej deprecjacji złotego) mogą spowodować spadek inflacji mocno poniżej celu NBP. Uważamy, że efekty te będą z nawiązką równoważyć zapowiedziane już podwyżki cen kontrolowanych (energia elektryczna, akcyza na papierosy i paliwa, ceny OC). Odradzania procesów inflacyjnych spodziewalibyśmy się dopiero w drugiej połowie 2010. Najbliższe odczyty inflacji, jeśli zgodne z nakreśloną przez nas powyżej ścieżką, nie powinny mieć większego znaczenia dla decyzji RPP. Stara Rada nie będzie już ingerować w politykę pieniężną, nowa Rada natomiast już teraz komunikuje brak zmian stóp w najbliższym okresie.

Deficyt budżetowy

Dochody po 11 miesiącach roku wyniosły 250,9 mld PLN z założonej na cały rok kwoty 272,9 mld PLN, a wydatki 275,3 mld PLN z planowanych 300,1 mld PLN. Deficyt budżetowy okazał się nieznacznie niższy od planu – tym samym MF konsekwencje realizuje strategię pozytywnych niespodzianek. Analizując dynamikę dochodów stwierdzamy kontynuację trendów z poprzednich miesięcy. W szczególności obserwujemy coraz słabsze wykonanie po stronie podatków bezpośrednich: zarówno wpływy z PIT jak i z CIT kształtują się poniżej poziomów osiągniętych w 2008 roku i różnica cały czas się pogłębia. Pozytywnie zaskakują natomiast podatki pośrednie, jednak wpływy wciąż plasują się poniżej poziomów z 2008 roku. Coraz wolniej idzie pozyskiwanie środków z Unii Europejskiej: w porównaniu do listopada środki na rachunku unijnym zwiększyły się o około 1 mld PLN, a do pełnego wykonania tej pozycji dochodów budżetowych brakuje jeszcze 13,5 mld PLN. Od strony wydatków, wykonanie większości wyszczególnionych kategorii zbliżone jest do 100%. W szczególności w 100% wykonana została dotacja do FUS (stan ten utrzymuje się od października), a instytucja ta zadłuża się na rynku komercyjnym.

Rachunek obrotów bieżących

W październiku deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 991 mln EUR z 57 mln zanotowanych we wrześniu (konsensus prognoz wskazywał jedynie na niewielki deficyt). Zasadniczą przyczyną powiększenia deficytu było pogorszenie salda dochodów do -1,136 mld EUR z -704 mln EUR zanotowanych we wrześniu, co wiązało się ze znacznym wzrostem dochodów nierezydentów z tytułu inwestycji w Polsce (wolatylność kategorii dywidendy i reinwestowane zyski). Wyższy od naszych oczekiwań okazał się również deficyt handlowy. Wyniósł on 819 mln EUR. W październiku dynamika eksportu wyniosła -17,6% r/r i okazała się niższa od naszych oczekiwań. Dynamika importu wyniosła -21,7% r/r (również poniżej naszych oczekiwań). Nie odnajdujemy w danych o obrotach handlowych silnych dowodów na gwałtowne pobudzenie wymiany handlowej przez rozpędzającą się gospodarkę niemiecką (odbudowa eksportu i importu następuje systematycznie i stopniowo). W październiku po raz kolejny saldo transferów okazało się pozytywne i wyniosło, głównie za sprawą środków unijnych +547 mln EUR. Analizując dane dotyczące bilansu płatniczego należy zauważyć, że w październiku doszło do znacznego (zresztą następującego od kilku miesięcy) zmniejszenia salda błędów i opuszczeń (jeszcze w 2008 roku przekraczało ono 3 mld EUR teraz zawężało się do 800 mln EUR). Wydaje się, że procesowi temu towarzyszy zwiększanie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Bardziej znaczące rewizje (i zapewne niespodzianki) czekają nas w roku 2010, na który to już zapowiedziane zostały dalsze zmiany metodologiczne. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania podwyższonego deficytu na rachunku



dochodów (głównie za sprawą wypłaty dywidendy dla Eureka). Tendencja rozszerzania deficytu handlowego, związana z ożywieniem popytu wewnętrznego w Polsce, powinna również zostać utrzymana. Zmiany te powinny mieć jednak charakter gradualny i w związku ze znacznym napływem inwestycji bezpośrednich nie powinny zwiększać ryzyka kraju. Należy podkreślić, że deficyt na rachunku bieżącym jest ciągle z nawiązką finansowany przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce (w październiku nastąpił ich wzrost z 378 do 1205 mln EUR) oraz inwestycje portfelowe (wzrost z 1302 do 2450 mld EUR).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2009
AB	Kupuj	15,13	14,52	2009-08-06	11,55		11,6
ACTION	Kupuj	18,49	16,90	2009-12-22	15,98		9,3
AGORA	Kupuj	23,70	22,65	2009-11-13	19,75		33,1
ASBIS	Akumuluj	4,23	4,25	2009-12-02	3,68		
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	63,10	2009-11-19	57,30		13,2
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	75,75	2010-01-06	75,75		11,2
BZWBK	Trzymaj	173,00	189,00	2009-12-02	168,70		17,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	11,30	2009-11-06	11,50		13,9
CEZ	Trzymaj	140,60	140,80	2009-11-04	143,80		1,5
CIECH	Trzymaj	39,90	36,98	2009-12-03	37,49		
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	14,90	14,07	2009-12-02	13,88		17,0
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	45,65	2009-11-05	44,00		14,9
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,30	171,90	2009-12-04	170,00		16,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	85,00	2009-09-04	72,30		14,0
ERBUD	Akumuluj	53,50	47,15	2010-01-06	47,15		14,1
EUROCASH	Trzymaj	9,90	16,12	2009-05-06	9,81		20,0
GETIN	Akumuluj	9,32	8,94	2009-12-02	8,25		28,4
HANDLOWY	Trzymaj	67,80	72,55	2009-11-05	64,60		17,2
ING BSK	Trzymaj	696,00	790,00	2009-12-02	714,00		17,1
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	11,92	2009-12-02	11,26		4,2
KĘTY	Trzymaj	115,40	122,00	2009-11-05	106,80		16,8
KGHM	Redukuj	90,40	106,40	2009-12-01	107,80		9,3
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,50	2009-12-08	11,39		39,9
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	12,42	2009-10-05	11,65		114,7
LOTOS	Redukuj	26,60	33,30	2009-12-01	31,94		5,9
LW BOGDANKA	Kupuj	80,10	72,40	2009-12-15	70,00		12,1
MILLENNIUM	Akumuluj	4,96	4,95	2009-12-02	4,70		
MONDI	Trzymaj	56,00	79,00	2009-09-03	51,00		55,2
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	79,60	60,00	2009-12-02	68,00		11,8
NETIA	Trzymaj	4,30	4,90	2009-11-06	4,36		
PBG	Trzymaj	212,00	209,70	2009-11-12	218,50		14,8
PEKAO	Redukuj	164,80	171,20	2009-11-13	182,00		19,0
PGE	Kupuj	27,49	24,60	2009-11-04	23,00		12,8
PGNiG	Akumuluj	4,11	3,81	2009-11-13	3,73		25,3
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	36,70	2009-11-18	31,97		11,8
PKO BP	Redukuj	35,70	38,55	2009-11-18	38,70		20,9
POLICE	Trzymaj	5,50	5,00	2009-12-14	5,02		
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,50	4,00	2010-01-06	4,00		12,3
POLNORD	Kupuj	46,80	34,96	2009-12-15	31,77		22,3
RAFAKO	Kupuj	11,60	10,05	2009-09-25	9,74		20,5
SYGNITY	Kupuj	18,10	13,51	2009-12-15	14,15		
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,40	2009-10-30	17,58		15,2
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	4,10	2010-01-06	4,10		9,7
TVN	Kupuj	14,60	15,31	2009-12-02	12,55		20,3
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	84,50	2010-01-06	84,50		
UNIBEP	Kupuj	6,60	5,58	2010-01-06	5,58		10,8
WSiP	Trzymaj	17,20	16,59	2009-09-03	16,61		13,5
ZA PUŁAWY	Trzymaj	80,20	80,90	2010-01-06	80,90		22,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Kupuj	Kupuj	18,49	2009-12-22
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	53,50	2009-12-17
KOMPUTRONIK	Trzymaj	Trzymaj	11,56	2009-12-08
LW BOGDANKA	Kupuj	Trzymaj	80,10	2009-12-15
POLICE	Trzymaj	Trzymaj	5,50	2009-12-14
POLNORD	Kupuj	Kupuj	46,80	2009-12-15
SYGNITY	Kupuj	Trzymaj	18,10	2009-12-15

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Akumuluj	Trzymaj	82,50	2010-01-06
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	53,50	2010-01-06
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Kupuj	4,50	2010-01-06
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	Akumuluj	4,20	2010-01-06
ULMA CONSTRUCCION PL	Trzymaj	Akumuluj	82,20	2010-01-06
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	6,60	2010-01-06
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Akumuluj	80,20	2010-01-06

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	4	19	10	15	0	1	5	3	7
procent	0,0%	8,3%	39,6%	20,8%	31,3%	0,0%	6,3%	31,3%	18,8%	43,8%

Banki

Podaż pieniądza w listopadzie

W listopadzie podaż pieniądza spadła o prawie 11,5 mld PLN m/m (wzrost o 7,9% R/R, 5% YTD). Tak znaczny spadek m/m wynika z efektu bazy, gdyż w październiku na wysoki poziom wolumenów wpływ miała oferta PGE oraz wypłata dywidendy z PZU. Wpływ na spadek, zwłaszcza w zakresie kredytów, ma również umacniająca się złotówka. Po stronie depozytów w ciągu miesiąca najmocniej spadły środki niemonetarnych instytucji finansowych (-13,5 mld PLN). Wzrosły za to depozyty gospodarstw domowych (+2,9 mld PLN), przedsiębiorstw (+7 mld PLN), FUS (+1,3 mld PLN). Ogółem portfel depozytów spadł o 3 mld PLN m/m. Od początku 2009 roku depozyty ogółem wzrosły o 6,5% (YTD), w tym gospodarstw domowych o 11,5% YTD, przedsiębiorstw o 3,3% YTD, a pozostałych sektorów łącznie spadły o 6,5% YTD. Portfel kredytów spadł o 600 mln PLN m/m, jednocześnie rosnąc o 8% YTD. Podobnie jak w depozytach wpływ na zmienność m/m miała oferta publiczna PGE. Portfel kredytów dla gospodarstw domowych spadł o 4,2 mld PLN m/m (kredyty na akcje udzielane w październiku), jednocześnie wzrósł o 10% YTD. Portfel kredytów przedsiębiorstw spadł o 1,26 mld PLN m/m (-1,2% YTD). Spadek zadłużenia gospodarstw domowych to efekt spłaty kredytów na zakup akcji PGE oraz rewaluacji portfela kredytów walutowych. Po wyłączeniu tych czynników, można zaobserwować przyrost portfela o co najmniej 2 mld PLN. Kredyty na rzecz pozostałych sektorów wzrosły o 34% YTD (15,3 mld PLN). Tylko w ciągu miesiąca portfel kredytów pozostałych sektorów wzrósł o 4,9 mld PLN, głównie ze względu na wzrost zadłużenia FUS o 4,1 mld PLN w listopadzie. Mocny spadek depozytów niemonetarnych instytucji finansowych to naszym zdaniem efekt zakończenia oferty publicznej PGE (lokaty ze środków zgromadzonych na zakup akcji). Jednocześnie mocny przyrost depozytów przedsiębiorstw może brać się z zaksięgowania zarówno środków z emisji PGE jak i dywidendy z PZU na kontach jej beneficjentów. Po wyłączeniu efektów jednorazowych obserwowane trendy nie odbiegają istotnie od naszych oczekiwań.

Dynamika kredytów w '10 zbliżona bądź lekko powyżej dynamiki za '09 – ZBP

ZBP ocenia, że dynamika kredytów dla sektora niefinansowego w 2010 roku będzie zbliżona bądź nieznacznie wyższa od dynamiki z 2009 roku. W ocenie ZBP kredyty dla gospodarstw domowych nadal będą się rozwijać szybciej niż inne grupy kredytów. Szybciej rosnąć mogą również kredyty związane z projektami infrastrukturalnymi oraz projektami mającymi dofinansowanie unijne. Zgadza się z tezą ZBP na temat wzrostu portfela kredytów w 2010 roku. Na koniec listopada portfel kredytów rósł o 8% YTD, przy czym kredyty dla gospodarstw domowych zwiększyły się o 11% YTD, a przedsiębiorstw spadły o 1% YTD. Ze względu na wyższą bazę odniesienia w grudniu 2008 (m.in. efekt osłabiającej się złotówki, portfel kredytów wzrósł w grudniu 2008 o ponad 25 mld PLN), oczekujemy spadku dynamik rocznych poniżej notowanych na koniec listopada '09 – 8%. W 2010 roku oczekujemy wzrostu portfela kredytów o około 7%. Motorem wzrostu pozostaną gospodarstwa domowe. Przedsiębiorstwa zaczną zwiększać portfel kredytów, jednak ze względu na niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz poprawę wyników, będzie to niski jednocyfrowy wzrost.

Portfel kredytów nieregularnych

Z danych NBP wynika, że portfel należności nieregularnych wzrósł o 1,1 mld PLN w listopadzie ub.r., z czego aż 850 mln PLN przypadło na gospodarstwa domowe, a 241 mln PLN na przedsiębiorstwa. Wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty ogółem wzrósł do poziomu 7,3% (7,0% miesiąc wcześniej), z czego w gospodarstwach domowych nastąpił wzrost z 5,0% do 5,3%, a w przedsiębiorstwach z 10,9% do 11,1%. Dane zgodne z oczekiwaniami. Wskazują na to, że mimo wzrostu NPL, w dalszym ciągu skala psucia się aktywów w bankach nie zagraża ich stabilności i nie obniża potencjału rozwoju w przyszłości. Przyrost należności nieregularnych gospodarstw domowych jest wręcz niższy niż w poprzednich kilku miesiącach (średnia za okres lipiec – październik to 1 mld PLN). Jednocześnie kolejny miesiąc z rzędu pozytywnie zachowują się przedsiębiorstwa. Przyrosty są zdecydowanie niższe niż w 1H09, a tempo przyrostu R/R, zwolniło po raz pierwszy w listopadzie (zgodnie z naszymi oczekiwaniami). Dość mocny wzrost wskaźników m/m to również efekt spadku mianownika. Portfel kredytów brutto zmniejszył się w listopadzie w związku z finalizacją IPO PGE, wypłatą dywidendy z PZU oraz umocnieniem się złotówki.

Portfel kredytów na nieruchomości

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych spadł do 218,25 mld PLN z 219,14 mld PLN w październiku. Jest to efekt umocnienia złotówki (2,2% względem franka szwajcarskiego w listopadzie). Efekt rewaluacji szacujemy na przeszło 3 mld PLN. Wyłączając wpływ umocnienia złotówki portfel wzrósł o około 2,3 mld PLN. Jednocześnie widzimy niewielki spadek przyrostu portfela kredytów złotówkowych (1,7 mld PLN, ponad 2 mld PLN w październiku i wrześniu). Naszym zdaniem niewielki spadek sprzedaży kredytów w listopadzie można tłumaczyć sezonem zimowym.

Sprzedaż kredytów hipotecznych w X wyniosła ok. 3,73 mld PLN - ZBP

ZBP szacuje, że w październiku banki sprzedały około 18,4 tys. kredytów mieszkaniowych za 3,73 mld PLN. ZBP szacuje, że według wstępnych danych od stycznia do końca października banki sprzedały łącznie 153 tys. takich kredytów za około 31,37 mld PLN. W 1Q09 zaciągnięto 38 tys. kredytów o wartości 7,6 mld PLN, w 2Q09 46 tys. kredytów o wartości 9,4 mld PLN, zaś w 3Q09 53 tys. kredytów o wartości 11 mld PLN. ZBP prognozuje, że w całym roku Polacy zaciągną około 200 tys. kredytów mieszkaniowych o wartości 43-45 mld PLN. Szacunki ZBP są dla nas cały czas zbyt ambitne. Oznaczałoby to, że w listopadzie i grudniu banki sprzedadzą kredyty o wartości przynajmniej 5 mld PLN miesięcznie. Uważamy to za mało prawdopodobne, tym bardziej, że już w październiku widać spadek sprzedaży (naszym zdaniem wynikający bądź z kalendarza uruchomień, bądź czynników sezonowych) z ponad 4 mld PLN we wrześniu. Uważamy, że banki sprzedadzą około 40 mld PLN kredytów hipotecznych w 2009 roku.

Wartość kredytów w programie "Rodzina na swoim" w XII 533,13 mln PLN

Wartość udzielonych kredytów w ramach programu "Rodzina na swoim" wyniosła w grudniu 533,13 mln PLN wobec 505,6 mln PLN w listopadzie. W 2009 z tego programu udzielono kredytów na kwotę 5,42 mld PLN, a od początku programu w styczniu 2007 roku przyznano kredytów na kwotę 6,7 mld PLN.

Wynik netto sektora bankowego w '09 może wynieść około 10 mld PLN – KNF

KNF ocenia, że w 2009 roku wynik netto sektora bankowego może wynieść około 10 mld PLN. Wynik netto sektora bankowego po trzech kwartałach 2009 roku wyniósł 7 mld PLN. W samym 3Q09 wynik netto sektora wyniósł 2,7 mld PLN, podczas gdy w 2Q09 2,2 mld PLN. Dobra informacja. W 2008 roku zysk netto sięgnął 14 mld PLN. KNF oczekuje spadku zysków o niespełna 30%. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. Jednak w kontekście wyniku za sam 4Q09 można oczekiwać, że zyski banków giełdowych nie powinny się obniżyć w relacji do 3Q09. To byłoby dla rynku zaskoczeniem, gdyż obecnie konsensus zakłada podwyższone w relacji do 3Q09 koszty działania (związane z czynnikami sezonowymi oraz m.in. z tym, że zyski okazały się lepsze niż oczekiwano na początku roku i niektóre banki będą tworzyły dodatkowe rezerwy na premie dla pracowników) oraz odpisy na ryzyko kredytowe.

Pengab spadł o 0,3 pkt m/m do 27,1 pkt w grudniu

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w grudniu o 0,3 pkt m/m do 27,1 pkt (rok temu był na poziomie 21,1 pkt.). Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w grudniu ub.r. 20,4 pkt. (+2,5 pkt. m/m), natomiast skumulowany wskaźnik prognoz spadł o 3,1 pkt. m/m do 33,8 pkt. Poprawę odnotowano na rynku depozytów złotych, zarówno bieżących, jak i terminowych, pogorszenie - w depozytach walutowych bieżących oraz stabilizację na rynku depozytów walutowych terminowych. Rynek kredytów złotych, kredytów konsumenckich oraz kredytów mieszkaniowych notuje wyhamowanie dotychczasowej dynamiki wzrostu. Rynek kredytów dewizowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw o wartości powyżej 1 mln EUR pozostaje w trendzie wzrostowym. Eugeniusz Śmiłowski prezes Pentor, powiedział, że fakt wzrostu komponentu ocen we wskaźniku świadczy o tym, że banki kończą 2009 rok w dobrym standingu finansowym. Pengab jest już w trendzie wzrostowym, jednak dalej jest poniżej swojej średniej na poziomie 33 pkt. (od początku podawania wskaźnika, luty 1993). Spadek w grudniu był oczekiwany.

Rekomendacja T

KNF chce aby Rekomendacja T, nad którą prace trwają już kilkanaście miesięcy, zostanie ostatecznie wdrożona w 2011 roku. Do części zapisów trzeba się będzie dostosować w okresie 6 miesięcy, w przypadku bardziej skomplikowanych, banki będą miały rok. KNF złągodził jednak część z zapisów. Rekomendacja T przewiduje, że kredyt może być udzielany tylko wówczas, gdy miesięczny koszt obsługi pożyczek i innych stałych wydatków nie przekroczy 50% miesięcznych dochodów kredytobiorcy. Dla osób o wysokich zarobkach ten limit ma być wyższy. Jednolite traktowanie klientów, bez wyróżnienia poziomu zarobków tak jak proponowano wcześniej, doprowadziłoby do znacznego obniżenia zdolności kredytowej osób o najwyższych zarobkach. KNF nie podaje jednak jakie są limity dla poziomu zarobków. Rekomendacja nie powinna istotnie zmniejszyć zdolności kredytowej w przypadku kredytów hipotecznych, choć w niektórych przypadkach tak się stanie. Obok limitu dla maksymalnego obciążenia gospodarstwa domowego ratą kredytu Rekomendacja T wprowadzi również inne obostrzenia, m.in.: w przypadku udzielania kredytów w walutach obcych bank powinien analizować zdolność kredytową klienta przy założeniu, że stopa procentowa dla kredytu walutowego jest równa co najmniej stopie procentowej dla kredytu złotowego, a kapitał kredytu jest większy o 20%, maksymalna wartość kredytu hipotecznego udzielonego do 5 lat nie będzie mogła przekroczyć 90% wartości nieruchomości, a w przypadku kredytów dłuższych – 80%, bank powinien posiadać procedury pozwalające na podjęcie szybkich środków zaradczych w przypadku spadku wartości zabezpieczeń. Naszym zdaniem istotnym elementem jest również wprowadzenie ograniczenia dla maksymalnego LTV. Boom kredytowy w poprzednim cyklu był również spowodowany dostępnością kredytu. Jeśli ktoś miał odpowiednią zdolność kredytową, mógł dostać kredyt przy LTV 100%. Uważamy również, że klienci zapłacą za „procedury

pozwalające na podjęcie szybkich środków zaradczych w przypadku spadku wartości zabezpieczeń". W momencie gdy klient spłaca kredyt w terminie, jednak wartość nieruchomości obniżyła się, bank sięgający np. po dodatkowe zabezpieczenia może ich nie otrzymać. Środkiem zaradczym może być jednak ubezpieczenie opłacone w momencie udzielania kredytu, a to przysporzy dodatkowych zarobków bankom.

Raport o stabilności sektora finansowego

Zdaniem analityków NBP, jeśli sytuacja w gospodarce będzie zgodna z opublikowaną niedawno projekcją inflacji i PKB, nie będzie zagrożenie dla stabilnego funkcjonowania systemu bankowego w Polsce. W przypadku realizacji szokowych scenariuszy makroekonomicznych w niektórych bankach konieczne może być dokapitalizowanie. Szokowy scenariusz zakłada ok. 2% spadku PKB zarówno w 2010 r., jak i w 2011 r. Jak wynika z analiz NBP, w takiej sytuacji za dwa lata zwiększenia funduszy własnych potrzebowałyby banki odpowiadające obecnie za 14% aktywów sektora. Możliwość pogorszenia się koniunktury to najpoważniejszy czynnik ryzyka dla sektora finansowego. Symulacja NBP wskazuje, że fundusze własne większości banków są na tyle duże, że ewentualne pojawienie się strat pozwoliłoby im utrzymać współczynnik wypłacalności na minimalnym wymaganym przez nadzór poziomie 8%. Z raportu NBP wynika, że w ostatnim półroczu ryzyko dla stabilności krajowego systemu finansowego zmniejszyło się. Na poprawę obecnej oceny wpływają m.in. korzystniejsze perspektywy gospodarcze, mniejsza niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej oraz stabilizacja na globalnym i krajowym rynku finansowym. Ze względu na spadek ryzyka inwestycyjnego w regionie „ponowna trwała deprecjacja złotego wydaje się mało prawdopodobna”. NBP napisał również, że nawet jeśli w gospodarce będzie obserwowany wzrost, w kolejnych kwartałach będzie obserwowane pogarszanie się jakości portfela kredytów, zwłaszcza w przypadku kredytów dla ludności. Pozytywny wydźwięk raportu. Rynek oczekuje i uwzględni w wycenach wyższy poziom odpisów na kredyty. Jednocześnie banki w ostatnim okresie starały się poprawiać współczynniki wypłacalności (zatrzymanie zysków, pożyczki podporządkowane, emisje akcji jak również ograniczanie aktywów ważonych ryzykiem), co zwiększa stabilność systemu finansowego. Uważamy, że w 2010 roku odpisy na ryzyko kredytowe pozostaną na wysokich poziomach, jednak poprawa dochodowości (m.in. wzrost marży odsetkowej netto) powinna prowadzić do poprawy zysku netto.

NBP uzależnia wprowadzenie instrumentów płynnościowych od popytu na nie

NBP uzależnia wprowadzenie instrumentów płynnościowych od popytu na nie, nie wyklucza, że część z nich może nie zostać wprowadzona - powiedział wiceprezes NBP Witold Kosiński. Mowa o rozwiązaniach proponowanych bankom we wrześniu: kredycie wekslowym, operacjach repo na 12 miesięcy i wykupie obligacji emitowanych przez banki. Nie ma to większego wpływu na bieżące funkcjonowanie banków, gdyż obecnie płynność na rynku międzybankowym jest odbudowywana. Ich wprowadzenie byłoby pozytywną informacją. Później NBP zapowiedział, że w 1Q10 nie będzie prowadził 12 – miesięcznych operacji repo oraz że nie są planowane również transakcje na swapy CHF. Utrzymane zostaną za to 3 – i 6 – miesięczne repo oraz tygodniowe i miesięczne operacje dolarowe i eurowe.

KNF nie będzie zalecać wstrzymanie się z wypłatą dywidendy

Komisja Nadzoru Finansowego nie zaleci bankom zatrzymania zysków za 2009 r. Dywidendy nie będą mogły wypłacić te instytucje, które realizują program naprawczy, a w tym roku będą miały zysk. Podejście KNF do polityki dywidendowej banków w 2010 r. będzie miało charakter zindywidualizowany, uwzględniający stopień dopasowania bufora kapitałowego do planów rozwoju – napisała KNF w komunikacie po spotkaniu z bankowcami. Dobra informacja dla Banku Handlowego, Pekao i PKO BP. Uważamy, że te trzy spośród banków giełdowych wypłacą dywidendę z zysków za 2009 rok.

BIK udostępnił 1,51 mln raportów w listopadzie ub.r.

BIK udzielił 1,51 mln raportów kredytowych i monitorujących w listopadzie ub.r. (+19,8% R/R). Od początku roku ich liczba sięgnęła 12,67 mln (+11% R/R). Wzrost liczby raportów wynika m.in. z przeglądów jakości klientów już posiadający kredyt, większej liczby aplikacji kredytowych składanych przez klientów w obawie o odrzucenie wniosku kredytowego oraz w ostatnim okresie nieco zwiększonej podaży kredytów (wyższa sprzedaż hipotek, okres świąteczny sprzyjający większemu popytowi na kredyt gotówkowy).

Banki obniżają ceny nowych kredytów hipotecznych

PKO BP na początku 2010 roku zmniejszył marżę dla kredytów udzielanych w EUR do 4% (obecnie marża jest bardzo wysoka i sięga 7%, podczas gdy średnia marża na rynku to 5%). W niektórych bankach jest dużo niższa nawet w standardowej ofercie. A część z nich decyduje się na niższe oprocentowanie podczas coraz liczniejszych promocji. Np. DnB Nord obniżył marżę dla kredytów hipotecznych udzielanych w EUR. W pierwszym roku kredytowania wyniesie ona 1,6%, a w kolejnych standardowo będzie to od 2,25% do 3,15% w zależności od kwoty kredytu i wysokości wkładu własnego. Jednak można ją obniżyć, np. zakładając w banku konto osobiste. Można w ten sposób zmniejszyć marżę o 0,8 pp. Inne banki wprowadzają podobne promocje,

faworyzując klientów, którzy zdecydują się również na inne produkty. Oznacza to wzrost sprzedaży w 2010 roku i niższe marże na nowej produkcji. Pozostają one ciągle jednak znacznie wyższe niż przed jesienią 2008.

Ograniczenie kredytów walutowych

Zachodnioeuropejscy bankierzy uznali, że należy ograniczyć dynamikę pożyczek walutowych w krajach naszego regionu. W Londynie pod egidą Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju odbyło się spotkanie przedstawicieli instytucji finansowych poświęcone pożyczkom w dewizach. Jak pisał „Financial Times”, dostęp do kredytów miałyby ograniczać same banki poprzez większe wymagania wobec klientów. Szczegóły mają być znane wiosną. W Polsce problem z kredytami walutowymi jest mniejszy niż np. w Rumunii, krajach bałtyckich czy na Węgrzech. Tam udział takich pożyczek w końcu 2008 r. wynosił 60 – 90% całego portfela kredytów detalicznych. U nas to mniej niż 40%. Zdaniem ekspertów ograniczeniem dla rozwoju rynku kredytów walutowych będzie dyrektywa UE w sprawie wymogów kapitałowych, CRD. Przy kredytach walutowych na nieruchomości, gdzie wartość kredytu przekroczy 80% wartości zabezpieczenia, na złotówkę kredytu trzeba będzie mieć złotówkę kapitału. W Polsce udział kredytów jest znacznie niższy niż w innych krajach. Jednocześnie kredyty walutowe dla klientów detalicznych zarabiających w lokalnej walucie, dotyczą praktycznie tylko kredytów mieszkaniowych. W innych krajach regionu kredyty walutowe to nie tylko kredyty na mieszkania. Taka dyrektywa UE doprowadziłaby do zupełnego zahamowania udzielania kredytów walutowych ze względu na konieczność wyceny w koszcie kredytu, kosztu kapitału.

Prezes NBP o kredytach walutowych

Prezes NBP, Sławomir Skrzypek, opowiada się za limitowaniem wzrostu kredytów, udzielanych w walutach obcych. Jego zdaniem, kroki w tym zakresie powinny podjąć przede wszystkim same banki, ale mogą to być również działania ze strony nadzoru finansowego. NBP, podobnie jak KNF pozostaje konserwatywny w tej kwestii. O ile obecnie kredyty w CHF cieszą się coraz mniejszą popularnością, to kredyty w EUR zaczynają powoli zyskiwać na znaczeniu.

Banki kończą zwolnienia?

Ponad 20 banków ograniczało w 2009 roku zatrudnienie. Zatrudniali za to Lukas Bank, Deutsche Bank PBC i Alior Bank. Najwięcej osób w relacji do końca 3Q08 zwolnił PKO BP (1285 osób), jednak wynikało to z długofalowego planu zwalniania w banku. Zaraz za nim był Pekao (943 osoby), potem Bank Millennium (731 osób), GE Money Bank (729 osoby), BZ WBK (471 osób), Kredyt Bank (458 osób), Bank Handlowy (359 osób). W październiku o planowanych zwolnieniach grupowych 450 osób poinformował BGŻ, ostatnio zrobił to również Fortis Bank Polska (200 osób, konsekwencja połączenia z Dominet Bankiem). Główna fala zwolnień powoli się kończy, jednak trzeba mieć na uwadze, że pełny obraz oszczędności z tego tytułu zobaczymy w wielu przypadkach w 2010 roku. Uważamy, że banki utrzymają niższy poziom zatrudnienia w 2010 roku, co będzie utrzymywało koszty pod kontrolą. Nie oczekujemy jednak ich dalszego spadku, bo w zamian za oszczędności na ograniczonej liczbie pracowników banki powoli będą musiały podnosić wynagrodzenia (m.in. premie).

BOŚ robi emisję do NFOŚiGW

Bank Ochrony Środowiska podjął uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału o kwotę ponad 96 mln PLN, poprzez emisję 1,32 mln akcji. Wszystkie akcje na okaziciela zostaną zaoferowane Narodowemu Funduszowi Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w trybie subskrypcji prywatnej z wyłączeniem prawa poboru. Akcje będą pokryte w całości aportami: 10,1 mln akcji Centrozap (wycenionych łącznie na kwotę 9,3 mln PLN), 12,2 mln akcji Stalexport Autostrady (wycenionych na 21,2 mln PLN), 135,82 tys. akcji Bogdanki (wycenionych na 8,6 mln PLN), 1,5 mln akcji Wodkan Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji (wycenionych na 23,74 mln PLN) oraz 115 udziałów (wycenionych na 33,06 mln PLN). Podwyższenie kapitału wynika ze strategii przyjętej przez bank, która zakłada wzrost liczby klientów indywidualnych (do 500 tys.) i przedsiębiorstw (do 36 tys.) do końca 2013 roku oraz zrealizowanie zysku netto na poziomie 260 mln PLN w 2013 roku. Emisja podniesie współczynnik wypłacalności banku do około 12% (11,2% na koniec września 2009). Prezes BOŚ powiedział, że celem banku nie będzie utrzymanie akcji i udziałów wniesionych w trakcie emisji. Najszybciej dokonana zostanie dezinwestycja w przypadku spółek giełdowych. Prezes zapowiedział, że najchętniej w 1Q10 (lub 1H10) zostanie przeprowadzone kolejne podwyższenie kapitału o kwotę około 100 mln PLN. Odbędzie się to albo poprzez emisję 10 – letnich obligacji, bądź też poprzez emisję akcji. Kolejny bank zwiększa bazę kapitałową realizując strategię rozwoju. Widać, że banki w coraz większej liczbie zaczynają myśleć o kolejnym cyklu dobrej koniunktury gospodarczej i starają się przygotować kapitałowo.

Jedna trzecia akcji BGŻ jest na sprzedaż

BGŻ chce się znaleźć w gronie największych banków w Polsce. Dziś jest na 10. miejscu w rankingu uwzględniającym aktywa. Zarząd banku przygotowuje nową strategię, która ma zostać rozpatrzona przez Radę Nadzorczą w styczniu 2010 roku. Ministerstwo Skarbu Państwa, które ma 37,3% akcji BGŻ, czeka na wyniki finansowe za 2009 r., aby podjąć decyzję o wyborze

sposobu prywatyzacji tego banku. Ministerstwo analizuje, czy korzystniej jest sprzedać akcje inwestorowi strategicznemu, czyli holenderskiemu Rabobankowi, czy poprzez warszawską giełdę. Plany sprzedaży pakietu przez Skarb Państwa rozciągają się w czasie. Emisja miała mieć miejsce już wcześniej, a Skarb Państwa i Rabobank już rozmawiały nt. inwestycji. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest sprzedaż udziałów bezpośrednio do inwestora strategicznego.

EBOR zainwestuje w Polsce nie mniej niż 400 mln EUR w 2010 roku

W 2009 roku EBOR zainwestował w Polsce ok. 400 mln EUR (z czego 220 mln EUR w sektorze bankowym), zaś w 2010 roku ta kwota nie będzie mniejsza - poinformował Peter Reiniger, dyrektor EBOR na region Europy Środkowej. Dobra informacja z perspektywy źródeł finansowania akcji kredytowej w sektorze.

BOŚ ma linię kredytową w EBI na 75 mln EUR

Środki będą dostępne przez 12 lat. Mają służyć finansowaniu segmentu MSP oraz jednostek samorządu terytorialnego. Kolejny bank informuje o środkach pozyskanych z EBI bądź EBOR.

Fortis Bank Polska otrzyma z EBI 50 mln EUR pożyczki

Fortis Bank Polska zawarł z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym umowę kredytową, na mocy której EBI udzieli bankowi kredytu w wysokości 50 mln EUR na finansowanie projektów inwestycyjnych małych i średnich przedsiębiorstw. Maksymalny okres spłaty transzy kredytu to 12 lat. Realizacja umowy uzależniona jest od uzyskania gwarancji Fortis Banku SA/NV, właściciela banku. Pozytywna informacja dla sektora. Jednocześnie takie wsparcie w postaci źródeł finansowania i duże zainteresowanie banków świadczy o tym, że w 2010 roku będziemy obserwowali zaostrzenie konkurencji w tym segmencie.

BNP Paribas Fortis powalczy o klientów detalicznych i MSP

Fortis Bank Polska chce obsługiwać klientów detalicznych o różnych poziomach dochodów i zwiększyć aktywność w kredytowaniu hipotecznym. Jest to ruch w kierunku stworzenia banku uniwersalnego. Bank zamierza powrócić do kredytowania małych i średnich firm i ma na to odpowiednie środki. Od 4 grudnia w ofercie Fortis Banku pojawią się cztery pakiety kont osobistych, a od 4 stycznia dołączą do nich cztery pakiety kont dla małych i średnich firm. Nowe produkty, nie tylko strictly bankowe, mają umożliwić bankowi budowanie trwałych relacji z klientami i pozyskiwanie nowych. Zdaniem Jacka Obłękowskiego sektor bankowy wchodzi w drugą fazę walki o klienta detalicznego w obszarze kont osobistych i w najbliższych miesiącach będziemy obserwować lawinę produktów, które tworzą długotrwałe relacje klienta z bankiem. Bank zamierza także od 2010 roku uatrakcyjnić ofertę kredytów hipotecznych w złotych, a wysokość marży będzie uzależniał m.in. od aktywności klienta w korzystaniu z innych produktów. Współczynnik wypłacalności banku sięgnął 13,2% na koniec 3Q09. Bank koncentruje się na tych obszarach, które są jednocześnie elementem zainteresowania innych banków. Chce zwiększać ekspozycję na segment MSP, jednocześnie w obszarze detalicznym poszukując źródeł finansowania (długoterminowe relacje depozytowe z klientem z czasem rozszerzane również o produkty kredytowe). Podobne działania zapowiadają inni gracze rynkowi. Naszym zdaniem w 2010 roku będziemy mieli do czynienia ze spadkiem marż kredytowych w obszarze kredytów mieszkaniowych i kredytów dla MSP.

Meritum Bank chce docelowo 250-300 placówek franczyzowych i 10 własnych

Meritum Bank w pierwszej połowie 2010 roku chce rozpocząć budowę sieci franczyzowej, docelowo planuje mieć 250-300 placówek franczyzowych i 10 oddziałów własnych. Bank podtrzymuje, że do 2013 roku chce pozyskać 300 tys. nowych klientów. Obecnie Meritum Bank ma 5 oddziałów własnych. W latach 2010-2011 planowane jest otwarcie kolejnych 5 placówek. Budowa sieci franczyzowej ruszy w pierwszej połowie 2010 roku. Bank zatrudnia obecnie około 240 osób, nie ma planów skokowego wzrostu zatrudnienia. Niedawno do Rady Nadzorczej został powołany Sławomir Lachowski. Takiego banku w Polsce w zasadzie nie ma. Jak do tej pory banki decydowały się na rozwój sieci franczyzowej dopiero w momencie, gdy ich własna sieć był już dość pokaźnych rozmiarów. Taka sieć jest zdecydowanie tańsza i bardziej elastyczna kosztowo, jednak ze strony banku rodzi ryzyka. Pojawia się tu problem pośrednictwa finansowego i właściwego zarządzania ryzykiem. Skoro bank będzie się praktycznie w całości opierał na franszyzie (i zapewne Internecie), to będzie musiał jednocześnie odpowiednio zadbać o procedury kredytowe.

Alior Bank — miesięczne break-even na poziomie operacyjnym w 2010

Alior Bank spodziewa się, że w 2010 roku osiągnie miesięczny break-even na poziomie operacyjnym (pozytywny miesięczny dochód na poziomie operacyjnym). Bank podtrzymał też plany zdobycia docelowo 2%-4% udziału w rynku w zależności od segmentu działalności wobec 0,7% udziałów obecnie i uzyskanie rentowności już w 2012 roku. Kontynuowany będzie rozwój sieci oddziałów własnych i agencyjnych oraz rozwój oferty produktowej, m.in. poszerzenie jej o factoring. Bank chce także zwiększyć liczbę klientów do ponad 1 mln w 2012 r. wobec 545 tys. obecnie (30 tys. to klienci biznesowi). Będą oni obsługiwani w 200 oddziałach i 400 placówkach

agencji banku. Obecnie sieć Alior Banku tworzą 142 oddziały i 8 centrów biznesowych. Bank podał, że solidna baza kapitałowa oraz najwyższy na rynku współczynnik wypłacalności (57%) zapewniają spółce znakomitą pozycję wyjściową do dalszej ekspansji na polskim rynku. Portfel depozytów Alior Banku przekroczył 3,9 mld PLN, a wolumen kredytów 2,6 mld PLN. Częściowo liczba 574 tys. klientów powstała dzięki kupnie portfela kredytów od HSBC. Alior Bank odnosi kolejne sukcesy i widać, że jak na razie ambitne zapowiedzi w 2008 roku są realizowane. Bank ten stanowi coraz większą konkurencję dla banków giełdowych, gdyż jeśli plan 2 – 4% zostanie podtrzymany, to Alior zamierza rosnąć kilkukrotnie szybciej niż sektor w ciągu najbliższych trzech lat.

Wiecej pożyczek gotówkowych na święta?

Jak co roku w okresie świątecznym rośnie popyt na kredyty gotówkowe. Dodatkowo w tym sezonie sieci hipermarketów przyznają, że wzrosła liczba zapytań o kredyty w relacji do roku ubiegłego. Wg „Rz” takich osób może być nawet kilkanaście procent więcej. Zauważalny jest wzrost o ok. 8 – 10% wniosków o kredyt konsumpcyjny, składanych przez klientów o złej historii kredytowej. Politykę kredytową zaostrzyły niemal wszystkie banki oferujące pożyczki konsumpcyjne, bo rośnie wartość należności nieobsługiwanych terminowo. Wartość złych długów w tym segmencie rynku wzrosła od początku roku z 9 mld PLN do 14,4 mld PLN, a ich udział w całym portfelu tych kredytów z 6,6% do 9,4%. Jednocześnie trzeba zauważyć, że banki częściej sprawdzają swoich klientów m.in. w BIK, co powoduje m.in. wzrost liczby osób o udowodnionej złej historii kredytowej. Zaostrzone warunki udzielania kredytów, mogą wpłynąć na niższą niż w 2008 roku sprzedaż kredytów, mimo że osób o nie ubiegających się jest więcej.

Wartość transakcji kartami w 3Q09 wzrosła o 3% Q/Q

Wartość transakcji z wykorzystaniem kart w 3Q09 wyniosła 86,2 mld PLN (+3% Q/Q). Liczba wyemitowanych kart płatniczych na koniec 3Q09 wyniosła 32,49 mln i była o 2,3% wyższa niż kwartał wcześniej i o 11% większa niż w 2008 roku. NBP zwrócił uwagę na fakt, że po raz pierwszy odnotowano w statystykach przewagę transakcji bezgotówkowych nad wypłatami gotówki z bankomatów, co jest bardzo pozytywnym wskaźnikiem pokazującym powolną zmianę zachowań posiadaczy kart. Wartość transakcji dokonywanych kartami kredytowymi w 3Q09 roku wyniosła 7,59 mld PLN (7,26 mld PLN w 2Q09). Liczba transakcji kartami wzrosła w 3Q09 roku do 358 mln (352,8 mln w 2Q09, +1,5% Q/Q). Dane zgodne z wynikami podanymi przez banki za 3Q09. Należy oczekiwać utrzymywania się wzrostu transakcyjności klientów i dalszego ruchu w stronę zwiększania się skali transakcji bezgotówkowych.

Banki muszą zwrócić klientom nawet 250 mln PLN

Osoby, którym zbyt długo naliczano tzw. ubezpieczenie pomostowe w kredytach hipotecznych, mogą żądać zwrotu pieniędzy. Aby je odzyskać, konieczne jest złożenie specjalnego wniosku. W wielu przypadkach były one pobierane dłużej, np. do końca miesiąca, w którym została wpisana hipoteka. Część banków w ogóle pobierała ubezpieczenie z góry, np. za trzy, a nawet za dziewięć miesięcy. Według portalu Kupfranki.pl w skali wszystkich kredytów hipotecznych w Polsce kwota ta może sięgnąć nawet 250 mln PLN. Niedawno SOKiK uznał zbyt długi okres pobierania przez banki ubezpieczenia za niezgodny z prawem. Naszym zdaniem nie ma to istotnego wpływu na wyniki 2010 roku.

KE zgodziła się na polski program dokapitalizowania instytucji finansowych

Komisja Europejska zatwierdziła polski program dokapitalizowania instytucji finansowych, mający na celu utrzymanie stabilności polskiego sektora finansowego w dobie kryzysu finansowego. Chodzi o polski plan, by objąć gwarancją do wysokości 100% zwiększenia funduszy własnych w postaci akcji uprzywilejowanych lub podporządkowanych instrumentów dłużnych tych instytucji finansowych, które nie są w stanie pozyskać koniecznego kapitału na rynku. Pozytywna informacja, jednak bez wpływu na bieżącą sytuację banków.

BPH – Połączenie BPH i GE MB Polska

Bank poinformował, że 31 grudnia 2009, sąd zarejestrował połączenie BPH z GE Money Bank. Jednocześnie sąd zarejestrował Emisję Akcji Połączeniowych. Liczba akcji sięga obecnie 76,668 mln sztuk (29,716 mln PLN poprzednio). BPH będzie ubiegać się o wprowadzenie Akcji Emisji Połączeniowej do obrotu, m.in. po zatwierdzeniu Memorandum Informacyjnego przez KNF i rejestracji w KDPW. Po połączeniu spółki z grupy GE będą miały 89% udziałów w BPH. Wcześniej w grudniu, KNF wyraziła zgodę na połączenie obu instytucji oraz na pośrednie wykonywanie 66% lub więcej (jednak nie więcej niż 75%) głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy BPH przez General Electric Company.

BPH – Moody's podniósł rating siły finansowej Banku BPH do "D"

Moody's Investors Service podniósł rating siły finansowej Banku BPH do "D" (z „D-”) oraz podtrzymał długoterminowy rating zobowiązań w walucie lokalnej i obcej na poziomie "Baa2", nadając ratingom perspektywę stabilną. Decyzja Moody's związana jest z zakończeniem fuzji prawnej pomiędzy Bankiem BPH i GE Money Bank Polska.



BPH – Zmiana warty?

Rzeczpospolita pisała w grudniu'09, że w pierwszej połowie 2010 roku prawdopodobna jest zmiana na stanowisku szefa BPH. Pierwsze miesiące roku to fuzja operacyjna, więc nie należy spodziewać się istotnych zmian. Później jednak inwestor strategiczny BPH może chcieć dokonać zmian. Jednocześnie pojawiają się głosy, że J. Wnacer nie będzie chciał kandydować do zarządu na nową kadencję. Obecna kończy się w czerwcu 2010. Byłaby to zła informacja dla banku.

BPH – Umowa na linię kredytową

BPH zawarł z GE Capital International Holding Corporation umowę o linię kredytową, na mocy której GECIHC postawi w dyspozycji BPH 11,1 mld PLN z przeznaczeniem na finansowanie działalności podstawowej banku w kolejnych latach. Umowę zawarto na 8 lat. W ciągu ostatniego roku BPH zawarł z GECIHC umowy o łącznej wartości 11,435 mld PLN. Łączne zaangażowanie BPH wobec GECIHC na dzień 22 grudnia 2009 wynosi 14,227 mld PLN. Model finansowania w grupie GE jest teraz powielany na BPH.

BPH – Zmiany w składzie zarządu

CFO banku, Pan Kent Holding, złożył rezygnację z funkcji członka zarządu BPH. Będzie dalej kontynuował karierę w grupie GE International. Jednocześnie Rada Nadzorcza powołała na jego miejsce Pana George Newcomb. Od 1996 roku jest związany z grupą GE.



BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 189 PLN

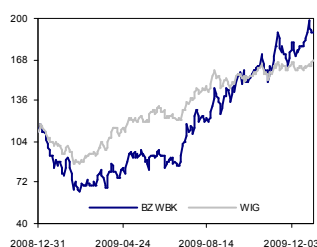
Cena docelowa: 173 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 546,2	-5,4%	1 713,8	10,8%	Liczba akcji (mIn)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		3,0%		MC (cena bieżąca)	13 789,5
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 245,4	1,7%	3 437,1	5,9%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 614,5	2,4%	1 743,6	8,0%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	1 063,3	-12,2%	1 229,1	15,6%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	804,8	-5,9%	913,9	13,6%		
ROE	23,0%	18,4%		15,0%		14,7%		Zmiana ceny: 1m	9,1%
P/E	14,4	16,1		17,1		15,1		Zmiana ceny: 6m	115,4%
P/BV	3,2	2,8		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	65,5%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	198,0
Dyld (%)	3,2	1,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Mimo obaw z początku 2009 roku, wyniki po trzech kwartałach wskazują, że BZ WBK będzie mógł pochwalić się jednym z najmniejszych spadków zysków w sektorze. Jednak czwarty kwartał 2009 r. będzie słabszy, niż poprzedzające go dwa kwartały. Będzie to efekt sezonowego wzrostu wydatków i dotworzenia premii dla pracowników w świetle lepszych niż zakładane jeszcze na początku 2009 roku wyników oraz głębszego przeglądu portfela kredytowego. Prezes oczekuje odpisów na poziomie ok. 550 mln PLN w skali roku, co przekłada się na około 170 mln PLN odpisów w 4Q09. Uważamy jednak, że potencjał wzrostu wyceny rynkowej będzie uzależniony od tempa poprawy wyników w tym roku, a baza odniesienia jest wysoka. Wycena dyskontuje już jednocześnie kilkunastoprocentową poprawę rezultatów. Wycena P/BV'09 na poziomie 2,4 nie prezentuje już jednocześnie dyskonta do dwóch największych banków, Pekao i PKO BP, a wszystkie trzy banki są naszym zdaniem w stanie osiągać podobne poziomy rentowności kapitałów własnych (ok. 15% w tym roku). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

AIB nadal przywiązane do inwestycji w Europie Środkowo - Wschodniej

Szef Grupy AIB na Europę Środkowo-Wschodnią, Gerry Byrne, powiedział „Rz”, że Irlandzkie AIB nie zamierza pozbywać się swoich spółek działających w Polsce. Według szefa grupy AIB na Europę Środkowo-Wschodnią polski bank jest bardzo ważną częścią AIB i kluczową z punktu widzenia przyszłej dochodowości. Jego zdaniem AIB byłoby bardzo trudno odzyskać siłę finansową bez BZ WBK. Zastrzega jednocześnie, że trzeba pamiętać o zasadzie „nigdy nie mów nigdy”, ponieważ nie wiadomo, jaka będzie sytuacja rynkowa w najbliższych kilku latach. Powtórka tego co już wcześniej słyszeliśmy i co jest konsensusową opinią na rynku. Uważamy, że sprzedaż BZ WBK nie może zostać wykluczona, jednak robiąc to, AIB pozbędzie się bardzo dobrego aktywa. Uważamy, że jeśli to zrobi, to tylko w przypadku braku innych możliwości pozyskania kapitału.



Getin (Akumuluj)

Cena bieżąca: 8,9 PLN

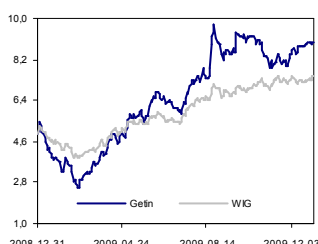
Cena docelowa: 9,32 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	561,2	807,6	43,9%	889,8	10,2%	1 136,6	27,7%	Liczba akcji (mln)	710,9
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%		2,7%		3,1%		MC (cena bieżąca)	6 355,7
WNDB	1 336,3	2 029,9	51,9%	2 066,5	1,8%	2 233,1	8,1%	Free float	26,7%
Wynik operacyjny*	902,7	1 079,9	19,6%	1 132,5	4,9%	1 176,3	3,9%		
Zysk brutto	802,4	701,0	-12,6%	347,0	-50,5%	629,3	81,4%		
Zysk netto	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%		
ROE	24,3%	15,2%		6,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/E	10,1	12,5		28,4		14,2		Zmiana ceny: 6m	50,5%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	96,8%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	9,8
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,6

* przed kosztami rezerw



Wysokie marże kredytowe bieżącej sprzedaży, niższa baza kosztowa (prognozujemy CIR na poziomie 40% w długim terminie, 42,5% w 2011 roku) są motorami budowania ROA w 2011 roku na poziomie 1,9%. Uważamy, że stanie się tak mimo znacznego wzrostu kosztu finansowania na rynku w relacji do poziomów z lat ubiegłych. W przypadku Getin Holding uwzględniamy również fakt, że banki z grupy płacą jedną z najwyższych premii rynkowych za depozyty klientów w sytuacji mocno ograniczonego dostępu do finansowania z innych źródeł. Obok wyższego kosztu depozytów w wynikach uwzględnić należy wyższy profil ryzyka kredytowego jakim charakteryzuje się portfel kredytowy grupy (prognozujemy 3,5% kosztów ryzyka w 2009 roku, vs. 1,5% dla innych pokrywanych banków). Wyniki 3Q09 wskazały na znaczny spadek przychodów w relacji do 1H09 (podnoszony przez wycenę instrumentów pochodnych). Uważamy jednak, że rosnący portfel kredytów i poprawiająca się sytuacja w zakresie dochodowości aktywów, jak również niższe odpisy na ryzyko kredytowe (koniec odpisów na kredyty konsumpcyjne), dadzą poważne argumenty za istotną poprawą zysku netto. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rejestracja połączenia Getin Noble Banku, 11 stycznia nowa strategia

Sąd zarejestrował połączenie Noble Banku z Getin Bankiem. Połączony bank działać będzie pod nazwą Getin Noble Bank i 11 stycznia (przyszły poniedziałek) przedstawi nową strategię. Podczas spotkania z prasą, prezes Getin Noble Bank, K. Rosiński, powiedział że celem jest wejście do grona pięciu największych banków działających w Polsce w horyzoncie kilku lat. Oddziały banku będą funkcjonowały nadal w ramach wyodrębnionych placówek Noble Banku, specjalizujących się w bankowości prywatnej oraz placówek Getin Banku specjalizujących się w bankowości detalicznej. Getin Noble Bank na początku 2010 roku ma łącznie 510 placówek bankowych. Czekamy na ogłoszenie strategii. Po niej będziemy w stanie ocenić, jakie ścieżki bank wybierze w celu poprawy swojej pozycji rynkowej i realizacji tego celu.

Moody's wycofał ratingi dla Getin Banku w związku z połączeniem z Noble

Agencja Moody's wycofała wszystkie ratingi dla Getin Banku, gdyż spółka w świetle prawa przestała istnieć w związku z połączeniem z Noble Bankiem. W komunikacie podano, że działanie to nie odzwierciedla zmian w ocenie kredytowej spółki. Pytanie, czy Moody's wznowi rating dla nowego banku.

Noble Bank kupuje GMAC Bank Polska

8.12.09 Noble Bank podpisał umowę nabycia 100% akcji GMAC Bank Polska i przejęcia jego działalności związanej z finansowaniem sektora samochodowego w Polsce. Noble Bank jest obecnie w trakcie łączenia z GETIN Bankiem, liderem na rynku kredytów samochodowych. Podpisana umowa dodatkowo umocni pozycję połączonych Banku jako lidera w obszarze kredytów samochodowych w Polsce. Podpisana umowa obejmuje nabycie 100% kapitału zakładowego Banku. Łączna cena nabycia wskazanych w umowie akcji została określona, jako 95% kwoty wartości księgowej, która zostanie wskazana przez audytora w sprawozdaniu finansowym Banku na dzień Zamknięcia Transakcji. Wartość księgową na 30.07.09 sięgała 130,8 mln PLN. Suma bilansowa na koniec października 2009 wynosiła 442 mln PLN. Ciekawa transakcja. Biorąc pod uwagę wysoki udział kapitałów własnych w sumie bilansowej banku (mimo, że kapitały podane są na koniec lipca, a suma bilansowa na koniec października), wesprze to poziom współczynnika wypłacalności w Noble Banku. Jednocześnie umocni pozycję Noble Getin Banku jako lidera w zakresie sprzedaży kredytów samochodowych.

Koniec fuzji operacyjnej

Mimo że prawnie połączenie stało się efektywne 4 stycznia, już w grudniu '09 poinformowano o zakończeniu fuzji operacyjnej Getin Banku i Noble Banku. Zintegrowano już pionierskie odpowiedzialne za produkty, sprzedaż, marketing. Bank liczy na oszczędności i ograniczenie w wydatkach marketingowych o 20–30%, spadek nakładów inwestycyjnych o 30 – 40% (np. poprzez kupno pojedynczych aplikacji produktowych). Fuzja oznacza również zniknięcie MetroBanku (marki kredytów hipotecznych Noble Banku), niepewna jest również przyszłość DomBanku. Połączenie nie przyniosło jednak redukcji etatów, a zatrudnienie się zwiększa. Z punktu widzenia klienta, marka Getin Banku i Noble Banku pozostanie, więc nic się nie zmieni. Skoro obie marki pozostaną na rynku, to nie wiemy w jaki sposób bank będzie chciał ciąć wydatki na marketing. Być może stanie się to dzięki ograniczonej promocji marek, które znikną z rynku. Jednak fakt, że bank już jest praktycznie po fuzji operacyjnej jest bardzo pozytywny. Wcześniej obawiano się, że po fuzji prawnej, w banku czeka nas małe zamieszanie, nieodłączne przy tego rodzaju procesach. W dalszym ciągu oczekujemy większej koncentracji na procesach integracji w pierwszym i drugim kwartale 2010, jednak jak widać nie musi to ograniczać potencjału sprzedażowego obu instytucji.

Getin Holding chce przejąć bank WestLB?

Spółka konkuruje o polską spółkę banku z co najmniej dwoma innymi instytucjami. Może to oznaczać, że Getin Holding jest zainteresowany bankowością korporacyjną. Polski oddział WestLB jest sprzedawany w konsekwencji nowej strategii przedstawionej w Komisji Europejskiej, która zakłada redukcję aktywów i skupienie się na kluczowym rynku. W Polsce bank miał bardzo małą ekspozycję: 270 mln PLN w kapitałach własnych, 22,5 mln PLN zysku netto po trzech kwartałach 2009 (+32% R/R), sumę bilansową na poziomie 1,6 mld PLN (2,3 mld PLN przed rokiem) i 48 pracowników. Rozmowy z zainteresowanymi inwestorami powinny zakończyć się w ciągu miesiąca. WestLB działa w Polsce jako wyspecjalizowany bank korporacyjny. Obsługuje duże i średnie firmy. Zajmuje się także finansowaniem większych przedsięwzięć, m.in. infrastrukturalnych. Być może jest to krok w kierunku zbudowania banku uniwersalnego. Przejęcie WestLB byłoby przyczółkiem do tego. Działalność WestLB w Polsce była niszowa i wiele znaczył tutaj czynnik ludzki. Przejęcie aktywów nie pozwoli na rozwój jeśli straci się pracowników. Uważamy, że Getin Holding podejdzie do sprawy tak jak przy poprzednich przejęciach i będzie zainteresowany tylko, gdy cena okaże się atrakcyjna.

Doradztwo finansowe

W 2010 roku rynek doradztwa finansowego sprzeda około 15% więcej kredytów hipotecznych niż w 2009, powiedział prezes Expandera. Oznaczałoby to sprzedaż na poziomie 12,5 mld PLN. Po pierwszych trzech kwartałach ub.r. sprzedano 7,9 mld PLN kredytów. Wg przedstawicieli OF, banki w 4Q09 coraz częściej były chętne współpracować z pośrednikami. Jego zdaniem w całym 2009 roku sprzedanych zostanie około 10,9 mld PLN poprzez pośredników. Jednak duży rozwój oczekiwany jest po stronie pośrednictwa sprzedaży produktów inwestycyjnych. Największym graczem na rynku pozostaje Open Finance, który ze sprzedaży za pierwsze trzy kwartały zgarnął aż 5,2 mld PLN. Reszta rynku doradztwa odnotowała bardzo poważne spadki sprzedaży, szybsze niż sprzedaż rynku. OF istotnie wzmocnił swoje udziały rynkowe. Uważamy, że w 2010 roku sytuacja mniejszych graczy poprawi się w większym stopniu niż w OF. Przyczynami, dla których w 2009 roku banki unikały sprzedaży poprzez sieci doradztwa były naszym zdaniem: zaostrzone procedury kredytowe oraz chęć lepszego wykorzystania własnej sieci, która ma potencjał do sprzedaży mniejszych wolumenów.

Powołanie prezesa Getin Holding

Pan Radosław Boniecki objął stanowisko prezesa Getin Holding z dniem 1 stycznia 2010. Od 20 października ub.r. jest on członkiem zarządu. Wcześniej przez wiele lat pracował w EFL (w latach 1994 – 2008) oraz pełnił funkcję Dyrektora Generalnego Carcade od 2008 roku. Jednocześnie Pan Krzysztof Rosiński został odwołany z funkcji prezesa GH, w związku z planowanym objęciem funkcji prezesa Getin Noble Bank.

Nowy prezes dostał akcje Getin Holding

Nowy prezes połączonego Getin Noble Banku otrzymał 1 mln akcji Getin Holding za 1 mln PLN. Akcje są zablokowane do ZWZA zatwierdzającego wyniki za 2011 rok. Odblokowanie akcji jest możliwe tylko w przypadku realizacji wyznaczonych celów biznesowych. Na koniec 2010 roku cele zostaną zweryfikowane. Istnieje opcja, że nowy prezes otrzyma tylko część udziałów. Cele postawione przed nowym prezesem nie zostały ujawnione, jednak na 11 stycznia 2010 planowane jest ogłoszenie strategii w Getin Holding, czyli przede wszystkim Getin Noble Banku. *Puls Biznesu* pisze, że strategia przewiduje kasację marki MetroBanku (hipoteczne ramię Noble Banku), ale zarówno Getin Bank jak i Noble Bank będą działały pod odrębnymi szyldami. Obok Prezesa K. Rosińskiego, pierwszym wiceprezesem z bardzo dużym wpływem na zarządzanie będzie Jarosław Augustyniak, dotychczasowy prezes Noble Banku.

**Handlowy (Trzymaj)**

Cena bieżąca: 72,6 PLN

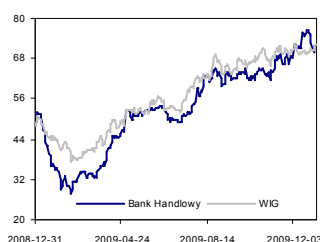
Cena docelowa: 67,8 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 520,4	11,3%	1 559,0	2,5%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,8%		4,1%		MC (cena bieżąca)	9 479,4
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 428,8	5,0%	2 428,5	0,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 209,1	32,9%	1 060,9	-12,3%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	707,6	-6,8%	766,5	8,3%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	552,0	-8,1%	605,0	9,6%		
ROE	15,0%	10,7%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	6,7%
P/E	11,5	15,8		17,2		15,7		Zmiana ceny: 6m	48,1%
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	40,6%
D/PS	4,1	4,8		0,0		3,4		Max (52 tyg.)	76,3
Dyield (%)	5,7	6,5		0,0		4,7		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Dobre wyniki za 3Q09 oraz jednorazowy zysk z tytułu zwrotu podatku przekładają się bezpośrednio na poziom zeszłorocznego zysku, a ten w większości zostanie przeznaczony na dywidendę. Przy współczynniku wypłacalności na poziomie 15,2% (w całości Tier I) bank jest w stanie wypłacać większość zysków. Obok perspektyw na dywidendę dającą przy obecnych wycenach rentowność brutto na poziomie 4,8% (najwyższy poziom spośród banków giełdowych), rynek pozna w najbliższy czwartek (7 stycznia) nową strategię banku. Po zapoznaniu się ze strategią przedstawioną przez zarząd przedstawimy naszą ocenę banku opartą o nowe założenia. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 790 PLN

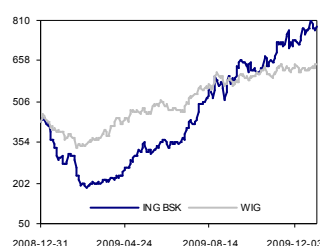
Cena docelowa: 696 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 451,3	26,0%	1 573,8	8,4%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	10 277,9
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 615,0	26,9%	2 753,1	5,3%	Free float	18,5%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 102,4	89,9%	1 184,1	7,4%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	756,4	34,3%	852,4	12,7%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	600,4	34,8%	676,6	12,7%		
ROE	16,6%	11,1%		13,3%		13,1%		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/E	16,3	23,1		17,1		15,2		Zmiana ceny: 6m	113,5%
P/BV	2,7	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	76,7%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dywid (%)	3,5	1,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Duża liczba klientów detalicznych (głównie depozytowych), zapewniła bankowi stabilność źródeł finansowania w okresie wojny depozytowej i obroniła przed odpływem środków, nawet mimo znacznego dyskonta w ofercie banku względem największej konkurencji (OKO od sierpnia oprocentowane jest na 3,25%, konto oszczędnościowe w PKO BP daje od 3,75% do 4,5%). Po stronie aktywnej przeważa portfel kredytów korporacyjnych, gdzie nawet na udzielonych już kredytach banki mają możliwość renegotiacji marży (w przypadku kredytów hipotecznych nie jest to praktycznie możliwe). Płynny bilans daje też uprzywilejowaną pozycję przy nowej akcji kredytowej (wysokie marże). Jednocześnie historycznie konserwatywnie nastawiony do ryzyka bank, nie ponosi istotnych strat kredytowych. Uważamy, że trendy te będą sprzyjać ING BSK w kolejnych kilku kwartałach, co wyróżni go na tle konkurencji. Zostało to jednak zdyskontowane przez obecną wycenę rynkową. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Małgorzata Kołakowska pokieruje ING BSK

Rada Nadzorcza ING BSK powołała na stanowisko Prezesa banku obecną Wiceprezes banku, Małgorzatę Kołakowską. Kołakowska pracuje w ING BSK od października 2006 roku, a od lipca 2007 roku pełni funkcję Wiceprezesa Zarządu. Jednak z ING BSK była związana już wcześniej, w latach 1993 – 1996. W trakcie przerwy była m.in. Dyrektorem ds. Polski i Krajów Bałtyckich w EOBR. Zgodnie z wcześniejszymi spekulacjami prasowymi. Naszym zdaniem stanowi to o chęci kontynuowania dotychczasowej strategii banku.

Bank zamknie rok wzrostem i lepszym wynikiem

ING BSK zamknie 2009 rok wzrostem wolumenów, przede wszystkim kredytów, i wynikiem lepszym niż rok wcześniej. Zdaniem prezesa, mimo trudnej sytuacji rynkowej, mijający rok był dla banku kolejnym okresem "organicznego wzrostu", „sytuacja rynkowa nie zachwiała ścieżki wzrostu organicznego wzrostu”. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów w ING BSK o 14,4% w 2009 roku, przy płaskim poziomie depozytów klientów (po 3Q09 kredyty rosły 12,8% YTD, depozyty spadały 1,2% YTD, a suma bilansowa obniżyła się o 7,7% YTD). Prognozujemy, że bank osiągnie 600 mln PLN zysku netto w 2009 roku, o 35% wyższego niż rezultat 2008 roku. Deklaracje Prezesa są zatem zgodne z oczekiwaniami rynkowymi.

ING Bank Śląski wydał ponad 100 tysięcy kart zbliżeniowych

ING BSK wydał ponad 100 tysięcy kart zbliżeniowych Maestro PayPass. Karty zbliżeniowe służą do regulowania drobnych płatności. Maksymalna kwota jednorazowej transakcji wynosi 50 PLN.



Kredyt Bank (Trzymaj)

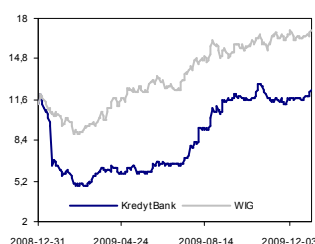
Cena bieżąca: 12,4 PLN Cena docelowa: 11,76 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	1 055,8	-0,4%	1 094,4	3,7%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,7%		2,6%		MC (cena bieżąca)	3 374,0
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 536,7	-3,1%	1 571,7	2,3%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	570,2	7,3%	603,9	5,9%		
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	36,8	-91,3%	145,1	294,6%		
Zysk netto	388,3	324,9	-16,3%	29,4	-90,9%	116,0	294,6%		
ROE	17,9%	13,2%		1,1%		4,2%		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/E	8,7	10,4		114,7		29,1		Zmiana ceny: 6m	92,6%
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	6,6%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,8
Dyid (%)	3,0	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Wynik operacyjny przed rezerwami wzrósł po trzech kwartałach o 10% R/R dzięki optymalizacji bazy kosztowej (wydatki -5%, przychody bankowe niezmiennione R/R). Widoczny jest spadek dochodowości aktywów (wskaźnik przychody/aktywa spadł do 4% z 5,4% rok temu). Uważamy, że 2010 roku bank częściowo odbuduje dochodowość aktywów (wzrost wyniku prowizyjnego stanowi naszym zdaniem największy potencjał). Ciągłe dużym obciążeniem dla wyniku Kredyt Banku pozostają odpisy na złe kredyty (motorem jest segment consumer finance). Uważamy, że w kolejnych kwartałach koszty ryzyka pozostaną na wysokim poziomie. Informacja o sprzedaży spółki „Żagiel” (oczekiwany wpływ na zysk netto 4Q09 230 mln PLN), pozwoli bankowi nie wykazać straty, która nastąpiłaby w wyniku przeglądu portfela należności konsumpcyjnych. Nie pozwoli zatem na odbudowanie bazy Tier I. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Sprzedaż spółki Żagiel do KBC

Kwota, za którą sprzedano pośrednika finansowego Żagiel do KBC (finalizacja miała miejsce 16 grudnia'09), to 350 mln PLN. W przypadku sprzedaży spółki Żagiel przez KBC podmiotowi zewnętrznemu za kwotę wyższą niż 350 mln PLN, Kredyt Bank dodatkowo otrzyma od KBC uzyskaną kwotę nadwyżki pomniejszoną o stosowne podatki i opłaty. W przypadku dokonania przez KBC sprzedaży akcji spółki Żagiel podmiotowi zewnętrznemu za kwotę mniejszą od 350 mln PLN, ryzyko Kredyt Banku jest ograniczone do 10% zaproponowanej ceny sprzedaży. Zarząd banku szacował, że pozytywny wpływ planowanej transakcji sprzedaży akcji spółki Żagiel na wynik finansowy netto Grupy Kapitałowej Kredyt Banku w 2009 wyniesie około 230 mln PLN. Zarząd Kredyt Banku poinformował jednocześnie, że mając na względzie trudną sytuację w segmencie consumer finance, dokonał przeglądu jakości portfela kredytowego tego segmentu, w wyniku którego w grudniu ub.r. dotworzył dodatkowe rezerwy. Zarząd przewiduje, że w przypadku realizacji transakcji sprzedaży akcji spółki Żagiel do końca 2009 roku, bank uzyska w 2009 roku dodatni wynik finansowy. Kredyt Bank wprowadzi obecnie produkty o podobnej charakterystyce jak kredyty wcześniej oferowane przez Żagiel, które będzie oferował przez własną sieć (portfel consumer finance Żagla będzie wygaszał, w Kredyt Bank będzie tworzony od początku). Jednocześnie Kredyt Bank będzie finansował kredyty sprzedawane poprzez sieć współpracy z punktami detalicznymi (zapewne przyjmując inne zasady współpracy – rozliczeń wzajemnych oraz zarządzania ryzykiem kredytowym).

KBC nie chce sprzedawać Warty

KBC nie chce sprzedawać Warty, powiedział Geert de Kegel, wiceprezes tego ubezpieczyciela. Sporządzenie wyceny spółki zostało wykonane na potrzeby rozmów z Komisją Europejską. KBC musiało wskazać komisji obecną sytuację i plany rozwoju w poszczególnych obszarach. Warta generuje 60% przychodów z działalności w regionie Europy Środkowo – Wschodniej oraz odpowiada za 30% składki ubezpieczeniowej całej grupy KBC. Im mniejsze prawdopodobieństwo sprzedaży Warty, tym bardziej pewne jest pozostanie Kredyt Banku w grupie KBC. Jednak naszym zdaniem transakcji sprzedaży udziałów (lub np. częściowej sprzedaży) nie można wykluczyć. Jeśli KBC nie uda się pozyskać środków z dezinvestycji w innych obszarach grupy (planowanych w programie restrukturyzacyjnym zatwierdzonym ostatnio przez KE), może zostać zmuszony do sięgnięcia po inne środki.

Rezygnacja Członka Zarządu

W związku ze sprzedażą pośrednika „Żagiel”, Pan Michał Oziębło złożył rezygnację z funkcji Wiceprezesa Zarządu Kredyt Banku. Informacja oczekiwana.



Millennium (Akumuluj)

Cena bieżąca: 5 PLN

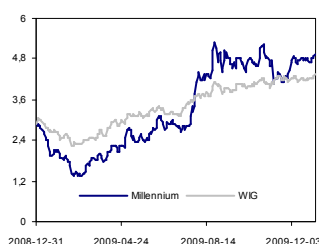
Cena docelowa: 4,96 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	819,9	1 181,3	44,1%	709,0	-40,0%	963,6	35,9%	Liczba akcji (mIn)	849,2
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%		1,5%		2,1%		MC (cena bieżąca)	4 203,4
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 401,0	-23,3%	1 673,5	19,5%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	377,0	-42,6%	634,3	68,3%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	-53,3		189,3			
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	-43,1		153,3			
ROE	19,5%	15,5%				5,4%		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/E	9,1	10,2				27,4		Zmiana ceny: 6m	84,7%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	73,7%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	3,4	3,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



W styczniu będzie miała miejsce emisja akcji Millennium (dzień prawa poboru ustalono na 19 stycznia). Zatem najbliższe kilkanaście dni będzie obfitowało w wiele wydarzeń (publikacja prospektu emisyjnego po jego zatwierdzeniu przez KNF, ogłoszenie ceny emisyjnej i ostatecznej skali emisji). Bank chce pozyskać ok. 1 mld PLN poprzez emisję maksymalnie 425 mln akcji. Uważamy, że liczba nowych akcji będzie niższa. Podtrzymujemy opinię, że bank nie potrzebuje dodatkowych kapitałów, aby zrealizować nasze prognozy wyników finansowych. Jest to spójne z deklaracjami banku towarzyszącymi emisji, które kładą nacisk na fakt, że nowe kapitały posłużą istotnemu wzmocnieniu pozycji rynkowej. Przy emisji nie ma mowy o ewentualnych nadzwyczajnych stratach. Uważamy, że bank nie osiągnie w 2012 roku ROE na poziomie 15%. Musiałoby to oznaczać poprawę rentowności aktywów większą niż zakładamy w naszych prognozach. Wskaźnik koszty/dochody poniżej 60% zostanie zrealizowany. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Millennium złożył prospekt, dzień prawa poboru ustalony na 19 stycznia

NWZA Banku Millennium zdecydowało o emisji do 425 mln akcji serii L z prawem poboru. Dniem prawa poboru jest 19 stycznia. Zgodnie z wcześniejszymi informacjami BCP wykona swoje prawa poboru (ma 65,5% udziałów). Emisja akcji, z której bank planuje pozyskać około 1 mld PLN, zaplanowana jest na 1Q10.

Prezes o obecnej sytuacji banku

Według prezesa Kotta sprzedaż kredytów gotówkowych się ustabilizowała, miesięcznie wynosi około 100 mln PLN. W kredytach hipotecznych bank ma tendencję wzrostową, rośnie również wartość kredytów dla przedsiębiorstw. Prezes Millennium podtrzymał, że bank nie ma planów powrotu do oferty kredytów hipotecznych we frankach. Widać, że bank po trudnej pierwszej połowie roku, po przeprowadzonej restrukturyzacji wydatków, powoli zwiesza wolumen sprzedaży.

Segment przedsiębiorstw na celowniku

Bank chce zwiększyć skalę leasingu o 30% w 2010 roku, pozyskując przy tym klientów w segmencie MSP. Jednocześnie zapowiada również wzrost akcji kredytowej w całym segmencie korporacyjnym. Realizacja strategii ogłoszonej ostatnio.



Pekao (Redukuj)

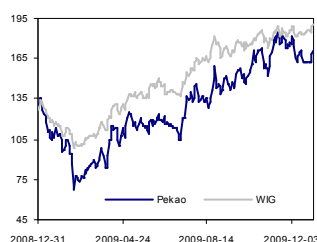
Cena bieżąca: 171,2 PLN Cena docelowa: 164,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 823,3	-15,2%	4 414,0	15,4%	Liczba akcji (mIn)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,9%		3,3%		MC (cena bieżąca)	44 890,8
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 077,8	-6,6%	7 843,0	10,8%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 446,8	-24,0%	4 142,8	20,2%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 925,8	-32,7%	3 638,4	24,4%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 356,9	-33,2%	2 934,1	24,5%		
ROE	23,1%	23,0%		13,8%		15,5%		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/E	12,6	12,7		19,0		15,3		Zmiana ceny: 6m	63,2%
P/BV	3,1	2,8		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	30,9%
D/PS	9,0	9,6		0,0		6,3		Max (52 tyg.)	184,6
Dyid (%)	5,3	5,6		0,0		3,7		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Wynik netto na poziomie 620 mln PLN przekroczył nasze oczekiwania (577 mln PLN). Źródłem zaskoczenia były jednak przede wszystkim niższe odpisy na ryzyko kredytowe (wynik operacyjny przed rezerwami 901 mln PLN vs. prognoza 886 mln PLN). Nie ma to wpływu na długoterminowe prognozy, które dla całego sektora bankowego zakładają spadek poziomu odpisów w relacji do portfeli kredytowych (średnio zakładamy 0,5% po 2011 roku). Rewizja poziomu wyniku netto na 2010 rok, wynika z przyjęcia scenariusza szybszego wzrostu stóp rynkowych, a w konsekwencji osiągnięcia lepszej marży odsetkowej netto (3,3% vs. 3,1% poprzednio i 2,9% w całym 2009 roku). Dodatkowo obniżamy założenie dla tegorocznych kosztów ryzyka (z -0,8% do -0,7%). Prognozy na lata kolejne nie zmieniły się istotnie. Biorąc pod uwagę wysoki współczynnik wypłacalności (15,3% po 3Q09) podnosimy istotnie stopę wypłaty z zysków. Zakładamy, że już w 2010 roku bank wypłaci 70% wyniku za 2009 (poprzednio 50%) i stopa ta utrzyma się w horyzoncie kilku lat. W długim terminie, pozostawiamy stopę wypłaty na poziomie prawie 80%. Ma to pozytywny wpływ na wycenę banku. Wypłata dodatkowego kapitału, poprawia długoterminowe ROE, które rośnie z 16,8% do 17,7%. Spadek ceny od naszego ostatniego raportu analitycznego na temat Pekao o 7% (raport z 13 listopada'09) zniwelował premię w wycenie Pekao względem BZ WBK i PKO BP.

Kandydaci na prezesa

Najpoważniejszymi kandydatami na stanowisko prezesa Pekao są: Alicja Kornasiewicz (Prezes UniCredit CA IB Polska) oraz Luigi Lovaglio (obecny Wiceprezes Pekao). Członkowie Rady Nadzorczej banku mogą do końca grudnia zgłaszać swoje kandydatury. 12 stycznia ma zostać wybrany nowy prezes. W RN banku jest czterech przedstawicieli UniCredit, czterech członkowie niezależni oraz prezes Allianz Polska. *Parkiet* pisze, że zarówno członkowie ze strony UniCredit jak i niezależni mogą zgłosić po jednym kandydacie. Według gazety ci pierwsi woleliby A. Kornasiewicz, drudzy L. Lovaglio. Dowiemy się niedługo. Istotnym pytaniem z punktu widzenia zmian w zarządzie jest to, czy zmiany na stanowisku prezesa nie spowodują dalszych rozszad.

Pekao ma prawo pożyczyć do 500 mln EUR od UniCredit Luxembourg

Bank Pekao podpisał z UniCredit Luxembourg umowę, na mocy której uzyskał prawo do pozyskania od tej firmy pożyczki w wysokości do 500 mln EUR na bieżącą działalność operacyjną banku. Pekao ma prawo zaciągnąć pożyczkę w UniCredit Luxembourg w okresie do jednego roku od daty podpisania umowy. Naszym zdaniem celem pożyczki może być finansowanie portfela kredytów walutowych w Pekao. Kwota ta stanowi jednocześnie 1,7% sumy bilansowej Pekao na koniec 3Q09. Uważamy, że jest to jeden z bieżących elementów zarządzania sumą bilansową banku i taka działalność prowadzona była również wcześniej.



PKO BP (Redukuj)

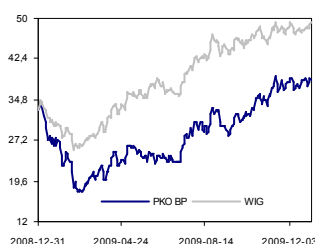
Cena bieżąca: 38,6 PLN Cena docelowa: 35,7 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 049,8	-17,6%	6 004,7	18,9%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,5%		3,8%		MC (cena bieżąca)	48 187,5
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 577,2	-5,7%	9 118,0	6,3%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 588,8	-9,9%	5 095,2	11,0%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 957,6	-25,6%	3 910,7	32,2%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 303,7	-26,2%	3 086,6	34,0%		
ROE	26,4%	24,1%		13,5%		14,7%		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/E	13,3	12,4		20,9		15,6		Zmiana ceny: 6m	65,5%
P/BV	3,2	2,8		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	12,9%
D/PS	1,0	1,1		1,0		1,4		Max (52 tyg.)	39,3
Dywid (%)	2,5	2,8		2,6		3,6		Min (52 tyg.)	17,4

* przed kosztami rezerw



Publikacja danych po 3Q09 wskazała na znaczące wzmocnienie pozycji PKO BP w segmencie korporacyjnym. Zdaniem banku kapitały pozyskane z emisji mają pozwolić na dalszy wzrost udziałów rynkowych. Zakładamy, że w 2010 roku portfel kredytów ogółem wzrośnie o prawie 10%, depozytów o 9% (oczekiwania dla rynku to odpowiednio 5% i 8,5%). Uważamy, że w długim terminie bankowi coraz trudniej będzie pozyskiwać udziały rynkowe. Oczekujemy zmiany postawy konkurencji. Obecnie niewiele banków patrzy przychylnym okiem na wzrost wolumenów w segmencie korporacyjnym. Poprawa profilu ryzyka zaskoczy innych graczy i utrudni zadanie postawione w PKO BP. W najbliższym czasie przedstawimy naszą nową ocenę sytuacji w sektorze bankowym i jednocześnie PKO BP. Na razie pozostawiamy rekomendację bez zmian.

PKO BP sprzedał w X i XI kredyty hipoteczne o wartości 2,2 mld PLN

PKO BP sprzedał w październiku i listopadzie kredyty hipoteczne za 2,2 mld PLN. Bank liczy, że w 2010 roku miesięczna sprzedaż tych kredytów także będzie przekraczała 1 mld PLN. Sprzedaż zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami. W 2010 roku oczekujemy wzrostu sprzedaży na całym rynku, zatem bank nie powinien mieć problemu z utrzymaniem sprzedaży na obecnych poziomach.

PKO BP został strategicznym partnerem funduszu Marguerite

PKO BP podpisał jako, jedna z sześciu instytucji założycielskich posiadających status tzw. core sponsor, umowę subskrypcyjną o zaangażowaniu środków kapitałowych w wysokości co najmniej 600 mln EUR, w tym 100 mln EUR każdy w fundusz Marguerite. Fundusz będzie finansować inwestycje związane z infrastrukturą transportową, podał bank w komunikacie. Uzyskany status pozwoli bankowi na współdecydowanie o strategii i polityce inwestycyjnej Funduszu w skali europejskiej. Bank będzie też startować z uprzywilejowanej pozycji w oferowaniu finansowania projektów realizowanych przez Fundusz w ramach wspólnej puli środków w wysokości 5 mld EUR. Inicjatywa jest ważna także dlatego, że Bank jako jeden z głównych partnerów Funduszu będzie miał realny wpływ na dobór realizowanych inwestycji. Do końca 2011 r. fundusz Marguerite ma pozyskać od wszystkich inwestorów kwotę 1,5 mld EUR kapitału. Pozytywna informacja, zapowiadana wcześniej.

Konkurs na wiceprezesów banku

Wg informacji „Rz” Rada Nadzorcza PKO BP ma zdecydować o ogłoszeniu konkursu na wiceprezesa banku odpowiedzialnego za bankowość inwestycyjną. Poprzedni konkurs nie został rozstrzygnięty. Wg gazety żaden z kandydatów nie został zaakceptowany przez nowego prezesa banku. W konkursie straciły 24 osoby. Stanowisko wiceprezesa odpowiedzialnego za bankowość inwestycyjną pozostaje nieobsadzone od 7 lipca. Jednocześnie gazeta pisze, że wybór nowego wiceprezesa ds. inwestycji może być tylko początkiem zmian w zarządzie banku. Nowy prezes musi mieć wpływ na to z kim będzie współpracował. Brak obowiązku stosowania ustawy kominowej (możliwe dzięki spadkowi bezpośredniego spadku zaangażowania Skarbu Państwa poniżej 50%) może przyciągnąć do banku szersze grono kandydatów.

Plany pozyskania pożyczki podporządkowanej przez Kredobank

Kredobank, ukraińska spółka zależna PKO BP, planuje w marcu 2010 pozyskać 15 mln USD długu podporządkowanego. Skala niewielka z perspektywy skali grupy PKO BP (około 43 mln PLN). Jednak nie spodziewamy się, aby 2010 roku ukraińska spółka zależna zaskoczyła in plus.

Paliwa, energetyka, chemia

Orlen i Lotos spełnią cel biopaliwowy

URE ocenia, że w 2009 roku Orlen i Lotos spełniły wymogi prawne dotyczące 4,6% udziału biopaliw w sprzedaży paliw ogółem. Po trzech kwartałach wskaźnik ten wynosił 4,89%. Ten komunikat URE jest zbieżny z wcześniejszymi zapowiedziami spółek.

Możliwe problemy z dostawami ropy?

Według doniesień agencji opartych o wypowiedzi przedstawicieli białoruskich rafinerii, Rosja wstrzymała dostawy ropy do tych zakładów w reakcji na załamanie się negocjacji w sprawie opłat tranzytowych na białoruskim odcinku rurociągu Przyjaźń. Strona rosyjska zdementowała te doniesienia. Na razie przesył tranzytowy odbywa się bez zakłóceń. Sytuacja ta może zwiększyć nerwowość inwestorów, aczkolwiek ewentualne wstrzymanie dostaw będzie mieć raczej charakter chwilowy nie zakłóci pracy polskich rafinerii i nie wpłynie na wzrost kosztów. Rurociąg Przyjaźń odpowiada za około 17% eksportu rosyjskiej ropy.

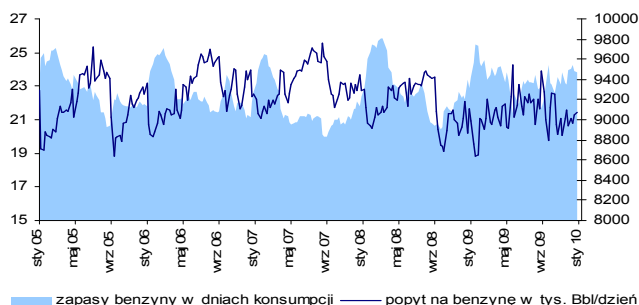
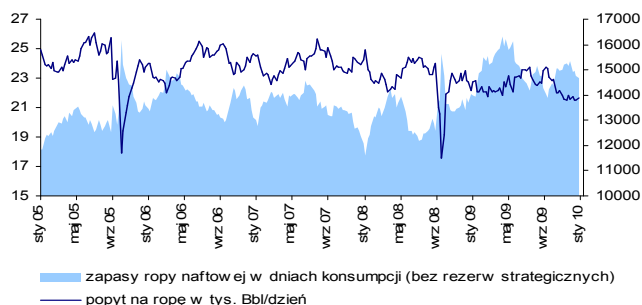
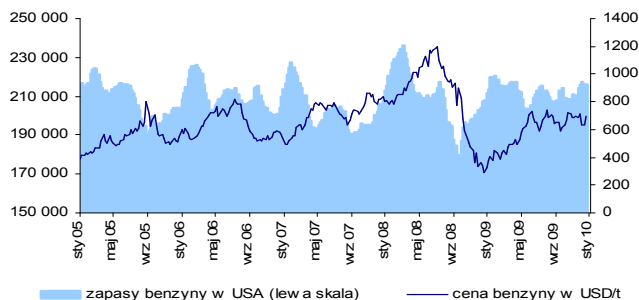
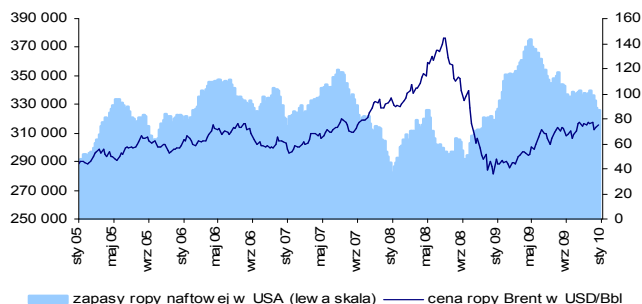
Techniczne zmiany w ustawie o zapasach

Rząd przyjął nowelizację ustawy o zapasach obowiązkowych, w której w relacji do poprzedniego prawa zmieniony został sposób naliczania kary pieniężnej za niedopełnienie obowiązku utrzymywania rezerw paliw i surowca. Nowela nie odnosi się w żaden sposób do zapowiadanych wcześniej zmian całego systemu zapasów obowiązkowych i proponowanego przeniesienia tego obowiązku na agencję państwową. Nie oznacza to jednak, że dyskusja nad tym projektem została zakończona i rząd nadal pracuje nad projektem złożonym w tej sprawie przez Ministerstwo Gospodarki.

Spadek zapasów paliw i średnich destylatów

Grudzień upłynął na amerykańskim rynku paliwowym pod znakiem mocnego spadku rezerw ropy naftowej (-14 mln baryłek i powrót do poziomów z początku 2009 roku), co było spowodowane wzrostem przerobu w rafineriach (zwiększenie CUR o 0,5 punktu procentowego do 80,3%), przy jednoczesnym ponad 8,5% spadku średniego dziennego importu. Bardzo pozytywne odczyty pojawiły się także w przypadku średnich destylatów, na które popyt wzrósł w relacji do listopada średnio o 2,6%, co wpłynęło na zmniejszenie zapasów tych paliw o 3,9%. Rezerwy benzyny trochę wzrosły, aczkolwiek w drugiej połowie grudnia już obserwowaliśmy tendencję spadkową, co w połączeniu z dobrymi danymi z rynku diesla wpłynęło na poprawę marż rafineryjnych. Najbliższe tygodnie powinny w naszej opinii przynieść kontynuację tych tendencji, co przy możliwej stabilizacji cen ropy (efekt umocnienia dolara względem EUR) wpłynie na dalszy wzrost cracków.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



CEZ (Trzymaj)

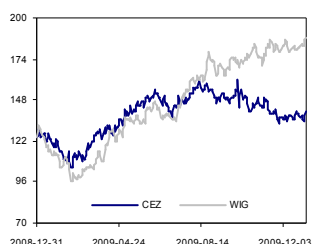
Cena bieżąca: 140,8 PLN

Cena docelowa: 140,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn CZK)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	174 563,0	181 638,0	4,1%	184 029,2	1,3%	181 819,4	-1,2%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	89 223,6	2,3%	86 657,0	-2,9%	MC (cena bieżąca)	75 749,0
marża EBITDA	41,5%	48,0%		48,5%		47,7%		EV (cena bieżąca)	96 331,0
EBIT	50 303,0	65 163,0	29,5%	65 984,7	1,3%	61 535,3	-6,7%	Free float	29,3%
Zysk netto	41 555,0	46 510,0	11,9%	50 343,4	8,2%	47 079,2	-6,5%		
P/E	11,8	11,5		9,7		10,3		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	7,7	7,8		6,6		6,7		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	2,9	3,1		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	58,1%
EV/EBITDA	7,8	7,3		6,9		7,3		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	2,2	4,4		5,5		6,0		Min (52 tyg.)	105,0



Akcje CEZ kolejny miesiąc z rzędu zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu, co miało zapewne związek z utrzymującym się negatywnym sentymentem w całym sektorze, wynikającym ze spodziewanych dużych ofert ze strony polskiego resortu skarbu. Ostatnie tygodnie przyniosły już jednak odbicie cen energii na rynku niemieckim, co powinno przełożyć się także na rynek czeski i pozytywnie wpłynąć na kurs czeskiego koncernu. W naszej opinii w perspektywie najbliższych kwartałów (wyniki za 4Q'09 i 1Q'10) trudno jednak oczekiwać pozytywnych zaskoczeń i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację dla Spółki. Wszystko na to wskazuje, że negatywne tendencje na wynikach powinny odwrócić się w drugim półroczu.

Produkcja energii jądrowej nieco niższa od zakładanej

Według podanych przez koncern informacji, elektrownie atomowe CEZ wyprodukowały w ubiegłym roku 27,2 TWh energii elektrycznej wobec planowanych przez Zarząd 27,4 TWh. Nieco mniejsza produkcja to efekt dłuższego przestoju związanych z wymianą paliwa w Temelinie. Nie powinno to stanowić zaskoczenia i nie będzie miało istotnego wpływu na wyniki 4Q, w którym produkcja energii atomowej wyniosła 7 TWh vs. 6,5 TWh w 3Q'09 i 6 TWh w 4Q'08.



Ciech (Trzymaj)

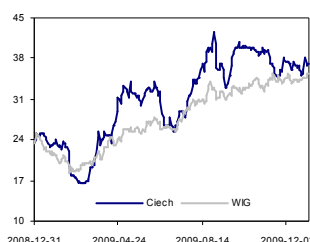
Cena bieżąca: 37 PLN

Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 639,0	-3,8%	3 810,0	4,7%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	380,2	-17,3%	450,3	18,4%	MC (cena bieżąca)	1 035,4
marża EBITDA	6,5%	12,2%		10,4%		11,8%		EV (cena bieżąca)	2 703,5
EBIT	43,0	256,4	496,6%	157,6	-38,5%	210,0	33,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		-35,9		70,3			
P/E		23,3				14,7		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	7,0	4,2		5,5		3,3		Zmiana ceny: 6m	39,5%
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	48,5%
EV/EBITDA	10,0	5,9		7,1		6,1		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	5,7	5,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



W przypadku Ciechu inwestorzy nadal czekają na rozstrzygnięcie procesu prywatyzacyjnego i finalizację umów z bankami. Do tego czasu nie należy się spodziewać znacznych ruchów na kursie. W naszej opinii wyniki 4Q'09 również nie przyniosą specjalnych zaskoczeń, a poprawiająca się koniunktura i marże w segmencie organicznym znajdą odzwierciedlenie dopiero w 1Q'10. Dopiero kontynuacja tych tendencji skłoni nas do ewentualnego podniesienia rekomendacji. Tymczasem utrzymujemy neutralne zalecenie.

Sprzedaż I-szej Grupy Chemicznej w 1Q'10

Według Nafty Polskiej finalizacja prywatyzacji I Grupy Chemicznej, a więc Ciechu, ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn powinna nastąpić w I-szym kwartale 2010 roku. Wpłynęły wiążące oferty na zakup akcji wszystkich 3 spółek, aczkolwiek nie wszyscy inwestorzy z krótkiej listy złożyli aplikacje. Na pewno nie zrobił tego katarski fundusz National Qatar Industries. Zainteresowanie wyraził natomiast koncern PCC, który prawdopodobnie złożył ofertę wspólnie z litewską Achemą, zainteresowaną przede wszystkim spółkami nawozowymi ZAT i ZAK. Według szefa PCC, oferty inwestorów mogą jednak odbiegać od wygórowanych oczekiwań MSP. Na razie są to tylko spekulacje. Nafta Polska nie komentuje zaawansowania procesu prywatyzacji. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą opinię, iż trudno liczyć na znaczną premię w ofertach zakupu tych spółek w relacji do cen rynkowych.

Umowa na dostawy energii w ramach TPA

Ciech podpisał z PGE umowę na dostawy energii w systemie TPA dla spółek z Grupy Ciech (Zachem, Organika-Sarzyna, Fosfory Gdańskie, Alwernia i Vitrosilicon). Wolumen został ustalony na 450 tys. MWh, a łączna wartość kontraktu szacowana jest na 103 mln PLN netto. Pozostałe 450 tys. MWh będzie zapewnione przez elektrociepłownię należące do Ciechu (spółki sodowe). Wynegocjowane warunki pozwolą wg. Ciechu na oszczędności na poziomie 10 mln PLN w stosunku do aktualnie ponoszonych i prognozowanych bez TPA. Pozytywną informacją jest także ponad dwukrotne wydłużenie terminów płatności. Wcześniej w prezentacji kwartalnej Ciech informował już, że z umowy TPA spodziewa się około 10 mln PLN oszczędności. Inna była jednak zagregowana kwota szacowanych kosztów (140 mln PLN, a nie 103 mln PLN). Różnica ta wynika z nieuwzględnienia w ostatnim raporcie kosztów przesyłowych.

Umowa standstill przedłużona

Ciech poinformował, że przedłużył umowę status quo z bankami do 15 stycznia 2010. Poprzednia obowiązywała do 15 grudnia. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wydaje się, że proces zabezpieczenia długoterminowego finansowania będzie zsynchronizowany z toczącym się procesem prywatyzacyjnym.

Brenntag zainteresowany spółką Cheman

Austriacki dystrybutor chemikaliów Brenntag chce zacieśnić współpracę z Ciechem i przejąć dystrybucyjną spółkę Cheman należącą do polskiego koncernu. Prezes Brenntag Polska powiedział, że decyzja o ewentualnym zakupie zapadnie w 1Q'10 po przeprowadzeniu due diligence. Cheman zajmuje się dystrybucją chemikaliów na terenie Polski. Spółka znajduje się cały czas na etapie restrukturyzacji i Zarząd realizuje plan naprawczy. W 2008 roku Cheman osiągnął przychody na poziomie 102 mln PLN i stratę netto -5,2 mln PLN. W 1H'09 pozycje te wyniosły odpowiednio 39 mln PLN i -2,4 mln PLN. Spółka w dalszym ciągu notowała ujemną marżę na sprzedaży netto, a jej kapitały własne są ujemne i wynoszą -9 mln PLN. Nie spodziewamy się, aby ewentualna sprzedaż Chemana przyniosła znaczący zastrzyk gotówki. Można natomiast liczyć na odzyskanie części z przeterminowanych długoterminowych należności (całość to 11 mln PLN) oraz wygaśnięcia poręczenia na 13 mln PLN kredytów.



Lotos (Redukuj)

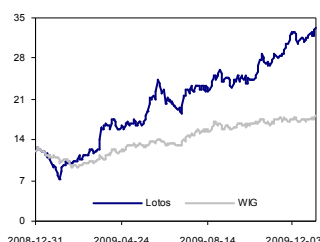
Cena bieżąca: 33,3 PLN

Cena docelowa: 26,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	14 745,3	-9,5%	18 048,2	22,4%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	767,9	353,9%	777,0	1,2%	MC (cena bieżąca)	4 324,8
marża EBITDA	7,8%	1,0%		5,2%		4,3%		EV (cena bieżąca)	9 995,5
EBIT	713,7	-145,8		468,5		439,5	-6,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	777,2	-453,9		728,2		392,1	-46,2%		
P/E	4,9			5,9		11,0		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	3,5			4,2		5,9		Zmiana ceny: 6m	75,7%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	171,8%
EV/EBITDA	4,5	43,7		13,0		14,7		Max (52 tyg.)	33,3
Dyid (%)	1,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla Lotosu i uważamy, że atrakcyjniejszą inwestycją jest obecnie PKN Orlen. Zwracamy uwagę, iż aktywa rafineryjne gdańskiego koncernu są wyceniane z istotną premią do konkurenta, a oczekiwany wzrost wyników związany z uruchomieniem kolejnych instalacji w ramach programu 10+ nastąpi dopiero w drugim półroczu, wcześniej natomiast Spółka odnotuje jeszcze wzrost długu netto. Poza tym obserwowana poprawa marż rafineryjnych będzie raczej postępować stopniowo ze względu na niski poziom wykorzystania światowych mocy przerobowych i nie od razu nowa rafineria będzie w stanie w pełni zaprezentować swój potencjał.

Prezes o wynikach i celach wydobywczych

Prezes Paweł Olechnowicz w wywiadzie dla PAP powiedział, że wyniki operacyjne Lotosu w 4Q09 nie powinny być gorsze niż w 3Q09, mimo nadal słabego otoczenia makro. W 2010 roku Spółka oczekuje stabilizacji marż i dyferencjału na zbliżonych poziomach do obecnych. W kontekście przygotowywanej aktualizacji strategii dla segmentu wydobywczego, Prezes zapowiedział, że wykonanie pierwotnego celu w postaci 1 mln ton własnego wydobycia w 2012 roku może być trudne. W 1Q'10 Spółka przedstawi koncepcję finansowania rozwoju tej działalności. Tymczasem resort skarbu ponownie zapowiedział, że będzie chciał sprzedać około 13% pakiet Lotosu inwestorowi branżowemu, najlepiej z dostępem do złóż. Wypowiedź dotycząca wyników, według wyjaśnień Lotosu, dotyczy raczej kwestii parametrów operacyjnych (przerób, uzyski) i nie powinna być traktowana jako prognoza EBIT na poziomie co najmniej 184 mln PLN zanotowanych w 3Q09. Jeśli chodzi o cele wydobywcze, to w naszym modelu poziom 1 mln ton zakładamy dopiero w 2014 roku, aczkolwiek uwzględniamy tylko złoża krajowe. Biorąc pod uwagę wolumeny z pól norweskich, rzeczywiście Lotos zapowiadał wcześniej produkcję ropy w 2012 roku na poziomie przekraczającym 1 mln ton. W tym kontekście dla części inwestorów ta deklaracja może stanowić negatywne zaskoczenie.

IPO Petrobalticu możliwe w 2H'10

Prezes Paweł Olechnowicz poinformował, że Spółka prowadzi obecnie analizy aktualizujące strategię wydobywczą Grupy i zastanawia się nad koncepcją finansowania tej działalności. Projekty inwestycyjne w tym zakresie w perspektywie 2015 roku będą wymagały około 1,5-2 mld PLN, z czego tylko około 30% mogą stanowić środki własne. W tym kontekście rozważana jest emisja obligacji lub konsolidacja aktywów wydobywczych w Petrobalticu i wprowadzenie tej spółki na giełdę, co mogłoby nastąpić na jesieni przyszłego roku. Plany te mogą się jednak jeszcze zmienić w przypadku wejścia inwestora branżowego do akcjonariatu Lotosu (MSP chce sprzedać mniejszościowy pakiet 13% akcji). Prezes nie spodziewa się zainteresowania ze strony dużych koncernów takich jak Shell czy Statoil, ale raczej liczy na mniejsze podmioty operujące np. na Morzu Norweskim. Plany inwestycyjne Lotosu w zakresie działalności wydobywczej wymagają finansowania zewnętrznego i wydaje się, że IPO Petrobalticu to prostsze rozwiązanie niż emisja obligacji.

Umowa długoterminowa na dostawy ropy

Lotos podpisał z Mercuria Energy umowę na dostawy ropy w latach 2010-14. Łącznie wolumen ma sięgnąć 18 mln ton, czyli 3,6 mln ton rocznie. Oznacza to, że w ramach umów długoterminowych Lotos w 2010 roku będzie otrzymywał 70% niezbędnego surowca.



PGE (Kupuj)

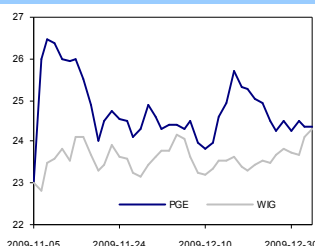
Cena bieżąca: 24,6 PLN

Cena docelowa: 27,49 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	23 090,7	20 597,8	-10,8%	22 382,3	8,7%	22 036,6	-1,5%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 975,1	5 846,9	-2,1%	7 958,9	36,1%	7 788,4	-2,1%	MC (cena bieżąca)	42 560,2
marża EBITDA	25,9%	28,4%		35,6%		35,3%		EV (cena bieżąca)	50 515,8
EBIT	2 134,3	3 262,3	52,8%	5 309,7	62,8%	5 010,8	-5,6%	Free float	15,0%
Zysk netto	3 967,9	1 920,2	-51,6%	3 316,2	72,7%	3 256,3	-1,8%		
P/E	9,1	18,8		12,8		13,1		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	4,6	8,0		7,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,1	8,4		6,3		6,7		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	0,6	1,2		2,2		3,9		Min (52 tyg.)	23,0



Akcjom PGE nadal nie pomaga wizja zapowiadanej podaży akcji spółek energetycznych ze strony MSP, mimo iż w przeciwieństwie do CEZ Spółka nie powinna w tym roku zanotować istotnej ujemnej dynamiki na wynikach finansowych w ujęciu r/r. Dodatkowo za inwestycją w akcje PGE przemawia naszym zdaniem atrakcyjna wycena wskaźnikowa, możliwość dodatkowej dywidendy w związku z planowaną sprzedażą pakietu Polkomtela, perspektywa wejścia do indeksu WIG20 w korekcie marcowej oraz prognozowany istotny wzrost strumienia EBITDA w 2011 roku po uruchomieniu nowego bloku w Elektrowni Bełchatów. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i uważamy PGE za najatrakcyjniejszą inwestycję z sektora energetycznego.

PGE złoży ofertę na Energa?

PGE rozważa złożenie oferty w planowanym na 2010 rok przetargu na akcję koncernu Energa. Skarb Państwa uważa, że to dobry pomysł i PGE tak jak każdy inny inwestor będzie mogła wziąć udział w tych negocjacjach prywatyzacyjnych. Oczywiście w takiej sytuacji pojawia się problem dla mniejszościowych akcjonariuszy PGE, którzy mogą się obawiać o ewentualną cenę tej akwizycji. Energa to koncern posiadający Elektrownię Ostrołęka (0,7 GWe) i około 17% polskiego rynku dystrybucji i sprzedaży detalicznej operujący w północnej Polsce. W 2008 roku przychody Energi przekroczyły 8 mld PLN, a zysk netto 435 mln PLN. Na razie niedostępne są bardziej szczegółowe dane finansowe tej spółki, tak więc nie ma możliwości nawet wstępnej wyceny Energi (wskaźnik P/E uważamy za mało miarodajny dla polskich spółek energetycznych). W momencie tworzenia Energi w 2007 roku wyceniano ją na 6 mld PLN. Po ewentualnej akwizycji udział PGE w krajowym rynku wytwarzania wzrósłby z 40% do 42%, a w dystrybucji z 26% na 43%. Nie wiadomo w tym kontekście czy UOKiK zgodziłby się na taką fuzję.

NSA o zwrocie akcyzy

Naczelny Sąd Administracyjny zawiesił rozprawę dotyczącą zwrotu nadpłaconej akcyzy dla PAK do czasu rozstrzygnięcia przez Trybunał Konstytucyjny wątpliwości związanych z przepisami. Konieczność zwrotu podatku wynika z wyroku Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w Luksemburgu, który 12 lutego 2009 roku orzekł, że polskie przepisy o akcyzie są niezgodne z unijnymi. Dyrektywa wspólnotowa wskazuje, że podatnikiem akcyzy powinien być dystrybutor energii, a nie producent, jak przewidywała polska ustawa. Łączne roszczenia wytwórców energii wynoszą około 7,2 mld PLN, z czego PGE domaga się zwrotu 3,4 mld PLN. Naszym zdaniem zwrot całej kwoty jest mało realny i najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem jest koncepcja resortu finansów, który proponuje zwrot nadpłaconego podatku naliczonego od strat sieciowych. W naszym modelu uwzględniamy właśnie taki scenariusz, co implikuje przychód PGE na poziomie 320 mln PLN.

Dofinansowanie na CCS do wydania w 2010 roku

Komisja Europejska potwierdziła przyznanie PGE dofinansowania na instalację wychwytywania i składowania CO₂ (CCS) w kwocie 180 mln EUR. Spółka musi jednak zagospodarować te środki do końca 2010 roku. Całkowity koszt instalacji ma wynieść 600 mln EUR, a inwestycja ma być skończona w 2014 roku. Według prasy PGE może nie zdążyć wypełnić harmonogramu KE. Główny wykonawca bloku w Bełchatowie zapewnia jednak, że uda się zagospodarować dotacje unijne. Wymaga to tylko złożenia zamówienia na poszczególne elementy instalacji do końca 2010 roku.



PGNiG (Akumuluj)

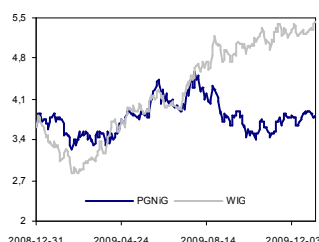
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,11 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 419,0	-0,1%	18 794,6	2,0%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 225,6	-2,9%	2 485,6	11,7%	4 109,7	65,3%	MC (cena bieżąca)	22 479,0
marża EBITDA	13,8%	12,1%		13,5%		21,9%		EV (cena bieżąca)	23 456,3
EBIT	861,0	800,7	-7,0%	1 004,4	25,4%	2 391,9	138,2%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	865,3	-5,4%	887,1	2,5%	1 937,8	118,4%		
P/E	24,6	26,0		25,3		11,6		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	9,6	9,8		9,5		6,1		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-1,6%
EV/EBITDA	9,2	9,9		9,4		5,5		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	4,5	5,0		2,4		2,0		Min (52 tyg.)	3,2



Wynegocjowane przez PGNiG zwiększenie dostaw gazu rosyjskiego, mimo braku ostatecznej finalizacji uzgodnionego już nowego kontraktu jamalskiego oznacza, że Spółka w 1Q'10 powinna w pełni skorzystać z dodatniego jednostkowego spreadu na sprzedaży surowca z importu. Sprzyjająca pogoda może pozwolić nawet na wypracowanie wyższych zysków niż obecnie zakładamy, tym bardziej że wyniki osiągnięte przez segment obrotu w 3Q09 były w tym kontekście bardzo obiecujące (przypominamy o mocnym sezonowym wzroście wolumenów w 4Q i 1Q). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację i nie wykluczamy podniesienia prognoz finansowych na rok 2010.

Negocjacje gazowe- aktualizacja

W czasie rozmów polsko-rosyjskiego zespołu negocjacyjnego uzgodniono prawne i techniczne sformułowania umowy gazowej, co otwiera drogę do podpisania kontraktu między PGNiG a Gazpromem. Nadal jednak sporną kwestią jest zwrot przez Gazprom zaległych opłat za tranzyt wobec EuRoPolGazu na łączną kwotę 240 mln PLN. Kolejna tura negocjacji jest zaplanowana na połowę stycznia 2010, a umowa mogłaby być podpisana w lutym 2010 roku. Aktualnie poziom wypełnienia magazynów PGNiG, wg. danych OSM wynosi 70%, czyli około 1,1 mld m³. Poziom kwartalnego importu bez dostaw rekompensujących rozwiązany kontrakt z RUE to 1,8 mld m³. Biorąc pod uwagę aktualny zwiększony przez niskie temperatury pobór surowca na poziomie 60 mln m³ na dobę, zapotrzebowanie do końca stycznia wyniesie około 1,9 mld m³. Dostępny w tym okresie wolumen, po uwzględnieniu zdolności odbioru gazu z magazynów i importu, szacujemy na około 1,6-1,7 mld m³. Jednak według ostatnich doniesień, Gazprom zgodził się na zwiększenie dostaw surowca jeszcze przed oficjalnym podpisaniem nowego kontraktu, co oznacza że krajowy rynek powinien być zbilansowany. Utrzymanie tego stanu byłoby bardzo dobrą informacją dla PGNiG.

Umowa roczna z Policami i prognozy zużycia

PGNiG i Police podpisały umowę na dostawy w 2010 roku około 310 mln m³ gazu o szacunkowej wartości 318 mln PLN. Zawarcie tego kontraktu to najważniejszy warunek porozumienia w sprawie restrukturyzacji długów chemicznej spółki wobec PGNiG. Dostawca zabezpieczył swoje przyszłe należności poprzez zastaw na aktywach Polic i poprzez ustanowienie hipoteki kaucyjnej. PGNiG poinformował przy tej okazji, że spodziewa się iż popyt na gaz w 2009 roku spadnie do 13 mld m³ wobec 13,9 mld m³ w roku 2008. Informacja o szacunkowej sprzedaży gazu w tym roku jest pozytywna dla koncernu gazowego, gdyż powinna rozwiązać obawy rynku o wolumeny w 4Q09 w związku z relatywnie ciepłym październikiem i listopadem. W naszych prognozach zakładaliśmy, że tegoroczny wolumen wyniesie 12,9 mld m³. Przypominamy, że Spółka zarabia obecnie na gazie importowanym, tak więc wyższa sprzedaż przełoży się na wyższe zyski.



PKN Orlen (Kupuj)

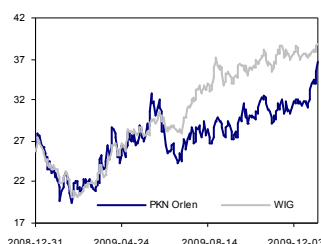
Cena bieżąca: 36,7 PLN

Cena docelowa: 38,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	68 342,1	-14,1%	80 186,0	17,3%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	3 745,3	322,0%	4 121,0	10,0%	MC (cena bieżąca)	15 696,9
marża EBITDA	7,9%	1,1%		5,5%		5,1%		EV (cena bieżąca)	30 947,8
EBIT	2 603,9	-1 603,8		1 163,9		1 456,4	25,1%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 326,5		1 376,4	3,8%		
P/E	6,5			11,8		11,4		Zmiana ceny: 1m	15,6%
P/CE	3,2			4,0		3,9		Zmiana ceny: 6m	49,8%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	36,3%
EV/EBITDA	5,4	34,9		8,3		7,8		Max (52 tyg.)	36,7
Dyid (%)	0,0	4,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



W grudniu kurs akcji Orlenu pierwszy raz od kilku miesięcy zachowywał się lepiej niż indeks WIG20. Wpływ na to miała zarówno poprawa sentymentu w globalnym sektorze rafineryjnym (obserwowany wzrost marż), jak i zapowiedzi Zarządu o spełnieniu kowenatów kredytowych i wstępnych terminach sprzedaży Anwilu i Polkomtela. W najbliższych tygodniach Spółkę powinna wspierać perspektywa dobrych wyników w segmencie detalicznym i petrochemicznym oraz oczekiwana kontynuacja stopniowej poprawy marż rafineryjnych oraz dyferencjału. Ważny powinien być także aspekt zmniejszania zadłużenia i zwiększania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i zalecamy przeważanie akcji Orlenu względem Lotosu.

Kowenaty będą spełnione

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk poinformował, że biorąc pod uwagę grudniowe zamknięcie notowań ropy oraz kursów EUR/PLN i USD/PLN, a także operacyjny cash flow wypracowany w 4Q, Orlen nie powinien mieć problemów ze spełnieniem warunków kredytowych.

Kontrakty na dostawy ropy

Orlen podpisał w grudniu kolejny kontrakt długoterminowy na dostawy 4,8 mln ton ropy rocznie z Mercuria Energy. Jest to bliźniacza umowa do tej podpisanej w listopadzie zeszłego roku z Souz Petroleum. Oznacza to, że w ramach kontraktów długoterminowych rafineria w Płocku będzie otrzymywać 85% potrzebnego surowca, czyli tyle ile zakładał Zarząd.

Nowy prezes Unipetrolu

Na grudniowym posiedzeniu Rady Nadzorczej Unipetrolu doszło do zmiany na stanowisku prezesa Spółki. W miejsce Krzysztofa Urbanowicza, który złożył rezygnację, stanowisko objął Piotr Chelmiński. Nowy prezes pracuje w Unipetrolu od listopada 2009 roku, jako dyrektor administracyjny. Wcześniej pracował m.in. w takich firmach jak Gamet, Kamis, Browar Dojlidy czy Werner&Merz Polska.

Prezes Krawiec o makro i planach

Prezes Jacek Krawiec poinformował, że Orlen planuje sprzedaż Anwilu w 1Q'10, a Polkomtela w I-szym półroczu 2010 roku. Dezinwestycja spółki chemicznej jest na etapie krótkiej listy i w drugiej połowie stycznia powinny zostać złożone wiążące oferty. PKN analizuje obecnie wstępnie projekt budowy bloku energetycznego opartego na gazie o mocy 400-450 MW, ale na pewno będzie chciał go realizować z partnerem z branży energetycznej. Prezes spodziewa się, że otoczenie makro w sektorze nadal będzie trudne w 2010 roku, ale koncern jest na to przygotowany poprzez wdrożone inicjatywy oszczędnościowe. W segmencie detalicznym nadal jednak spółka obserwuje bardzo dobre wolumeny i wysokie marże. Nie wyklucza zakupu kolejnych stacji w Niemczech. Zastanawia się także nad unifikacją marek stacji benzynowych. Wypowiedzi Prezesa nie są w naszej opinii zaskoczeniem. Pewne wątpliwości może budzić jedynie kwestia rebrandingu stacji benzynowych, w szczególności formatu Bliska, co może za sobą pociągnąć dodatkowe koszty, których do tej pory nie zakładaliśmy. Na razie jednak jest to tylko wstępna koncepcja.



Police (Trzymaj)

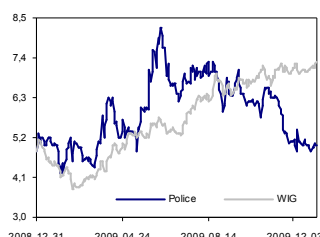
Cena bieżąca: 5 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 376,3	-42,7%	1 501,7	9,1%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-334,1		76,0		MC (cena bieżąca)	375,0
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-24,3%		5,1%		EV (cena bieżąca)	519,5
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-415,8		-7,8	-98,1%	Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-380,3		-24,8	-93,5%		
P/E	1,8	13,0						Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	1,5	4,0				6,4		Zmiana ceny: 6m	-22,4%
P/BV	0,4	0,4		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-0,2%
EV/EBITDA	1,0	1,7				9,4		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	8,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Kurs Polic, po fatalnym listopadzie i początku grudnia, ustabilizował się dzięki informacjom o tym, że Spółka doszła do porozumienia z PGNiG w sprawie restrukturyzacji zaległych zobowiązań oraz otrzymała pozytywną opinię ARP w kwestii przyznania pomocy finansowej na ratowanie przedsiębiorstwa. Widmo wniosków o upadłość zostało więc zażegnane, aczkolwiek sytuacja finansowa Polic nadal pozostaje trudna, a wycena rynkowa nie oferuje w naszej opinii dyskonta adekwatnego do poziomu ryzyka inwestycyjnego. Stąd podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację. Zwracamy jednocześnie uwagę, iż w krótkim okresie pozytywny wpływ na notowania może mieć obserwowana od kilku tygodni wzrostowa tendencja na cenach DAP. Ewentualna jej kontynuacja mogłaby pozwolić na szybsze odbudowanie rentowności.

Wsparcie od ARP przyznane

ARP pozytywnie rozpatrzyła wniosek Polic w sprawie udzielenia pomocy publicznej na ratowanie Spółki w kwocie 150 mln PLN. Teraz wniosek będzie musiał zaopiniować UOKiK, a następnie zostanie wysłany do akceptacji przez Komisję Europejską. Police wnioskują o wypłatę tych środków w 3 ratach: 30 mln PLN 17 grudnia, 45 mln PLN 17 stycznia i 75 mln PLN 26 lutego. Pomoc będzie udzielona na 6-mcy i po tym terminie Spółka będzie musiała wystąpić z wnioskiem o pomoc na restrukturyzację i prolongatę spłaty pomocy ratunkowej. Decyzja ARP mocno oddała widmo wniosków o upadłość Polic. Wydaje się, że zgoda KE jest w tym wypadku formalnością i proponowany przez Spółkę harmonogram powinien być zrealizowany. Teraz najważniejszą kwestią z punktu widzenia wyceny giełdowej będą wyniki finansowe. W tym wypadku jesteśmy mniej optymistyczni od Zarządu, który zapowiadał przekroczenie break even już w 1Q'10. Naszym zdaniem bez jednorazowych zysków ze sprzedaży aktywów, Police wyjdą na plus na przełomie II-go i III-go kwartału 2010 roku. Zwracamy jednocześnie uwagę inwestorów, że wliczając przeterminowane zobowiązania oraz zobowiązania z opcji dług netto Spółki sięga 400 mln PLN. Przeprowadzona redukcja kosztów ma przede wszystkim związek z ograniczeniem skali działalności, tak więc również nie będzie źródłem skokowego wzrostu rentowności w przypadku powrotu lepszej koniunktury.

Porozumienie z PGNiG

Police podpisały z PGNiG porozumienie w sprawie restrukturyzacji zadłużenia z tytułu płatności za gaz w kwocie 133,9 mln PLN. Police mają spłacić ten dług w całości do 30 czerwca 2010 roku, z zastrzeżeniem że 10 mln PLN zostanie uregulowane do końca marca 2010, a do końca stycznia Spółka ureguluje płatności za bieżące faktury począwszy od listopadowej i przedstawi PGNiG nowy program restrukturyzacji. W okresie obowiązywania porozumienia mają zastosowanie odsetki ustawowe, czyli na poziomie 13%. Utrzymano także utworzone wcześniej zabezpieczenia PGNiG na aktywach Polic. Informacja pozytywna dla Polic, gdyż oznacza ugodę z największym wierzycielem Spółki. Zwracamy jednak uwagę, że koszty tego zadłużenia będą wysokie.

ARP zgłosi kandydata do RN

Na żądanie ARP porządek obrad NWZA zwołanego na 11 stycznia został uzupełniony o punkt dotyczący zmian w Radzie Nadzorczej. Poza tym akcjonariusze zajmą się na zgromadzeniu ustanowieniem zastawów i hipoteki na rzecz ARP w związku z udzieloną pomocą publiczną. Wniosek ARP jest zrozumiały w związku z jeszcze większym zaangażowaniem Agencji w Policach. Nowy członek RN zastąpi zapewne Pana Marka Dylewskiego, który 9 grudnia złożył rezygnację z Rady z powodów osobistych.

Umowa roczna na dostawy gazu

PGNiG i Police podpisały umowę na dostawy w 2010 roku około 310 mln m³ gazu o szacunkowej wartości 318 mln PLN. Zawarcie tego kontraktu to najważniejszy warunek



porozumienia w sprawie restrukturyzacji długów chemicznej spółki wobec PGNiG. Dostawca zabezpieczył swoje przyszłe należności poprzez zastaw na aktywach Polic i poprzez ustanowienie hipoteki kaucyjnej.

Współpraca Polic i Puław

Obie firmy powróciły do rozmów o współpracy operacyjnej i pomysłów precyzowanych w liście intencyjnym, jaki podpisały jeszcze wiosną 2008 roku. Według zapowiedzi prezesów, kooperacja będzie dotyczyć obszarów dystrybucji i logistyki. Możliwe są także inwestycje ZAP na terenie Polic, m.in. w zakresie nowych mocy produkcyjnych mocznika, które były jeszcze niedawno w planach polickich zakładów. Kwestie powiązań kapitałowych na razie nie były poruszane i pozostają w gestii właścicieli. Współpraca operacyjna spółek powinna przynieść obopólne korzyści, aczkolwiek od prac analitycznych do efektów ekonomicznych na pewno upłynie trochę czasu.



ZA Puławy (Trzymaj)

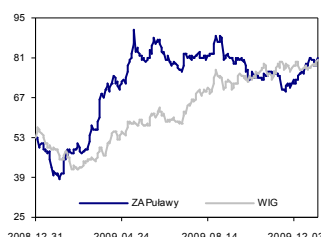
Cena bieżąca: 80,9 PLN

Cena docelowa: 80,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 396,8	-4,3%	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	407,2	-5,9%	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	MC (cena bieżąca)	1 546,4
marża EBITDA	17,3%	17,0%		6,9%		8,4%		EV (cena bieżąca)	1 386,6
EBIT	358,7	338,3	-5,7%	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	194,6	-41,2%	67,8	-65,2%	82,5	21,8%		
P/E	4,7	7,9		22,8		18,7		Zmiana ceny: 1m	12,4%
P/CE	3,8	5,9		11,1		8,5		Zmiana ceny: 6m	4,9%
P/BV	1,0	0,9		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	63,4%
EV/EBITDA	2,4	2,4		10,0		7,8		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	2,1	5,3		12,6		1,1		Min (52 tyg.)	38,1



W grudniu ZA Puławy były najlepszą inwestycją z sektora chemicznego, na co w dużej mierze wpłynęła poprawa sytuacji na głównych rynkach Spółki oraz uchwalona przez WZA wysoka dywidenda w kwocie 8,15 na akcję. Od wydania naszej pozytywnej rekomendacji kurs wzrósł już prawie 13% i zbliżył się do ceny docelowej, stąd obniżamy nasze zalecenie z akumuluj do trzymaj. Nadal uważamy, że 1Q'09/10 był najgorszym okresem tego roku obrotowego i kolejne raporty powinny przynieść poprawę rentowności (wyższe wykorzystanie mocy produkcyjnych w chemikaliach, zmniejszanie się niekorzystnego spreadu w cenie gazu w relacji do konkurencji, przychody z certyfikatów NOx), aczkolwiek trudno oczekiwać powrotu bardzo dobrych wyników sprzed załamania koniunktury w nawozach. Czynnikiem ryzyka nadal pozostaje nierozstrzygnięta na WZA kwestia przeznaczenia utworzonego na żądanie MSP kapitału rezerwowego, co rodzi spekulacje na temat ewentualnych powiązań kapitałowych z Policami.

Pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych w 3Q'09/10

Andrzej Kopeć, członek Zarządu ZAP, powiedział iż Spółka oczekuje powrotu do pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych w nawozach w I-szym kwartale 2010 roku. W przypadku melaminy i kaprolaktamu produkcja jest aktualnie na „bardzo wysokim poziomie”. Zapowiedzi te nie powinny stanowić zaskoczenia. Podtrzymujemy naszą opinię, że już w 2Q'09/10 Spółka będzie w stanie poprawić wyniki q/q, dzięki większemu udziałowi sprzedaży krajowej nawozów oraz wyższym wolumenom i marży w segmencie chemikaliów.

Przedstawiciel załogi w Zarządzie

Rada Nadzorcza ZAP w związku z wynikiem wyborów na członka Zarządu wybieranego przez pracowników, powołała Pana Wojciecha Kozaka na członka Zarządu na okres wspólnej 3-letniej kadencji. Jednocześnie Pan Wojciech Kozak złożył rezygnację z pełnionej funkcji członka Rady Nadzorczej.

Dywidenda 8,15 PLN na akcję

WZA ZA Puławy zdecydowało, że w formie dywidendy wypłacone zostanie 155,8 mln PLN, czyli 80% ubiegłorocznego zysku netto (24 mln PLN przeznaczono na kapitał rezerwowo, a 14 mln PLN na nagrodę dla pracowników). Dzień dywidendy został ustalony na 2 lutego 2010, a wypłata ma nastąpić w dwóch ratach 17 lutego (4,07 PLN na akcję) i 31 marca (4,08 PLN na akcję). Wysokość dywidendy jest niższa niż się spodziewaliśmy. Oczekiwaliśmy, że wypłata obejmie co najmniej cały roczny zysk czyli 10,2 PLN na akcję. Nadal nie rozstrzygnięta się natomiast kwestia przeznaczenia kapitału rezerwowego w kwocie 400 mln PLN, który miał być utworzony na wniosek MSP.

Współpraca Polic i Puław

Obie firmy powróciły do rozmów o współpracy operacyjnej i pomysłów precyzowanych w liście intencyjnym, jaki podpisały jeszcze wiosną 2008 roku. Według zapowiedzi prezesów, kooperacja będzie dotyczyć obszarów dystrybucji i logistyki. Możliwe są także inwestycje ZAP na terenie Polic, m.in. w zakresie nowych mocy produkcyjnych mocznika, które były jeszcze niedawno w planach polickich zakładów. Kwestie powiązań kapitałowych na razie nie były poruszane i pozostają w gestii właścicieli. Współpraca operacyjna spółek powinna przynieść obopólne korzyści, aczkolwiek od prac analitycznych do efektów ekonomicznych na pewno upłynie trochę czasu. Obecnie inwestorów najbardziej elektryzuje kwestia powiązań kapitałowych i na pewno jest to najbardziej znaczący czynnik ryzyka dla Puław.

Górnictwo węgla



LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 72,4 PLN

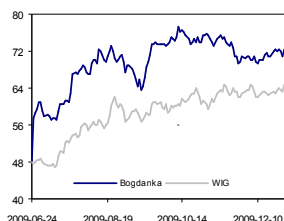
Cena docelowa: 80,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 173,6	13,6%	1 184,0	0,9%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	395,7	16,5%	388,9	-1,7%	MC (cena bieżąca)	2 462,5
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,7%		32,8%		EV (cena bieżąca)	2 184,8
EBIT	121,4	203,5	67,7%	260,4	28,0%	243,3	-6,5%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	204,3	30,9%	184,0	-9,9%		
P/E	17,7	10,7		12,1		13,4		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	7,7	5,7		7,3		7,5		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,9	4,9		5,5		6,4		Max (52 tyg.)	
Dywid (%)	3,0	0,3		3,6		0,8		Min (52 tyg.)	



Spółka pozytywnie zaskoczy inwestorów wynikami roku 2010, które pierwotnie miały być istotnie słabsze niż zeszłoroczne (-23% r/r). Przy założonym ponad 6% spadku cen węgla w stosunku do obecnych poziomów, spółka powinna wypracować ponad 180 mln PLN zysku netto (poprzednia prognoza: 142 mln PLN, konsensus: 128 mln PLN). W roku kolejnym oczekujemy skokowego wzrostu zysków w związku z zakończeniem pierwszego etapu programu inwestycyjnego (wzrost wolumenu sprzedaży o 35%, ceny węgla bez zmian vs. 2010). Na bazie roku 2011 spółka notowana jest przy wskaźniku P/E poniżej 10 i FCF/EV na poziomie 7%, mimo, że nadal ponosi wysokie inwestycje związane z drugim etapem inwestycji w Polu Stefanów (dalszy wzrost wydobywania, docelowo w 2014 o 50% vs. 2011, wzrost FCF'14/EV do 23%). Rekomendujemy kupno akcji spółki.

Prognoza zarządu a nasze oczekiwania

Zgodnie z prognozą zarządu na ub.r., w 4Q2009 spółka powinna wypracować 294 mln PLN przychodów i niespełna 4 mln PLN zysku netto. Naszym zdaniem prognoza zarządu - uwzględniająca dodatkowe rezerwy na świadczenia pracownicze i aktuarialne rezerwy na likwidację kopalni - jest konserwatywna. Biorąc pod uwagę prognozowany wolumen sprzedaży (1,35-1,4 mln ton), uważamy, że spółka jest w stanie wypracować zysk na poziomie co najmniej 30 mln PLN (31 mln PLN w 4Q2008). W roku bieżącym, przy niezmiennych prognozach dotyczących wolumenu i cen sprzedaży, podwyższamy prognozę zysku netto o 42 mln PLN. Niższe zakładane koszty to głównie niższa amortyzacja, która wzrośnie dopiero w roku 2011, kiedy rozpocznie się wydobywanie w pierwszej ścianie Stefanów.

Rynek węgla

Odbudowujący się popyt z jednej strony i nadal wysoki import - tańszego niż krajowy - węgla rosyjskiego z drugiej, to obecny obraz rynku. Import uderza głównie w kopalnie śląskie, które pomimo wyższych cen sprzedaży (vs. LWB +6%/GJ) nie są w stanie osiągnąć zysku i wygenerować środków na inwestycje podtrzymujące/zwiększające produkcję w przyszłości. Spadający wolumen sprzedaży, bez restrukturyzacji kosztowej, zwiększa koszt jednostkowy, zamykając spiralę.

Telekomunikacja

Vodafone chce Polkomtela na GPW

Jak wynika z wypowiedzi Prezes PKN Orlen, Vodafone jest skłonny zaakceptować debiut Polkomtela na GPW. Wcześniej członkowie zarządu PKN Orlen wielokrotnie podkreślali, że sposób sprzedaży akcji Polkomtela nie został przesądzony. PKN Orlen, KGHM i brytyjski Vodafone mają po 24,4% akcji Polkomtela, Polska Grupa Energetyczna 21,85%, Węgłokoks 4,98%. W tej sytuacji właściwie nic nie stoi na przeszkodzie, żeby doszło do debiutu spółki. Informacja negatywna dla TPSA, pozytywna dla PKN Orlen. Należy również wziąć pod uwagę zmianę wyceny udziałów w Polkomtelu w przypadku KGHM. Obecnie inwestorzy będą uwzględniali wycenę rynkową z dodatkowym dyskontem za nie płynny pakiet. Może to zmniejszyć wycenę KGHM, w którym obecnie wyceniany pakiet Polkomtela uwzględnia premię za kontrolę.

UOKiK przeprowadził kontrolę u trzech operatorów telefonii mobilnej

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) przeprowadził kontrolę w Polkomtelu, PTC, P4 (Play), a także w spółce Info-TV-FM (wybranej na hurtowego operatora telewizji mobilnej) oraz u jej głównego akcjonariusza - funduszu Magna Polonia. Kontrole mają związek z podejrzeniem zмовы cenowej między operatorami telefonii mobilnej w sprawie telewizji mobilnej. Niemal od razu Polkomtel oświadczył, że nie był stroną jakiegokolwiek zмовы mającej na celu ograniczenie konkurencji w jakimkolwiek obszarze, w którym prowadzi swoją działalność. Naszym zdaniem jest raczej mało prawdopodobne, żeby kontrola UOKiK zaszkodziła wymienionym podmiotom.



Netia (Trzymaj)

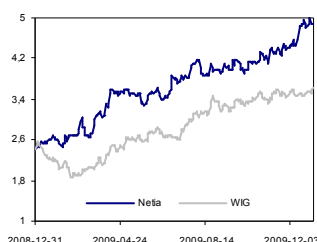
Cena bieżąca: 4,9 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 486,9	33,7%	1 525,4	2,6%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	289,0	69,4%	323,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	1 906,9
marża EBITDA	20,4%	15,3%		19,4%		21,2%		EV (cena bieżąca)	1 711,9
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-5,1	-94,8%	33,7		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-11,4		37,4			
P/E		8,3				51,0		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	338,2	3,8		6,7		5,8		Zmiana ceny: 6m	30,7%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	96,8%
EV/EBITDA	11,4	10,0		5,9		5,0		Max (52 tyg.)	5,0
Dyield (%)	0,0	0,0		-0,6		2,0		Min (52 tyg.)	2,5



W 2010 roku spodziewamy się, że TPSA - po osiągnięciu porozumienia z UKE - przystąpi do bardziej agresywnej walki o klienta, co utrudni Netii zwiększanie bazy abonenckiej i będzie wywierało presję na koszty. W naszych prognozach jesteśmy bardziej sceptyczni niż zarząd, co do możliwości osiągnięcia przez spółkę marży EBITDA w kolejnych latach. Przy naszych założeniach FCF generowany przez Netię w roku 2011 stanowi 5,8% EV przy 10,5% EV w przypadku TP (po uwzględnieniu wyższego CAPEX). Podtrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną.

Netia ma ponad 105 tys. klientów ETTH

Netia ma 105 tys. klientów dostępu do internetu w technologii ETTH (Ethernet To The Home), co oznacza, że w roku 2009 pozyskała prawie 17 tysięcy aktywnych klientów (dzięki przejściom sieci, za które zapłaciła 16,7 mln PLN). Netia w ciągu 2,5 roku przejęła łącznie 27 sieci, które działają obecnie w ramach jednej spółki pod nazwą Internetia. Obszar działania tych sieci koncentruje się przede wszystkim na Górnym i Dolnym Śląsku, Krakowie oraz Białymstoku i okolicach. Na akwizycję sieci ethernetowych Netia wydała do tej pory 101 mln PLN i kolejne kilkanaście mln PLN na modernizację i rozbudowę przejętych sieci. Dzięki ostatniemu przejściu spółka przekroczyła próg 100 tys. użytkowników, co pozwala na przeprowadzenie akcji marketingowej.



TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,4 PLN

Cena docelowa: 19,2 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 660,4	-8,3%	16 163,2	-3,0%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 460,2	-15,3%	6 494,2	0,5%	MC (cena bieżąca)	21 904,6
marża EBITDA	42,3%	42,0%		38,8%		40,2%		EV (cena bieżąca)	27 315,8
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 245,4	-32,2%	2 416,0	7,6%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 444,1	-34,0%	1 663,4	15,2%		
P/E	10,1	10,3		15,2		13,2		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	3,4	3,5		3,9		3,8		Zmiana ceny: 6m	5,1%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,4		Zmiana ceny: 12m	-20,0%
EV/EBITDA	3,7	3,7		4,2		4,1		Max (52 tyg.)	21,0
Dyid (%)	11,6	10,4		9,1		9,2		Min (52 tyg.)	14,4



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TP SA z 9-cio miesięczną ceną docelową na poziomie 19,2 PLN. Podzielamy opinię zarządu, że średnioterminowe perspektywy TP są lepsze, niż jeszcze kilka tygodni temu. W ocenie porozumienia z UKE inwestorzy koncentrują się przede wszystkim na wyższym CAPEX, nie dostrzegając pozytywnych płynących dla TP z uregulowania kwestii dostępu do jej infrastruktury na poziomie hurtowym (odejście od metodologii: stawka detaliczna TP minus a przejście na koszty plus), co naszym zdaniem pozwoli TP na bardziej efektywne konkurowanie w segmencie szerokopasmowego dostępu do internetu (największe rozczarowanie 3Q). UKE potwierdziło zawężenie asymetrii stawek MTR (dwukrotnie wyższa asymetria niż w jakimkolwiek innym kraju UE), co jest kluczowym elementem konkurencji z P4 w pre-paid (słabe wyniki sprzedażowe Centertel). Ponadto naszym zdaniem cel stawiany przez zarząd wygenerowania w ub.r. 3 mld PLN wolnych przepływów gotówkowych zostanie osiągnięty. Przed TP dopasowanie kosztów do obecnych realiów rynkowych, co powinno być widoczne z każdym kolejnym kwartałem.

TP zamyka sieć NMT

W marcu 2010 roku Centertel zamknie analogową sieć NMT, która obecnie obsługuje ok. 1 tys. użytkowników. NMT to pierwsza w Polsce sieć telefonii komórkowej. Obecnie TP wykorzystuje częstotliwości rezerwowane do NMT do świadczenia usług transmisji danych w oparciu o CDMA2000. Decyzja TP jest uzasadniona ekonomicznie i powinna mieć pozytywny wpływ na wyniki spółki, chociaż skala jest na tyle niewielka, że nie wpływa na jej wycenę.

Asymetria zmniejszy się, ale wolniej

Zgodnie z decyzją UKE stawka MTR w sieci Play od 1 stycznia 2010 została obniżona z 0,40 PLN/min do 0,38 PLN/min. Tym samym asymetria stawki obniżyła się z 141% do 126%. Jednocześnie UKE przedstawiło ścieżkę obniżania asymetrii w kolejnych latach. Wprowadzona obniżka jest mniejsza niż zakładaliśmy (0,34 PLN/min), co jest informacją negatywną dla trzech operatorów zasiedziały i co naszym zdaniem w najbliższych miesiącach nie zmieni istotnie obecnego układu sił na rynku. Zaproponowana przez UKE ścieżka zakłada, że w styczniu 2011 asymetria nadal będzie wynosiła 94% a w roku następnym 63%. Wg naszych prognoz miało być to odpowiednio: 65% i 45%. Dopiero w roku 2013 nasze i UKE założenia spotykają się (31%). Wg UKE w roku 2014 (styczeń) asymetria całkowicie zniknie (w naszym modelu trwa jeszcze rok). Choć założenia UKE są o rok krótsze, to jednak krzywa opisująca asymetrię na krótkim końcu jest zdecydowanie bardziej wystromiona, co oznacza, że regulator daje P4 jeszcze dwa lata dosyć komfortowych warunków funkcjonowania.

FT nie chce mniejszościowego pakietu

Zgodnie z wypowiedzią wiceministra skarbu France Telecom nie jest zainteresowany kupnem od Skarbu Państwa resztki akcji TP. To zła informacja biorąc pod uwagę planowaną przez SP sprzedaż pakietu mniejszościowego operatora. W perspektywie najbliższych tygodni potencjalna podaż może negatywnie wpływać na zachowanie się kursu.

Media



Agora (Kupuj)

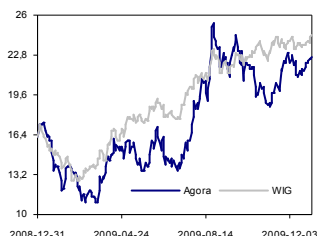
Cena bieżąca: 22,7 PLN

Cena docelowa: 23,7 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 124,2	-12,0%	1 133,5	0,8%	Liczba akcji (mln)	52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	127,6	-0,6%	155,8	22,1%	MC (cena bieżąca)	1 187,7
marża EBITDA	15,6%	10,0%		11,3%		13,7%		EV (cena bieżąca)	1 082,6
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	43,4	-2,8%	71,2	64,2%	Free float	54,3%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	35,8	53,1%	60,1	67,6%		
P/E	12,4	53,2		33,1		19,8		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	7,0	11,6		9,9		8,2		Zmiana ceny: 6m	60,2%
P/BV	1,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	32,1%
EV/EBITDA	5,3	8,9		8,5		6,5		Max (52 tyg.)	25,4
Dywid (%)	1,5	0,0		1,5		2,5		Min (52 tyg.)	11,0



Rok 2010 powinien stać pod znakiem poprawy wyników finansowych w Agorze, wynikających z wprowadzonego programu oszczędnościowego oraz umocnienia złotego. Uważamy, że czynniki te stwarzają potencjał wzrostowy na walorach Agory, choć w krótkim okresie prawdopodobny wydaje nam się krótki okres słabszego zachowania kursu wynikającego z rozgrywania przez inwestorów kwestii związanych ze zmianą składu indeksu blue chipów.

Wyniki sprzedaży dzienników w październiku

Rozpowszechnianie płatne razem *Gazety Wyborczej* wyniosło w październiku 2009 roku 362.320 sztuk (-14,11 proc. r/r oraz +1,9 proc. m/m). Rozpowszechnianie płatne razem *Dziennika Gazety Prawnej* wyniosło w październiku 115.076 egzemplarzy. Od połowy września gazeta ta jest wydawana jako połączony tytuł *Dziennika i Gazety Prawnej*. Rozpowszechnianie płatne razem *Rzeczpospolitej* w październiku wyniosło 142.336 sztuk (-7,61 proc. r/r oraz +2,5 proc. m/m).

Obniżenie kapitału zakładowego

Kapitał zakładowy Agory został obniżony w wyniku odkupu akcji własnych. Kapitał zakładowy został obniżony o 4 mln PLN i wynosi obecnie 51 mln PLN. W sumie umorzeniem zostało objętych 4 040 149 akcji. Całkowity koszt odkupu akcji własnych emitenta wyniósł 90 mln PLN.



Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

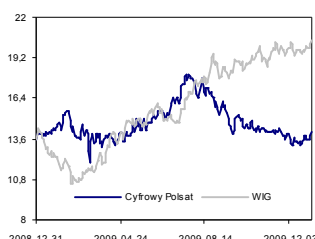
Cena bieżąca: 14,1 PLN

Cena docelowa: 14,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 314,3	15,7%	1 380,8	5,1%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	304,5	-12,5%	395,8	30,0%	MC (cena bieżąca)	3 775,3
marża EBITDA	20,8%	30,6%		23,2%		28,7%		EV (cena bieżąca)	3 604,3
EBIT	145,1	324,3	123,4%	265,5	-18,1%	353,2	33,0%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	222,1	-17,7%	288,9	30,1%		
P/E	33,3	14,0		17,0		13,1		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	28,1	12,9		14,5		11,4		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	61,7	12,7		11,9		8,2		Zmiana ceny: 12m	0,6%
EV/EBITDA	22,0	10,6		11,8		8,8		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,0	1,0		5,3		3,9		Min (52 tyg.)	12,0



Otoczenie walutowe powinno w kolejnych miesiącach coraz bardziej sprzyjać spółce. Początek roku będzie także czasem uruchomienia usługi dostępu do Internetu, która naszym zdaniem zdecydowanie wzmacnia ofertę Cyfrowego Polsatu na tle innych graczy rynkowych (zarówno innych platform cyfrowych, jak i operatorów kablówek). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wystąpienie do UOKiK o zgodę na przejęcie Punktu

Cyfrowy Polsat złożył wniosek do UOKiK o wydanie zgody na przejęcie 45% udziałów w Punkcie. Nie przewidujemy, by spółka mogła mieć problemy z uzyskaniem zgody od UOKiK. Wejście w sieć detaliczną ma pomóc spółce w sprzedaży usług wiązanych (cyfrowa telewizja + Internet + telefonia komórkowa). Na poziom rentowności sieci wpływ będzie miała decyzja Polkomtela w kwestii pozostania w sieci mPunktu.

Kłopoty TVP

Według wypowiedzi przedstawicieli tymczasowego zarządu TVP, zeszłoroczna strata telewizji publicznej może przekroczyć 200 mln PLN. Telewizja Polska zwróciła się z prośbą o pomoc finansową państwa. Zapaść na rynku reklamowym najmocniej dotknęła TVP. Do tego telewizja publiczna ma niezwykle wysoką bazę kosztową, np. liczba pracowników jest około 3-krotnie większa niż w TVN i 8-krotnie większa niż w Polsacie. Problemy konkurencji są pozytywną informacją dla TVN i Cyfrowego Polsatu. Telewizja Polsat już jakiś czas temu zamroziła projekt swojej platformy cyfrowej i wobec zapowiadanych strat szanse na jego wznowienie uważamy za minimalne. Mniej oczywisty i jednoznaczny jest wpływ kłopotów TVP na TVN. Kłopoty państwowego nadawcy mogą skłonić bowiem do złagodzenia restrykcji dotyczących emisji reklam nałożonych na TVP. Szanse na to uważamy jednak za niewielkie.

Wywiad z prezesem Cyfry+

Zdaniem prezesa Cyfry+ Bertranda Leguerna, zeszłoroczne przychody platformy powinny być o kilkanaście procent wyższe, niż w 2008 roku (1,034 mld PLN). Dodatkowo wynik operacyjny powinien się utrzymać na poziomie porównywalnym do 2008 roku, kiedy to sięgnął 171 mln PLN. Gorzej wygląda kwestia wzrostu liczby abonentów platformy, gdyż wobec spowolnienia gospodarczego pojawił się dość duży churn i mimo, że sprzedaż brutto utrzymuje się na zakładanym poziomie, wzrosty liczby abonentów są mniejsze. Prezes zapowiada również odzyskanie pozycji lidera wśród platform cyfrowych pod względem przychodów po 2011 roku. Bieżące wyniki platformy oceniamy pozytywnie. Wpływ na nie ma podwyżka abonamentu wprowadzona w lipcu. Cyfrowy Polsat celowo wybrał inną strategię i rezygnując z podwyżek postawił na wzrost bazy abonenckiej.

Prezes Libicki o perspektywach na przyszłość

Zdaniem prezesa Libickiego, docelowa penetracja telewizji cyfrową w Polsce sięgnie 80%, co oznacza przyłączenie jeszcze około 1,5 miliona abonentów. W większości przyłączenia nastąpią w platformach cyfrowych. Tegoroczny Capex ma sięgnąć 5-6% przychodów. Od drugiego kwartału ma ruszyć oferta zintegrowanych usług płatnej telewizji, Internetu i telefonii komórkowej. Na przełomie trzeciego i czwartego kwartału ma do tego zostać dołożona usługa telefonii stacjonarnej. Ponadto prezes Libicki sceptycznie wypowiedział się na temat możliwości inwestycji w telewizję kablówkę. Budżetowany w chwili obecnej Capex jest zgodny z naszymi założeniami. Dynamika rynku obserwowana w zeszłym roku każe nam również sądzić, że zakładany przez prezesa docelowy poziom nasycenia rynku jest realny do osiągnięcia. Podtrzymujemy pozytywną opinię o planach inwestycji w usługę dostępu do Internetu.



TVN (Kupuj)

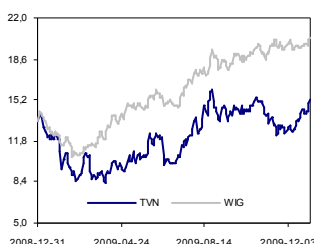
Cena bieżąca: 15,3 PLN

Cena docelowa: 14,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 102,7	10,8%	2 423,5	15,3%	Liczba akcji (mln)	346,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	610,5	-14,2%	620,2	1,6%	MC (cena bieżąca)	5 303,8
marża EBITDA	35,5%	37,5%		29,0%		25,6%		EV (cena bieżąca)	7 422,1
EBIT	480,5	631,9	31,5%	428,8	-32,1%	389,3	-9,2%	Free float	40,6%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	261,8	-28,0%	142,5	-45,6%		
P/E	22,0	14,7		20,3		37,2		Zmiana ceny: 1m	20,2%
P/CE	16,9	12,1		12,0		14,2		Zmiana ceny: 6m	45,4%
P/BV	3,7	3,2		3,3		3,0		Zmiana ceny: 12m	9,8%
EV/EBITDA	10,9	8,9		12,2		11,9		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	2,4	2,3		3,8		0,0		Min (52 tyg.)	8,4



Mimo znacznych wzrostów kursu akcji obserwowanych w grudniu uważamy, że akcje TVN wciąż posiadają istotny potencjał wzrostowy. Wsparciem dla kursu TVN powinny być oczekiwania dotyczące odbicia rynku reklamowego w 2010 roku oraz stopniowe umocnienie złotego, który poprzez dług, walutowe koszty operacyjne oraz wyraźną w obcych walutach wartość polskiego rynku reklamowego, powinien pozytywnie wpływać na wartość spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w listopadzie

Stacja znalazła się na drugim miejscu w zestawieniu, po TVP1 - wynika z komunikatu prasowego TVN. Liderem rynku telewizyjnego pod względem oglądalności ogółem w listopadzie 2009 roku była TVP1, która zanotowała jednak spadek udziału w rynku do 20,0 proc. z 22,3 proc. Na trzecim miejscu w rankingu jest Polsat z 15,6-proc. udziału wobec 14,8 proc. 2008 roku. Znajdująca się na czwartym miejscu TVP2 zanotowała spadek oglądalności do 14,9 proc. z 16,90 proc. W 2008 roku. Listopad stanowił kontynuację trendu z września i listopada, czyli bardzo mocnej pozycji Polsatu, mocnej TVN i bardzo słabych wyników telewizji publicznych.

Kłopoty TVP

Według wypowiedzi przedstawicieli tymczasowego zarządu TVP, zeszłoroczna strata telewizji publicznej może przekroczyć 200 mln PLN. Telewizja Polska zwróciła się z prośbą o pomoc finansową państwa. Zapaść na rynku reklamowym najmocniej dotknęła TVP. Do tego telewizja publiczna ma niezwykle wysoką bazę kosztową, np. liczba pracowników jest około 3-krotnie większa niż w TVN i 8-krotnie większa niż w Polsacie. Problemy konkurencji są pozytywną informacją dla TVN i Cyfrowego Polsatu. Telewizja Polsat już jakiś czas temu zamroziła projekt swojej platformy cyfrowej i wobec zapowiadanych strat szanse na jego wznowienie uważamy za minimalne. Mniej oczywisty i jednoznaczny jest wpływ kłopotów TVP na TVN. Kłopoty państwowego nadawcy mogą skłonić bowiem do złagodzenia restrykcji dotyczących emisji reklam nałożonych na TVP. Szanse na to uważamy jednak za niewielkie.

Wyniki oglądalności w sezonie jesiennym

W okresie 6 września – 6 grudnia oglądalność całodobowa TVN wyniosła 19,5% wobec 19,7% 2008 roku. Wzrosła w tym czasie oglądalność Polsatu (z 17,4% do 18,2%), a bardzo mocno spadły wyniki stacji telewizji publicznej: TVP1 o 1,8% (z 18,2% do 16,4%) a TVP2 o 2,4% (z 15,8% do 13,4%). W grupie docelowej oglądalność TVN spadła z 25,1% do 24,4%, a Polsatu wzrosła z 14,5% do 14,9%. Również w tej grupie mocno ucierpiała telewizja publiczna. Oglądalność TVP1 spadła z 13,6% do 12,2% a TVP2 z 12,0% do 10,4%. Wyniki są odzwierciedleniem publikowanych już wyników oglądalności za miesiące wrzesień – listopad.

Przeprowadzenie wykupu obligacji Senior Notes

TVN poinformował o przeprowadzeniu wykupu całej transzy obligacji Senior Notes zapadalnych w 2013 roku. Całkowita kwota zapłacona w transakcji, obejmująca nominal, przysługującą premię oraz narosłe odsetki, wyniosła 242,7 mln EUR. Szacujemy, że z tytułu wykupu spółka zaksięguje w czwartym kwartale 2009 roku około 30-35 mln PLN dodatkowych kosztów finansowych obejmujących zapłaconą premię oraz koszty transakcyjne.

Inwestycje w Internecie

W pierwszym kwartale 2010 Grupa TVN ruszy z usługą wideo na żądanie w Internecie. Projekt w wersji testowej został uruchomiony przed świętami. Wideo na żądanie jest kolejnym etapem rozwijania oferty grupy w Internecie. Zarząd nie podał konkretnej kwoty ile wynoszą koszty całego projektu.



WSiP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,6 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	198,2	-11,9%	196,2	-1,0%	198,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	50,0	44,5%	41,2	-17,6%	42,7	3,6%	MC (cena bieżąca)	410,8
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,0%		21,5%		EV (cena bieżąca)	372,6
EBIT	29,8	46,3	55,1%	37,2	-19,7%	38,6	3,8%	Free float	0,0%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	30,5	-22,1%	32,0	5,2%		
P/E	8,9	10,5		13,5		12,8		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	8,1	9,6		11,9		11,4		Zmiana ceny: 6m	9,9%
P/BV	3,6	3,7		4,0		4,0		Zmiana ceny: 12m	19,8%
EV/EBITDA	10,7	7,6		9,0		8,8		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	6,4	10,9		9,5		7,4		Min (52 tyg.)	12,6



Uważamy, że zaoferowana w wezwaniu Pahoa Investments cena 16,0 PLN nie zostanie zaakceptowana przez zakładaną większość 80% akcjonariuszy WSiP. Z drugiej strony bieżąca ceną prawidłowo odzwierciedla potencjał i ryzyka płynące z inwestycji w spółkę. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zaproszenie do negocjacji w sprawie Bellony

MSP zaprosiło do negocjacji w sprawie nabycia 85 proc. akcji Bellony. Do 2 lutego 2010 roku mogą się zgłaszać inwestorzy zainteresowani tą akwizycją. Resort do 16 marca ma udzielić im odpowiedzi. Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne podtrzymują zainteresowanie zakupem od Ministerstwa Skarbu Państwa wydawnictwa Bellona i chcą odebrać od doradcy prywatyzacyjnego memorandum informacyjne spółki. We wcześniejszych założeniach spodziewaliśmy się, że prywatyzacja Bellony nie nastąpi przed 2011 rokiem. Biorąc pod uwagę bieżący harmonogram procesu prywatyzacyjnego można założyć, że przy sprzyjających okolicznościach MSP sprzeda Bellonę przed końcem 2010 roku. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami prezesa Wedler ewentualny zakup Bellony przez WSiP nastąpi najprawdopodobniej ze środków pozyskanych z kredytów.

IT

Przedstawiciele branży o trendach w dystrybucji IT

W *Parkiecie* pojawił się artykuł przedstawiający poglądy na branżę kilku czołowych polskich dystrybutorów sprzętu komputerowego. Ich zdaniem na rynku dochodzi do powolnej stabilizacji sytuacji i złagodzenia ujemnej dynamiki na wolumenach sprzedaży obserwowanej w pierwszej połowie roku kalendarzowego. Za podstawowy warunek rozpoczęcia realnego ożywienia uważają natomiast odblokowanie się zamówień w sektorze przedsiębiorstw, który znacznie ograniczył zamówienia w czasie kryzysu (wydatki konsumentów indywidualnych uległy niewielkim zmianom). Wśród czynników wpływających na poprawę sytuacji wymieniane jest też umocnienie złotego i premiera Windows7. Umocnienie złotego z pewnością wpływa na poprawę wolumenowych wyników sprzedaży jednak jego wpływ na wyniki wartościowe nie jest już naszym zdaniem taki oczywisty. Świadomość trendu aprecjacyjnego polskiej waluty może wpływać na efekt odkładania zakupów w czasie. W przypadku premiery Windows może on naszym zdaniem dać pozytywny impuls w segmencie konsumentów indywidualnych.

DiS o IT w trzech pierwszych kwartałach 2009 roku

Według DiS w ciągu pierwszych 9 miesięcy 2009 roku wartość rynku informatycznego w Polsce spadła o 15,3%, przy czym w samym trzecim kwartale 2009 roku wartość wydatków na IT spadła o 16,9%. W ciągu całego 2009 roku spadek wartości rynku informatycznego ma wynieść 14,9%. Powyższe dane mają charakter historyczny i są naszym zdaniem zdyskontowane w bieżących cenach akcji spółek informatycznych. Należy też zwrócić uwagę na sprzedaż między spółkami informatycznymi, która może utrudniać interpretację otrzymanego wyniku badania.

Comarch

Kierunki rozwoju spółki okiem prezesa

Comarch spodziewa się kilkuprocentowego wzrostu przychodów grupy w 2010 r., a ponad połowa sprzedaży ma pochodzić z rynków zagranicznych. Poza Niemcami i Francją, informatyczna spółka chce mocno zaistnieć na rynku azjatyckim. Zysk Comarchu za 2009 r. najprawdopodobniej pozostanie w spółce. Prezes Filipiak szacuje, że ok. 6 mln EUR zostanie przeznaczonych na marketing wizerunkowy w Polsce i Niemczech w 2010 r. Suma nie obejmuje wydatków związanych z marketingiem produktowym. Comarch planuje również przeprowadzenie akwizycji francuskiej firmy informatycznej, a najbardziej prawdopodobny termin takiej transakcji to 2011 r. Akwizycje zagranicznych spółek informatycznych mogą być ciekawym pomysłem pod warunkiem, że będą dokonywane po atrakcyjnych cenach, a przejmowane podmioty będą miały stabilne portfolio produktowe i rynki zbytu. Zarówno Francja jak i Chiny mają dużo do zaoferowania dla spółki. Francja to przede wszystkim stabilny i rozwinięty rynek, z którego Comarch może czerpać spory know-how. Atutem Chin są z kolei perspektywy niezwykle dynamicznego wzrostu wartości wydatków na informatykę. Sądząc po wypowiedzi prezesa (przejęcie w 2011 r.) cele przejęcia nie są jeszcze zdefiniowane i najprawdopodobniej spółka jeszcze nie rozpoczęła procesu poszukiwania odpowiednich podmiotów.



AB (Kupuj)

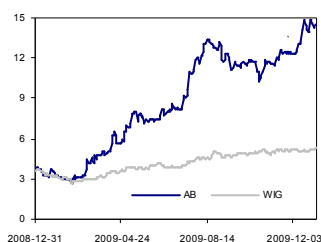
Cena bieżąca: 14,5 PLN

Cena docelowa: 15,13 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 929,5	-2,7%	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	88,4	123,9%	40,5	-54,2%	52,0	28,5%	MC (cena bieżąca)	231,6
marża EBITDA	1,3%	3,0%		1,5%		1,8%		EV (cena bieżąca)	407,1
EBIT	35,2	83,1	136,0%	35,0	-57,8%	46,5	32,7%	Free float	41,9%
Zysk netto	16,1	27,7	72,3%	20,0	-27,7%	23,8	18,7%		
P/E	14,4	8,3		11,6		9,7		Zmiana ceny: 1m	17,6%
P/CE	11,4	7,0		9,1		7,9		Zmiana ceny: 6m	78,4%
P/BV	1,2	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	292,4%
EV/EBITDA	11,0	4,9		10,1		7,6		Max (52 tyg.)	14,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Pozostajemy pozytywnie nastawieni do akcji AB. Uważamy, że dobre wyniki finansowe w połączeniu z coraz skuteczniejszą polityką zarządzania kapitałem obrotowym przekładać się będą w przyszłości na wyższe poziomy generowanej przez spółkę gotówki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

WZA zdecydowało o dywidendzie

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło decyzję o przeznaczeniu 4,27 mln PLN z wypracowanego w zeszłym roku zysku netto na dywidendę, co oznacza 0,27 PLN na akcję. Dzień dywidendy został ustalony na 20 grudnia 2009 roku, a wypłata nastąpi 10 stycznia 2010 roku. Stopa dywidendy wyniesie niewiele ponad 2,1%.



Action (Kupuj)

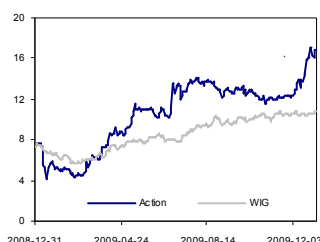
Cena bieżąca: 16,9 PLN

Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-22

(mIn PLN)	2006/07	2007/08	zmiana	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	MC (cena bieżąca)	291,2
marża EBITDA	2,1%	2,8%		2,0%		2,3%		EV (cena bieżąca)	397,4
EBIT	30,4	58,3	91,9%	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%		
P/E	12,6	8,6		9,3		10,8		Zmiana ceny: 1m	37,4%
P/CE	9,4	7,0		6,6		8,1		Zmiana ceny: 6m	27,6%
P/BV	1,9	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	119,8%
EV/EBITDA	9,1	6,7		6,4		7,9		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	0,0	1,5		8,2		2,1		Min (52 tyg.)	4,1



Pozytywnie oceniamy wyniki osiągnięte przez spółkę w ciągu piątego kwartału roku obrotowego 2008/09, wskazujące przede wszystkim na potencjał płynący ze znacznej redukcji kosztów działalności, którą spółka wprowadziła w ostatnich miesiącach. Oczekujemy, że oszczędności te powinny znaleźć kontynuację również w następnych kwartałach i wraz z kolejnymi posunięciami restrukturyzacyjnymi planowanymi obecnie przede wszystkim w spółkach zależnych pozwolą na podtrzymanie pozytywnego momentum na wynikach. Mimo dynamicznego wzrostu kursu akcji obserwowanego w ostatnich tygodniach, spółka notowana jest z 13,2% dyskontem do spółek porównywalnych według wskaźnika P/E na 2010 rok, co świadczy naszym zdaniem o niewyczerpanym jeszcze w pełni potencjale wzrostowym. Informacja o sprzedaży Action Ukraina jest naszym zdaniem neutralna dla kursu. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze zalecenie kupuj.

Wyniki 5Q2008/09

Wyniki Actionu w piątym kwartale roku obrotowego 2008/09 były lepsze od naszych oczekiwań. Za główny czynnik odchylenia in plus od naszych założeń uznajemy niższe od naszych założeń koszty działalności spółki. Przychody spółki były nieznacznie niższe od naszych przewidywań i wyniosły 495,5 mln PLN. Wyższa od naszych założeń była marża brutto która wyniosła 9,0%, co jest efektem niższego poziomu zaksięgowanych na tym poziomie różnic kursowych. Potwierdzeniem tej tezy są różnice kursowe z poziomu pozostałych przychodów operacyjnych (mających w założeniu kompensować różnice z marży brutto), które wyniosły +0,1 mln PLN vs. przy +2,1 mln PLN założonych w naszej prognozie. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 33,1 mln PLN przy 35 mln PLN naszych przewidywań, co według nas okazało się decydujące dla dobrych rezultatów kwartału. Saldo pozostałej działalności operacyjnej jak już wyżej wspomnieliśmy było bardzo niskie (+0,3 mln PLN) i wskazuje na nieduży poziom różnic kursowych zaksięgowanych na saldach należności i zabezpieczeniach walutowych. W ostatecznym ujęciu wynik operacyjny 5Q2008/09 wyniósł 11,7 mln PLN odchylając się o 13,2% od naszych oczekiwań (10,4 mln PLN). Saldo działalności finansowej było korzystniejsze od oczekiwanego przez nas (-0,8 mln PLN vs -1,3 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik netto wyniósł 8,4 mln PLN przy 7,0 mln PLN prognozy.

W bilansie spółki nastąpił w porównaniu do 4Q2008/09 wzrost długu netto z 76,2 mln PLN do 92,2 mln PLN. Jest to efektem presji na kapitał obrotowy, który wzrósł o około 30 mln PLN q/q. Wzrost kapitału obrotowego ma naszym zdaniem charakter sezonowy i uwzględniając poczynioną od początku roku redukcję zamrożonych w nim środków poczynione zmiany nadal oceniamy pozytywnie.

Sprzedaż udziałów w Action Ukraina

Spółka poinformowała o sprzedaży 51% udziałów w Action Ukraina dotychczasowemu wspólnikowi – brytyjskiej firmie BlueMare LPP (kontrolowanej przez Olega Baliasza). Cena sprzedaży posiadanego pakietu to 2 mln USD. Action zainwestował w Action Ukraina na początku 2004 roku płacąc za udziały 917 tys PLN. W 2007 roku miało miejsce podniesienie kapitału zakładowego spółki, w którym udział Actionu wyniósł około 510 tys. USD. Podpisane w tamtym okresie przyrzeczenie odkupu (obowiązujące do końca 2009 roku) zakładało zapłacenie za udziały Actionu 4,08 mln USD + 51% zysku wypracowanego w okresie 1 stycznia 2007 – 31 grudnia 2008 nie przeznaczonego na dywidendę). Uzyskana kwota jest zatem niższa od wtedy wynegocjowanej. Biorąc jednak pod uwagę straty generowane obecnie przez ukraińską spółkę (według naszych szacunków za ten rok obrotowy przekroczy ona 5 mln PLN) pozbycie się ukraińskich aktywów pozytywnie przełoży się na wypracowywane wyniki.

Prezes o perspektywach na 2010 rok

Zdaniem prezesa Bielińskiego w tym roku obroty powinny utrzymać się przynajmniej na



poziomie zeszłorocznym. Wyższa natomiast powinna być rentowność, na co wpływ będzie miało między innymi wyjście na rentowność spółek zależnych Action Ukraina i Sferis. Rok obrotowy ma 17 miesięcy, więc nie wydaje nam się by prezes jako bazę odniesienia miał na myśli cały ten okres. W tym roku dopuszczamy możliwość niewielkiego spadku przychodów względem pierwszych czterech kwartałów roku obrotowego, natomiast wiele czynników wskazuje na to, że ożywienie rynku dystrybucji IT będzie w kolejnych latach przyspieszać i spółka przebijie tą bazę. W odniesieniu do zyskowności, to baza pierwszych czterech kwartałów roku powinna zostać bez wątplenia przebita, gdyż na wynikach tego okresu ciążył nieudany pierwszy kwartał, który nie w pełni udało się zrekompensować podwyższonym zyskiem drugiego kwartału.

Zbycie akcji własnych

W dniu 21.12.2009 Spółka sprzedała 709 503 akcji własnych o wartości nominalnej 0,10 PLN, po średniej jednostkowej cenie wynoszącej 15,75 PLN na akcję. Sprzedaż nastąpiła w dwóch transakcjach pakietowych pozasesyjnych. Akcje zostały sprzedane na skutek decyzji Zarządu o zakończeniu programu nabywania akcji i dokonaniu ich sprzedaży. Celem sprzedaży akcji było pozyskanie środków finansowych, a także umożliwienie zwiększenia płynności akcji Spółki. W wyniku wyżej wymienionej transakcji Spółka nie posiada akcji własnych.



ASBIS (Akumuluj)

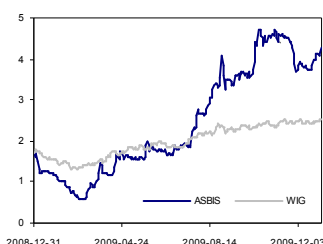
Cena bieżąca: 4,3 PLN

Cena docelowa: 4,23 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(m In USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m In PLN)
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 117,8	-25,2%	1 270,0	13,6%	Liczba akcji (mln) 55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	6,3	-65,5%	17,0	171,2%	MC (cena bieżąca) 235,9
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,6%		1,3%		EV (cena bieżąca) 246,3
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	3,2	-79,3%	13,8	336,1%	Free float 34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-2,4		6,9		
P/E	4,4	20,7				12,0		Zmiana ceny: 1m 13,6%
P/CE	4,0	12,1		121,5		8,3		Zmiana ceny: 6m 131,0%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m 183,3%
EV/EBITDA	2,9	5,6		13,9		5,5		Max (52 tyg.) 4,7
Dywid (%)	3,1	10,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 0,6



Mimo grudniowej poprawy notowań, akcje Asbisu wciąż notowane są poniżej cen sprzed informacji o problemach Dubai World. Naszym zdaniem powyższy czynnik ryzyka ma niewielkie znaczenie dla spółki i z tego względu uważamy, że nie powinien on mieć odzwierciedlenia w cenie akcji. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Asseco Poland (Kupuj)

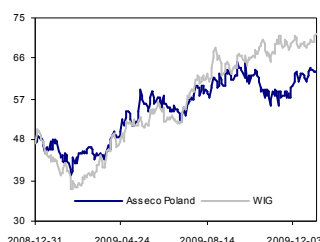
Cena bieżąca: 63,1 PLN

Cena docelowa: 71,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 282,4	2 786,6	117,3%	3 023,5	8,5%	3 193,7	5,6%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	652,7	10,3%	681,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 894,4
marża EBITDA	21,4%	21,2%		21,6%		21,3%		EV (cena bieżąca)	5 349,7
EBIT	236,7	494,3	108,9%	548,6	11,0%	573,8	4,6%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	372,1	15,7%	365,5	-1,8%		
P/E	30,4	15,2		13,2		13,4		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/CE	24,6	11,7		10,3		10,4		Zmiana ceny: 6m	21,7%
P/BV	2,3	1,3		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	30,1%
EV/EBITDA	18,6	8,5		8,2		7,8		Max (52 tyg.)	65,4
Dyid (%)	0,6	2,4		2,3		2,2		Min (52 tyg.)	40,0



Spółka zaprezentowała na grudniowej konferencji okazały portfel kontraktów na 2010 rok, który osiągnął w skali grupy 1,5 mld PLN, mimo że nie uwzględnił części powtarzalnych umów. Naszym zdaniem powyższy portfel oraz oczekiwane przez nas rozstrzygnięcia dużych przetargów informatycznych organizowanych przez administrację publiczną powinny pozytywnie przekładać się na notowania Asseco Poland. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dwa kontrakty dla Asseco Systems

Asseco Systems, spółka w 100% należąca do Asseco Poland wygrała dwa przetargi. Pierwszy podpisany z Nordea Bank Polska dotyczy świadczenia usługi wsparcia dla systemu bankowości elektronicznej Solo Corporate, z którego korzystają firmy będące klientami banku. Jego kwoty nie ujawniono. Drugi dotyczy budowy sieci informatycznej dla MSZ, a jego wartość wynosi około 1,5 mln PLN.

Imponujący portfel kontraktów

Tegoroczny portfel zamówień Grupy Asseco Poland osiągnął wartość 1,5 mld PLN, przy czym aż 1,16 mld PLN z tej sumy stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne. Na poziomie spółki dominujący portfel kontraktów na 2010 rok wynosi 492 mln PLN z czego 421 mln PLN to oprogramowanie i usługi własne. Portfel zamówień Grupy robi na nas duże wrażenie. Stanowi on około 50% szacowanych przez nas na 2009 rok przychodów i około 47% naszej tegorocznej prognozy. Solidnie wygląda też wartość zamówień na własne produkty Grupy. Kwota 1,16 mld PLN jest niewiele mniejsza od dotychczasowej realizacji (w 1-3Q2009 przychody z oprogramowania i usług własnych wyniosły na poziomie Grupy około 1,201 mld PLN). Ponadto należy zwrócić uwagę, że podane kwoty nie uwzględniają kilku ważnych kontraktów takich jak np. prace związane z CEPIK (umowa została podpisana pod koniec 2009 roku) czy część umów z PKO BP..

Wybór najlepszej oferty - ABG

Oferta konsorcjum ABG i Unizeto Technologies została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu organizowanym przez Zachodniopomorski Oddział Wojewódzki NFZ na rozbudowę serwerów IBM iSeries. Wartość zamówienia to około 3,6 mln PLN. W przetargu złożono tylko jedną ofertę.

Wybór najlepszej oferty - Asseco Systems

Oferta Asseco Systems, spółki z grupy kapitałowej Asseco, została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu Centralnego Ośrodka Informatyki Statystycznej na dostawę i instalację serwerów oraz rozbudowę macierzy dyskowych. Wartość oferty to 2,2 mln PLN z VAT. Czas realizacji zamówienia to 21 dni od jego udzielenia.

Nabycie spółki Probass S.A. w Rumunii

Asseco South Eastern Europe nabył rumuńską spółkę Professional Bank System&Software – Probass S.A. Spółka ta zajmuje się sprzedażą i utrzymaniem własnych rozwiązań informatycznych dla banków i instytucji finansowych. Transakcja została skonstruowana w ten sposób, że 60% akcji Probassa zostało nabyte za gotówkę (7,7 mln EUR), a 40% akcji w zamian za 1.524.269 akcji ASEE. Przejmowana spółka wypracowała w 2008 roku 2,5 mln EUR przychodów i 1,6 mln PLN EUR zysku netto. Przyjmując cenę akcji ASEE z 11 grudnia (16,99 PLN) zakup 100% rumuńskiej spółki zamknął się kwotą 25,9 mln EUR, co implikuje wskaźnik ceny do zysku za 2009 rok na poziomie P/E= 8,8.

Kontrakt dla Asseco Systems na informatyzację Myszkowa

Asseco Systems będzie realizować projekt „e-Myszkovia. Rozwój elektronicznych usług

publicznych oraz nowoczesny samorząd w powiecie myszkowskim". Wartość kontraktu wynosi 2,45 mln PLN netto. Czas realizacji projektu to 8 miesięcy.

Kontrakt z Poczta Polska

Asseco Systems wygrało przetarg organizowany przez Poczta Polska na rozwój programowania bazodanowego Oracle wraz z asystą techniczną. Wartość oferty złożonej przez Asseco Systems to 3,24 mln PLN.

Wypowiedź prezesa Spółki

Prezes rzeszowskiej firmy powiedział, że nie liczy na szybki powrót koniunktury na rynku IT w 2010 roku. Uważa, że 2010 rok będzie zbliżony do roku 2009. Szef Asseco sądzi, że wciąż podstawowym problemem branży nowych technologii będzie niechęć do rozpoczynania dużych projektów. Uważa, że obecnie szefowie firm za główny cel stawiają sobie utrzymanie obecnych zasobów nie myśląc o rozwoju swoich przedsiębiorstw. Szef Asseco Poland spodziewa się, że w tzw. sektorze komercyjnym ożywienie nadejdzie dopiero w II półroczu 2010 roku. W segmencie zamówień publicznych prezes spodziewa się, że wielkie projekty przypadną na lata 2011-2012. Uważa jednocześnie, że Spółka będzie zmuszona szukać okazji za granicą. Podtrzymuje także chęć akwizycji i nie rezygnuje z wejścia na rynek północnoamerykański. Dodaje jednak, że 2010 rok będzie raczej przeznaczony na poznanie tego rynku, a większe ruchy akwizycyjne spodziewane są dopiero na 2011 rok.

Umowa z ARiMR

Spółka podpisała umowę o wartości 20 mln PLN z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa na świadczenie usług w zakresie utrzymania i modyfikacji systemów komputerowych.



Komputronik (Trzymaj)

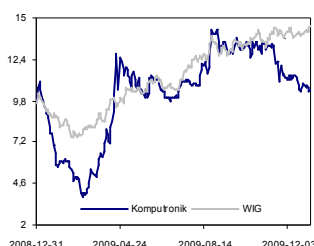
Cena bieżąca: 10,5 PLN

Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	758,7	46,1%	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,2	15,0	-1,4%	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	MC (cena bieżąca)	86,0
marża EBITDA	2,9%	2,0%		1,0%		1,8%		EV (cena bieżąca)	125,7
EBIT	13,5	10,0	-26,2%	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,8	-43,6%	2,2	-63,0%	7,5	247,9%		
P/E	7,6	14,8		39,9		11,5		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/CE	6,5	7,9		8,6		6,6		Zmiana ceny: 6m	4,4%
P/BV	0,9	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-4,5%
EV/EBITDA	3,1	6,9		12,4		8,0		Max (52 tyg.)	14,3
Dyid (%)	0,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Trzeci kwartał 2009 roku nie pokazał poprawy sytuacji finansowej w Komputroniku i spółka ponownie raportowała stratę netto. Również czwarty kwartał 2009 roku nie przyniesie przełomu mimo oczekiwanej przez nas poprawy wyników finansowych w Karenie. Ponadto nad Grupą wisi groźba odpisów na należnościach spowodowanych ewentualną upadłością Techmexu. Uważamy, że w przypadku Techmexu przyjęty zostanie wariant wymiany długu (około 15 mln PLN) na akcje, co pozwoli na uniknięcie odpisów na należnościach, bardzo prawdopodobnych w scenariuszu faktycznego przeprowadzenia upadłości likwidacyjnej Techmexu. Wyraźniejszej poprawy wyników Grupy naszym zdaniem należy się spodziewać najwcześniej w drugim kwartale 2010 roku, kiedy przeprowadzona restrukturyzacja kosztowa i poprawa struktury sprzedaży powinny przynieść pierwsze efekty. W skali całego 2010 roku zysk netto powinien wzrosnąć do 7,5 mln PLN co według nas jest uwzględnione w bieżącej wycenie spółki. Z tego względu podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Zakup wierzytelności Techmex S.A. od SEB Commercial Finance

Komputronik nabył od SEB Commercial Finance wierzytelności Techmexu wynikające z umowy wekslowej zawartej 22.11.2007. Całkowita kwota wierzytelności wynosząca wraz z odsetkami ustawowymi 7,43 mln PLN została nabyta za 89% nominalnej wartości (6,61 mln PLN). Wierzytelności są zabezpieczone zastawem rejestrowym na 25% kapitału Satelitarnego Centrum Operacji Regionalnych SA, zastawem rejestrowym na 530.000 akcji Techmexu należących do p. Jacka Studenckiego, wekslem In blanco Techmexu oraz pełnomocnictwem do rachunku bankowego Techmexu. Powyższa wierzytelność jest najprawdopodobniej solidarną wierzytelnością Techmexu i Karenu wynikającą z weksli. Wykup tej wierzytelności uważamy za bardzo dobre posunięcie Zarządu. W ten sposób spółka zabezpiecza swoje interesy w przypadku upadłości Techmexu. W wypadku niewypłacalności bielskiej spółki, Karen byłby zobowiązany do solidarnej spłaty weksli z możliwością regresu do Techmexu. Regres ten nie miałby jednak żadnych dodatkowych zabezpieczeń i byłby ogólnie oparty na majątku Techmexu, który może okazać się niewystarczający do spłaty wierzycieli. Poprzez zakup weksli spółka natomiast będzie posiadała dodatkowe zabezpieczenia, które zostały wspomniane powyżej.



Sygnity (Kupuj)

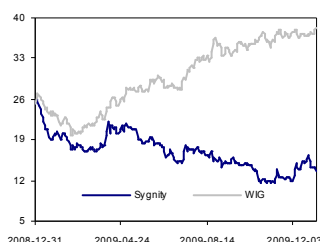
Cena bieżąca: 13,5 PLN

Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	608,6	-38,9%	678,4	11,5%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		-60,9		28,5		MC (cena bieżąca)	160,6
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		-10,0%		4,2%		EV (cena bieżąca)	198,5
EBIT	-72,0	11,5		-94,9		-2,1	-97,8%	Free float	66,1%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	-84,1	5567,2%	-7,9	-90,6%		
P/E								Zmiana ceny: 1m	13,5%
P/CE		3,7				7,1		Zmiana ceny: 6m	-11,7%
P/BV	0,5	0,4		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-46,0%
EV/EBITDA		3,1				7,6		Max (52 tyg.)	25,0
Dyid (%)	12,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Był Sygnity co prawda wciąż wydaje się niepewny, a głównymi czynnikami ryzyka są konieczność rolowania zadłużenia na początku 2010 roku oraz sfinansowania kar umownych, na które spółka utworzyła rezerwy w drugim kwartale. Mimo to relacja potencjalnego zysku do ryzyka wydaje nam się atrakcyjna biorąc pod uwagę szanse na poprawę osiąganych wyników płynące z wdrażanego w spółce programu oszczędnościowego, obserwowaną poprawę backlogu (bieżąca wartość zamówień na 2010 rok to około 210 mln PLN) oraz bardzo realne naszym zdaniem uruchomienie dużych przetargów publicznych. Dodatkowo spółka otrzymała około 7 mln PLN zwrotu niesłusznie naliczonej przez ARiMR kary, co ułatwi naszym zdaniem zarządzanie kapitałem obrotowym w spółce. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację.

Tieto zainteresowane Sygnity?

Według spekulacji *Parkietu* fińska spółka informatyczna Tieto mogłaby być zainteresowana zakupem Sygnity być może prowadzone jest już badanie ksiąg. Sygnity już wielokrotnie wcześniej miało być przedmiotem zainteresowania zagranicznych spółek jednak za każdym razem okazywało się to jedynie plotką. W ujęciu biznesowym obie spółki do siebie bardzo dobrze pasują, dlatego nie można wykluczyć, że tym razem istnieje realne zainteresowanie akwizycją Sygnity. W takim przypadku polska spółka zyskałaby nie tylko wsparcie finansowe (tak bardzo potrzebne wobec ciągłych zmagania z problemami płynnościowymi), ale również biznesowe, bo choć obecność Tieto na polskim rynku jest póki co śladowa, to jednak stanowi ono uznaną markę europejską.

Najkorzystniejsza oferta w przetargu dla Straży Granicznej

Oferta spółki została uznana za najlepszą w postępowaniu przetargowym organizowanym przez Komendę Główną Straży Granicznej. Przetarg dotyczy wymiany sprzętu i oprogramowania w zakresie rozbudowy systemu teleinformatycznego Straży Granicznej w celu ustanowienia łączności z terminalami radiowymi. Wartość oferty złożonej przez Sygnity to 1,53 mln PLN.

Zwrot kary z ARiMR

Na skutek prawomocnego wyroku Sądu Apelacyjnego w Łodzi Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa wpłaciła na konto spółki Sygnity 12,16 mln PLN tytułem nienależnie pobranych kar umownych z należnymi odsetkami. Część środków otrzymanych od ARiMR ma trafić do Techmexu, który obecnie jest w procesie upadłości likwidacyjnej. Zwrot kary pozytywnie wpłynie na pozycję płynnościową spółki i ułatwi finansowanie wydatkowania rezerw. Szacujemy, że z powyższej kwoty 7 mln PLN otrzyma Sygnity a 5 mln PLN Techmex.

Kontrakt z CRZL

Sygnity podpisało kontrakt z Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich (jednostka powołana przez MPiPS) o wartości 18,4 mln PLN netto. Umowa dotyczy rozszerzenia zakresu prac związanych z realizacją wdrożenia oprogramowania Syriusz. Umowa obowiązuje do 30 czerwca 2011 roku. Powyższa umowa dodaje do portfela kontraktów 2010 roku około 12 mln PLN (około 1,9% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów).

Kolejne kontrakty do backlogu

Sygnity podpisało z PFRON umowę na modyfikację Systemu Obsługi Dofinansowań i Refundacji. Umowa obejmuje utrzymanie, wsparcie, konserwację oraz modyfikację systemu SODiR zgodnie z potrzebami i zmieniającymi się przepisami prawnymi w obszarze regulowanym przez ustawę o rehabilitacji zawodowej i społecznej oraz zatrudnianiu osób niepełnosprawnych. Została zawarta na okres 24 miesięcy. Wartość zlecenia wynosi 14,9 mln zł brutto. Ponadto Sygnity zdobyło kontrakty z GUS (sprzedaż praw autorskich do elementów systemu informatycznego o wartości 9,76 mln zł brutto) oraz NFZ (dostawa serwera o wartości



3,16 mln zł netto). Z pierwszej z umów około 6 mln PLN zasili portfel kontraktów tego roku. Pozostałe dwie umowy zasilią backlog 2010 roku w całości. Łączna wartość portfela zamówień na 2010 rok ma według naszych szacunków wartość około 207 mln PLN, co stanowi około 30,5% szacowanych przez nas na 2010 rok przychodów.

Kontrakt na numer alarmowy „112”

Oferta Sygnity na „budowę i wdrożenie ogólnopolskiej sieci teleinformatycznej na potrzeby obsługi numeru alarmowego nr 112” została odrzucona. Przetarg wygrała oferta giełdowego rywala, spółka ATM warta 490,2 mln PLN. Oferta Sygnity okazała się minimalnie droższa.

Metale



Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 122 PLN

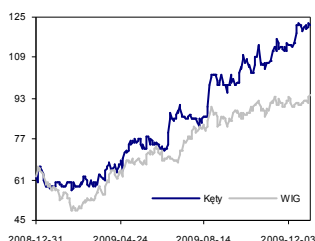
Cena docelowa: 115,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	1 075,0	-9,2%	1 171,8	9,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	186,2	-2,1%	185,1	-0,6%	MC (cena bieżąca)	1 125,5
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 348,4
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	124,0	-3,4%	123,0	-0,8%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	67,0	5,8%	82,9	23,7%		
P/E	11,5	17,8		16,8		13,6		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	7,5	9,0		8,7		7,8		Zmiana ceny: 6m	38,8%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	83,5%
EV/EBITDA	7,6	7,8		7,2		7,4		Max (52 tyg.)	123,0
Dyid (%)	3,3	1,1		0,0		3,3		Min (52 tyg.)	56,6



Mimo osłabienia koniunktury na rynku wyrobów aluminiowych, w trzecim kwartale spółka utrzymała zbliżony do zeszłorocznego poziom sprzedaży (-2,7% r/r). Mimo trwającej w branży dekonunktury a dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji i efektom walutowym USD/EUR marża EBITDA spółki wzrosła do 18,2%. Zysk netto wzrósł r/r o 43,5% również dzięki mniejszym odsetkom od kredytów, dodatniemu wpływowi transakcji zabezpieczających i wycenie zadłużenia. Jak na razie brak jest bardziej istotnych symptomów ożywienia, ale Grupa Kęty jest dobrze przygotowana na kryzys w branży. Przewidywane przyszłoroczne ożywienie gospodarcze, przy ograniczonej bazie kosztowej powinno prowadzić do skokowego wzrostu zysków. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Prognoza wyników za IV kwartał 2009

Zarząd Spółki wstępnie prognozuje, że w IV kwartale 2009 roku zysk netto może sięgnąć 14 mln PLN przy 256 mln przychodów ze sprzedaży. Mile zaskoczą wyniki segmentu usług budowlanych (100% wzrost obrotów r/r) oraz opakowań giętkich (7% wzrost r/r). Pozostałe segmenty wypracują przychody o 10% mniejsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zadłużenie netto na koniec roku ma wynieść około 185 mln PLN (w 3Q2009 dług netto wyniósł 233 mln PLN).



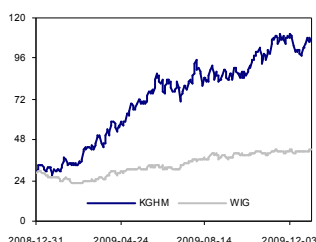
KGHM (Redukuj)

Cena bieżąca: 106,4 PLN Cena docelowa: 90,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 716,6	-5,2%	10 939,4	2,1%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 333,0	-18,3%	3 084,2	-7,5%	MC (cena bieżąca)	21 280,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		31,1%		28,2%		EV (cena bieżąca)	20 619,7
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 793,2	-22,3%	2 540,8	-9,0%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 289,2	-21,3%	2 270,1	-0,8%		
P/E	5,6	7,3		9,3		9,4		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	5,1	6,3		7,5		7,6		Zmiana ceny: 6m	35,1%
P/BV	2,4	2,0		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	220,6%
EV/EBITDA	3,7	4,8		6,2		6,6		Max (52 tyg.)	110,7
Dywid (%)	16,0	8,5		11,0		7,5		Min (52 tyg.)	27,5



Rynek miedzi wszedł w okres słabego sezonowo popytu (grudzień-luty) przy wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych kopalń (grudzień), co powinno przynieść skokowy wzrost zapasów na giełdach towarowych (nawet 200 tys. ton). W grudniu pozytywny wpływ na ceny metalu miał strajk w kopalniach w Chile, efekt ten nie wystąpi już na początku roku. Biorąc pod uwagę silne wzrosty cen miedzi w ostatnich miesiącach ryzyko gwałtownej korekty cen metali istotnie rośnie. Przypominamy, że Skarb Państwa zamierza sprzedać w przyszłym roku ok. 10% akcji spółki. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Prezes o najbliższej przyszłości

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, czwarty kwartał jest dla KGHM lepszy niż trzeci, na skutek wzrostu ilościowego sprzedaży. Spółka ocenia, że wykona prognozę na 2009 rok, zakładającą 2,25 mld PLN zysku netto, przy przychodach w wysokości 10,83 mld PLN. Prezes potwierdził, że w 2009 roku nie doszło do przejścia żadnego zagranicznego złoża. Takie przejście będzie natomiast możliwe w 2010 roku. Wcześniej firma informowała, że chce kupić udział w złożu w Ameryce Północnej, po rezygnacji z wcześniejszych planów zakupu zagranicznej kopalni. Zdaniem prezesa KGHM, obecne ceny miedzi są przeszacowane. Prezes ocenia, że w związku z tym należy się spodziewać, że albo nastąpi obniżenie zapasów i ruszy produkcja produktów finalnych, albo należy liczyć się z korektą ceny miedzi. KGHM raczej nie wypłaci dywidendy zaliczkowej w 2009 roku. Prezes potwierdził także, że KGHM nie ma na razie zamiaru sprzedawać Polkomtela. Według Prezesa spółka być może pozostanie akcjonariuszem tej spółki przez 5-7 lat. Informacje przekazane przez Prezesa nie wnoszą niczego nowego do obrazu spółki i są raczej powtórzeniem wcześniejszych opinii Prezesa, przekazanych po wynikach za 3Q. Jedyną nowością są stwierdzenia na temat wyników za 4Q, co z kolei jest zbieżne z naszą oceną zawartą w ostatnim raporcie na temat spółki.

Zmiany w statucie przyjęte

Zgodnie z przegłosowanymi przez NWZA zmianami do statutu spółki jej zarząd jest uprawniony do podjęcia uchwały w sprawie wypłaty zaliczkowej dywidendy. Wypłata zaliczki wymaga zgody Rady Nadzorczej. Spółka może wypłacić zaliczkową dywidendę, jeżeli jej zatwierdzone sprawozdanie finansowe za poprzedni rok obrotowy, wykazuje zysk. Zaliczka stanowić może maksymalnie połowę zysku osiągniętego od końca ostatniego roku obrotowego, wykazanego w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, powiększonego o kapitały rezerwowe utworzone z zysku, którymi w celu wypłaty zaliczek może dysponować Zarząd oraz pomniejszonego o niepokryte straty i akcje własne. Ponadto przyjęto zmiany gwarantujące Skarbowi Państwa zachowanie kontroli nad spółką po zmniejszeniu swojego udziału (planowana sprzedaż 10% akcji w 2010 roku). WZ może podejmować uchwały, jeżeli na zgromadzeniu reprezentowana jest przynajmniej 1/4 kapitału zakładowego. Ponadto uchwała WZ wymaga większości 3/4 głosów oddanych. Informacja była oczekiwana przez inwestorów i nie miała wpływu na kurs. Rozczarowaniem była deklaracja Skarbu Państwa, o tym, że nie będzie nalegał na zarząd o wypłatę zaliczkowej dywidendy zaraz po uchwaleniu zmian statutowych.

Wkrótce decyzja o inwestycji energetycznej

Rozstrzygają się losy projektu energetycznego, w którym miałby brać udział KGHM. Chodzi o inwestycję związaną z budową bloku energetycznego z Tauronem o mocy 800-1000 MWh. Szacowany koszt inwestycji to 5 mld PLN. Decyzja de facto należy do Skarbu Państwa. Jej przyjęcie może mieć niekorzystny wpływ na kurs z punktu widzenia akcjonariuszy z krótkim horyzontem inwestycyjnym (niska dywidenda). W długim okresie uważamy, że dywersyfikacja działalności KGHM na energetykę jest dobrym kierunkiem strategicznym.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w listopadzie

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w listopadzie +9,9% r/r i -14,5% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby +9,1% r/r i +2,3% m/m.

Budownictwo drogowe

Plany wydatków GDDKiA na rok 2010, źródła finansowania

27,6 mld PLN mają wynieść wydatki na budowę dróg w 2010 roku (w porównaniu do 18,3 mld PLN w 2009 roku). Zdaniem prezesa Polskiego Związku Pracowników Budownictwa, nie ma zagrożenia, że GDDKiA nie uda się wydać tych pieniędzy. Jeszcze dwa – trzy lata temu tego typu obawy były zasadne, gdyż drogowcy nie mieli należycie przygotowanych do rozpoczęcia inwestycji. Inną kwestią jest, czy rząd pozyska z rynku pieniądze na inwestycje. EBI ma pożyczyć 11,1 mld PLN, dwa razy więcej niż w 2009 roku. 7,8 mld PLN ma pochodzić z emisji obligacji KFD. UE ma dołożyć 9,5 mld PLN – ponad 10 razy więcej niż w 2009 roku.

8 mld PLN na remonty dróg

EBI pożyczyci Polsce 1 mld EUR na remonty dróg. Pieniądze drogowcy będą mogli wydać do 2013 roku. Kolejny 1 mld EUR na remonty dróg przeznaczy budżet państwa. W ramach planów remontowych, spółki budowlane będą mogły zdobywać kontrakty o wartości nawet do 40 mln PLN.

GDDKiA wyda w 2009 roku 18 mld PLN

P.o. dyrektora GDDKiA poinformował, że wydatki urzędu w 2009 roku wyniosą 18 mld PLN.

Pierwszy przykład zerwania kontraktu drogowego

GDDKiA zerwała kontrakt z firmą Alpine Bau, tłumacząc swą decyzję znacznymi opóźnieniami w realizacji prac. Stan zaawansowania prac powinien sięgać 85%, a wynosi jedynie 50%. Zamiast kilkuset ludzi nad realizacją inwestycji pracowało jedynie 69. Do tego prace trwały zbyt krótko, a ludzi nie mieli uprawnień do obsługi sprzętu. Wartość kontraktu budowlanego wynosiła 230 mln EUR. Generalny wykonawca opóźnienia w realizacji prac tłumaczy znalezieniem ponad 4 tys. niewybuchów z czasów II Wojny Światowej. W dodatku, spółka zakwestionowała przedstawiony przez GDDKiA projekt budowy jednego z mostów na trasie. Zdaniem przedstawiciela firmy, realizacja mostu grozi katastrofą. Spółka posiada potwierdzające to ekspertyzy polskie i austriackie. W komunikacie GDDKiA podała, że rozpisze nowy przetarg, łącznie z przeprojektowaniem trasy. Alpine Bau zamierza złożyć skargę do ministra infrastruktury, będzie też dochodzić praw w sądach i UE.

ABM Solid

Złożenie pozwów przeciwko bankowi Millennium

ABM Solid złożył dwa pozwy przeciwko bankowi Millennium o anulację ewentualnych żądań banku w sprawie spłaty 24,5 mln PLN z tytułu zawartych transakcji na instrumentach pochodnych. Transakcje zostały zawarte w lipcu i wrześniu 2008 roku.

Energoinstal

Roczny zysk obniży strata w czwartym kwartale

Prezes Energoinstalu poinformował, że wyniki za 2009 rok będą gorsze od tych za pierwsze trzy kwartały 2009 roku. Prezes nie zdradza jednak jak wielką stratą miałyby się zamknąć czwarty kwartał. Słabsze wyniki czwartego kwartału są wynikiem przesunięcia w czasie realizowanych kontraktów i wynikające z tego przestoje w zakładach Energoinstalu. Dodatkowo Spółka miała problemy z realizacją jednego z zagranicznych kontraktów, w związku ze złą jakością dostaw. Spółka na 2010 rok ma zakontraktowane ponad 30 mln PLN przychodów, ale jest to mniej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Prezes zapowiada, że również pierwszy kwartał 2010 roku nie będzie dobry dla Spółki, ale dodaje, że w kolejnych ma być już tylko lepiej. Prezes nie wyklucza przejęcia dwóch mniejszych firm w pierwszych miesiącach 2010 roku.

Energomontaż Południe

Zlecenie od Alstomu na 17,5 mln EUR

Energomontaż Południe poinformował o wyborze oferty spółki do montażu części ciśnieniowej kotła w elektrowni Rheinhafen – Dampfkraftwerk Karlsruhe w Niemczech. Łączna wartość zlecenia to 17,5 mln EUR (72,9 mln PLN). Prace będą realizowane w 2010 roku. Szczegółowe warunki realizacji zostaną przedstawione w umowie, o której spółka poinformuje w kolejnym komunikacie.

Energomontaż Północ

Kupno aktywów Stoczni Gdynia

Spółka podpisała z Bud-Bank Leasing Spółka z o.o. - Zarządcą Kompensacji Stoczni Gdynia umowę przeniesienia praw do zespołu składników majątkowych Stoczni Gdynia obejmujących: prawo użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej o powierzchni 44 tys. mkw. oraz związane z prawem użytkowania wieczystego prawo własności 12 budowli, posadowionych na przedmiotowym gruncie, udział w prawie użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej, stanowiącej drogi wewnętrzne, udział w prawie użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej, stanowiącej działki gruntu o łącznej powierzchni 96,2 tys. mkw. za łączną cenę 33,23 mln PLN brutto. Powyższe aktywa, przed ich zbyciem, były wykorzystywane do produkcji statków. Emitent planuje wykorzystywać je do rozwoju produkcji z sektora offshore, obejmującej konstrukcje nawodne, podwodne i prefabrykację rurociągów, którą realizować będzie spółka zależna "Energomontaż-Północ-Gdynia".

Pol-Aqua

Zlecenie na budowę kolektorów ściekowych w Poznaniu

Pol-Aqua podpisała kontrakt o wartości 84,5 mln PLN. Wartość kontraktu brutto wynosi 103,1 mln PLN. Pol-Aqua ma 60% udziału w konsorcjum. Umowa dotyczy budowy kolektorów ściekowych w Poznaniu. Zlecenie będzie realizowała dwa lata jako lider konsorcjum wraz ze spółką Sonntag oraz poznańską Pharmgas.

Żurawie Wieżowe

Plany emisji akcji na kwotę 50-70 mln PLN

Na 8 stycznia zwołano NWZA, które zadecyduje o fuzji z Gastelem. Jeśli akcjonariusze zdecydują o fuzji, zwołane zostanie kolejne NWZA, które zadecyduje o emisji publicznej na kwotę 50-70 mln PLN (55-76% kapitalizacji spółki). Obecna sytuacja daje okazję spółce do przejęcia chociażby sprzętu po atrakcyjnej cenie. Sytuacja na rynku poprawia się, spółka ma wynajęte 79% maszyn, w porównaniu do 59% w 2009 roku.



Budimex (Akumuluj)

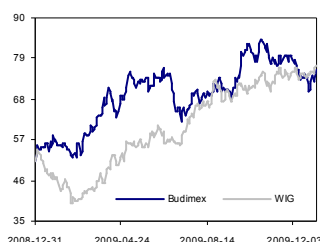
Cena bieżąca: 75,8 PLN

Cena docelowa: 82,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 315,8	-1,0%	4 105,8	23,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	225,3	67,9%	262,9	16,7%	MC (cena bieżąca)	1 933,9
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,8%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 010,6
EBIT	28,0	112,2	300,1%	203,4	81,3%	240,7	18,3%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	172,1	64,3%	188,4	9,5%		
P/E	128,4	18,5		11,2		10,3		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	50,0	15,3		10,0		9,2		Zmiana ceny: 6m	18,4%
P/BV	3,6	3,0		2,9		2,3		Zmiana ceny: 12m	39,0%
EV/EBITDA	32,8	11,9		8,9		7,8		Max (52 tyg.)	83,8
Dyield (%)	0,0	0,0		7,7		0,0		Min (52 tyg.)	52,3



Uważamy, że akcje Budimexu są atrakcyjne, w kontekście przewidywanych rozstrzygnięć przetargów drogowych (10 mld PLN w I półroczu 2010 roku i 6 mld PLN w II półroczu 2010 roku). Budimex jest firmą z największą ekspozycją na segment budownictwa drogowego spośród notowanych na GPW generalnych wykonawców. Transakcja nabycia pozostałych 50% udziałów w Budimex Nieruchomości, oceniana przez nas negatywnie, ma dwójaki wpływ. Po pierwsze, transakcja poprawia prognozowane wyniki w roku 2009, 2010 i 2011. Po drugie, transakcja pogarsza sytuację bilansową (spadek gotówki netto, redukcja możliwości pozyskiwania kontraktów i rozwoju firmy). Uważamy, że ryzyko pogorszenia wyników w 2010 roku jest dodatkowo redukowane przez rezerwy utworzone w Q3 2009 na wybrane kontrakty budowlane. W grudniu kurs Budimexu spadł o 7,7%, co skłania nas do podniesienia rekomendacji z trzymaj do akumuluj.

Rozpoczęto negocjacje w sprawie kontynuacji budowy stadionu we Wrocławiu

Rozpoczęto negocjacje z firmą Max Boelg, która wspólnie z Budimexem może kontynuować budowę stadionu we Wrocławiu. W przetargu na budowę obiektu oferta firm zajęła drugie miejsce. Negocjacje powinny zakończyć się w ciągu 2 tygodni, wydaje się więc prawdopodobne, że w styczniu zostanie podpisany kontrakt na kontynuację budowy stadionu. Przedstawiciel firmy przyznaje, że będzie potrzebne około 3 tygodni na sprawdzenie stanu budowy, potem zaś prace rozpoczną się.

Budimex Nieruchomości chce rozpocząć 2-4 nowe inwestycje

W 2010 roku deweloper chce rozpocząć 2-4 nowe inwestycje. Będą to inwestycje, które liczyć będą od 50 do 400 mieszkań. Większe inwestycje realizowane będą w etapach. Budimex Nieruchomości ma 8 projektów, które są przygotowane i ich budowa może się rozpocząć w krótkim czasie. Spółka chce w 2010 roku sprzedać 400-500 mieszkań.



Centrum Klima (Kupuj)

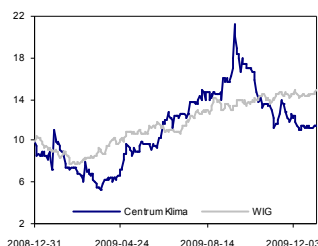
Cena bieżąca: 11,3 PLN

Cena docelowa: 15,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,8	75,9	5,7%	72,4	-4,5%	75,6	4,4%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	10,8	11,2	3,2%	10,1	-9,1%	11,1	9,1%	MC (cena bieżąca)	96,3
marża EBITDA	15,1%	14,7%		14,0%		14,6%		EV (cena bieżąca)	69,9
EBIT	10,0	10,1	1,6%	8,6	-15,2%	9,0	4,9%	Free float	39,2%
Zysk netto	8,1	7,6	-5,9%	6,9	-9,3%	8,0	15,9%		
P/E	7,1	8,2		13,9		12,0		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	6,4	7,2		11,4		9,6		Zmiana ceny: 6m	-8,4%
P/BV	2,0	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	31,6%
EV/EBITDA	5,8	6,0		6,9		7,8		Max (52 tyg.)	21,3
Dyid (%)	5,2	4,8		1,7		1,9		Min (52 tyg.)	5,2



Centrum Klima generuje od wielu lat ponadprzeciętne wyniki finansowe. Działalność firmy charakteryzuje się wysokimi marżami oraz wysokim zwrotem na kapitale własnym. Przychody w latach 2002-2008 wzrastały średnio o ponad 30% rocznie. Spośród najważniejszych czynników, które pozwalają spółce na generowanie tak dobrych rezultatów, możemy wymienić kompetencje zarządu, dobre relacje handlowe na rynkach dalekowschodnich, efekty skali, nowoczesny park maszynowy oraz ścisłe reżimy kosztowe. Nowy zakład, którego rozruchu spodziewamy się na początku 2011 roku, zapewni możliwość zwiększania generowanych przychodów nawet do poziomu 180 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w cyklu budowlanym Centrum Klima eksponowane jest głównie na budowę stanów surowych, tzn. najgorsze spółka ma już za sobą. Popyt na ofertę spółki powinien rosnąć, wraz z uruchamianiem kolejnych budów obiektów mieszkaniowych i komercyjnych. Pozytywnie oceniamy ograniczenie kosztów budowy zakładu w Wieruchowie o 3,5 mln PLN (3,8% kapitalizacji spółki). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Koszty nowego zakładu niższe od założeń

Centrum Klima podpisało umowę o budowę kompleksu magazynowo – produkcyjno – biurowego o powierzchni 10 624 m² w Wieruchowie. Termin zakończenia prac przewidziano na 15 lipca 2010 roku. Wartość umowy to 15,3 mln PLN. Cena wynegocjowana przez Centrum Klima jest o 3,5 mln PLN niższa od uprzednich oczekiwań.



Elektrobudowa (Trzymaj)

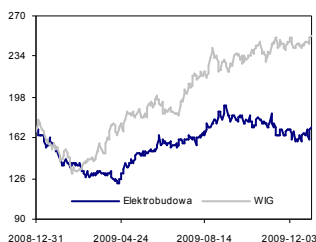
Cena bieżąca: 171,9 PLN

Cena docelowa: 169,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	682,5	-15,8%	683,5	0,2%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,5	-9,6%	67,0	-6,2%	MC (cena bieżąca)	816,1
marża EBITDA	7,3%	9,7%		10,5%		9,8%		EV (cena bieżąca)	714,4
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,5	-13,8%	55,5	-9,7%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	50,4	-16,5%	51,2	1,6%		
P/E	20,9	13,5		16,2		15,9		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	18,1	12,0		13,5		13,0		Zmiana ceny: 6m	10,2%
P/BV	6,5	3,3		2,9		2,6		Zmiana ceny: 12m	4,2%
EV/EBITDA	14,6	9,3		10,0		10,6		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,2	1,5		2,0		2,1		Min (52 tyg.)	121,0



Perspektywy spółki, w związku z planowanymi inwestycjami w energetyce, są bardzo dobre, problem jednak w tym, że jest to stosunkowo daleki horyzont czasowy. Zakładając rozstrzygnięcie pierwszych przetargów na budowę bloków energetycznych w II połowie 2010 roku, kontrakty dla Elektrobudowy mogą realnie się pojawić najwcześniej w 2013 roku. Nie jest wykluczone, że wówczas przyniesie to tak rozszerzenie generowanych przez spółkę marż, jak i duży wzrost przychodów. Do tego czasu struktura rynku może się zmienić (wejście na rynek nowych firm, rozwój obecnie działających w nowych segmentach). W efekcie, prognoza długoterminowa obarczona jest znacznym ryzykiem. Oczekujemy, że portfel zamówień na koniec 2009 roku będzie na poziomie nie zmienionym r/r (540-550 mln PLN). Inwestycje przemysłowe, odpowiadające za wyniki segmentu przemysłu i część wyników segmentu dystrybucji energii nadal pozostaną w 2010 roku ograniczone. W efekcie, nie można naszym zdaniem wykluczyć spadku rentowności na poziomie operacyjnym r/r. Nie dostrzegamy znacznej liczby dużych kontraktów, które mogłyby skokowo wpłynąć na wyniki spółki w 2010 i 2011 roku, z wyjątkiem potencjalnego kontraktu na wykonanie instalacji na Stadionie Narodowym w Warszawie. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.



Erbud (Akumuluj)

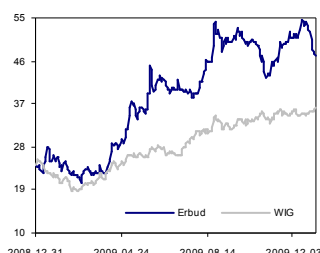
Cena bieżąca: 47,2 PLN

Cena docelowa: 53,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 046,1	57,8%	910,9	-12,9%	1 181,0	29,6%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	67,3	94,5%	63,5	-5,7%	61,0	-4,0%	MC (cena bieżąca)	592,7
marża EBITDA	5,2%	6,4%		7,0%		5,2%		EV (cena bieżąca)	515,2
EBIT	32,8	60,8	85,5%	57,2	-6,0%	54,5	-4,6%	Free float	14,0%
Zysk netto	31,8	9,3	-70,8%	42,1	352,9%	45,3	7,6%		
P/E	18,6	63,7		14,1		13,1		Zmiana ceny: 1m	-7,5%
P/CE	17,6	37,4		12,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	17,9%
P/BV	3,1	2,9		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	96,5%
EV/EBITDA	15,1	8,6		8,1		9,0		Max (52 tyg.)	54,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,4



Podtrzymujemy opinię, że Erbud zbudował wysokiej jakości portfel zleceń na rok 2010. Zakładamy, że wysoka jakość zarządu zagwarantuje spółce marżę EBIT o około 0,5-1 p.p. wyższe niż porównywalnych firm. Szacujemy, że spółka będzie w stanie w 2010 roku skorzystać na poprawie koniunktury w ramach budownictwa kubaturowego. Dostrzegamy szansę na pozyskanie zleceń od wybranych deweloperów oraz na otrzymanie kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Oczekujemy „odbicia” budownictwa mieszkaniowego w I połowie roku (oczekiwane kontrakty mieszkaniowe od deweloperów na łącznie ponad 3 mld PLN w I połowie 2010). Bardzo korzystne byłoby pozyskanie kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu (kontrakt kalkulowany wg. cen z 2008 roku). Dostrzegamy chęć kontynuacji i rozwoju działalności deweloperskiej, w tym na nowych rynkach (Warszawa), co oceniamy pozytywnie. Z uwagi na spadek kursu o 6,5% w ciągu miesiąca i podniesienie wyceny spółki, zmieniamy naszą rekomendację z trzymaj na akumuluj.

Pozytywne rozstrzygnięcie sądu II instancji

Erbud poinformował w sprawie wygranej rozprawy sądowej w sądzie II instancji o udzielenie zamówienia na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Konsorcjum firm Erbud i Wolff & Muller złożyło najniższą ofertę cenową. Wartość oferty to 118,6 mln PLN (13% prognozowanych przychodów w 2010 roku). Czas realizacji prac to 3 lata. Spółka oczekuje na dalszy przebieg postępowania.

Odstąpienie od umowy

Spółka poinformowała o odstąpieniu od umowy z dnia 10 września 2008 roku podpisanej z Erbudem, której przedmiotem było wybudowanie w ramach generalnego wykonawstwa zespołu mieszkaniowego wielorodzinnego we Wrocławiu.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

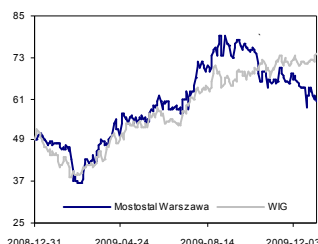
Cena bieżąca: 60 PLN

Cena docelowa: 79,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 668,1	23,9%	2 788,8	4,5%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	199,1	46,0%	162,0	-18,6%	MC (cena bieżąca)	1 200,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		7,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	1 046,9
EBIT	58,9	113,4	92,6%	175,3	54,6%	137,9	-21,3%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	72,6	37,2%	102,0	40,5%	103,0	0,9%		
P/E	22,7	16,5		11,8		11,7		Zmiana ceny: 1m	-11,8%
P/CE	16,5	12,6		9,5		9,4		Zmiana ceny: 6m	2,6%
P/BV	4,2	3,6		2,9		2,5		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	13,0	7,7		5,3		6,4		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,1	0,0		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	36,3



Decyzja o rozwiązaniu umowy na budowę stadionu we Wrocławiu zaskoczyła nas negatywnie, nie zmienia to jednak naszej oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Uważamy, że wpływ problemów z realizacją kontraktu na wyniki Mostostalu zrealizował się już w większości w Q3 2009. Utrata kontraktu i związane z tym kary uzasadniają naszym zdaniem spadek kapitalizacji spółki o mniej niż 4%. Wpływ na prognozy przyszłych wyników jest ograniczony (wartość kontraktu przewidzianego na 2 lata realizacji to 300 mln PLN). Utrata kontraktu nie wpływa też negatywnie na możliwość pozyskiwania innych zleceń w formie przetargów publicznych. Z wyjątkiem stadionu, Mostostal zapełnił portfel zleceń relatywnie małymi kontraktami, które powinny w zadowalający sposób wpływać na dywersyfikację portfela zamówień. Podtrzymujemy pozytywną ocenę spółki, wynikającą z dużej ekspozycji na segment drogowy (około 40% przychodów), dużych zasobów gotówkowych (prawie 20 PLN na akcję na koniec Q3 2009) oraz planów rozwoju w ramach budownictwa energetycznego (generalne wykonawstwo, wybrane prace specjalistyczne). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Odstąpienie inwestora od umowy na budowę stadionu we Wrocławiu

Inwestor odstąpił od umowy z konsorcjum firm Mostostal Warszawa, Wrobis i J&P Avax na budowę stadionu we Wrocławiu. Wartość podpisanego w kwietniu 2009 roku kontraktu to 598,1 mln PLN (729,7 mln PLN brutto). Przyczyną odstąpienia od umowy są opóźnienia w pracach przekraczające 90 dni. Zdaniem inwestora, zaawansowanie prac wynosi 7%, a powinno wynosić 22%. Wykonawca przedkładał już dwukrotnie aneksy w sprawie opóźnienia terminu zakończenia prac – raz o 2 miesiące, za drugim razem o kolejne 2,5 miesiąca. Zdaniem inwestora, nowy wykonawca powinien na plac budowy wejść w styczniu 2010 roku. Z tytułu odstąpienia od umowy, konsorcjum wykonawców naliczona zostanie kara w wysokości 10% wartości kontraktu (72,7 mln PLN, z czego około 36 mln PLN przypada na Grupę Mostostal Warszawa). Na dzień dzisiejszy naliczone kary wynoszą 10,7 mln PLN.

Wybór oferty Mostostalu i Acciony za 439,4 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę Mostostalu Warszawa i Acciony jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę odcinka autostrady A4 węzeł Rzeszów Centralny – węzeł Rzeszów Wschód. Wartość oferty to 439,4 mln PLN, czyli 16,5% przychodów Mostostalu prognozowanych na rok 2009.

Konsorcjum z kontraktem na 301,6 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Mostostal Warszawa podpisało z Wrocławiem umowę dotyczącą budowy Narodowego Forum Muzyki we Wrocławiu. Wartość kontraktu wynosi 301,36 mln PLN (11,3% prognozowanych przychodów w 2009 roku). Termin realizacji kontraktu to 30 miesięcy.



PBG (Trzymaj)

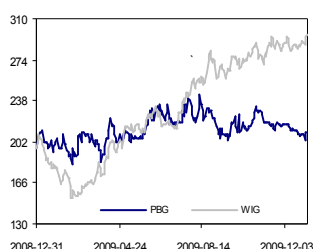
Cena bieżąca: 209,7 PLN

Cena docelowa: 212 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-12

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 803,1	34,2%	3 527,3	25,8%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,6	95,8%	351,8	30,0%	359,9	2,3%	MC (cena bieżąca)	2 816,3
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,6%		10,2%		EV (cena bieżąca)	3 788,0
EBIT	109,4	223,4	104,3%	306,8	37,3%	314,6	2,6%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	190,6	20,6%	213,7	12,1%		
P/E	27,6	17,8		14,8		13,2		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	21,5	13,7		12,0		10,9		Zmiana ceny: 6m	-4,7%
P/BV	3,8	1,0		0,7		0,9		Zmiana ceny: 12m	-0,1%
EV/EBITDA	22,9	13,6		10,8		9,1		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,0



W ciągu miesiąca sytuacja PBG nie uległa zmianie. Nadal przyszłe prognozy w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego w bardzo dużym stopniu oparte są na dwóch dużych kontraktach z PGNiG. Kontrakty te w 2010 roku wygenerują wraz z innymi zleceniami z segmentu 28,4% przychodów spółki, ale jednocześnie 46,9% rentowności brutto na sprzedaży. Obecnie brak jest przekonujących dowodów na to, że w przyszłości rentowność w segmentach działalności, z wyjątkiem segmentu ropy naftowej i gazu ziemnego, będzie znacznie wyższa niż pozostałych firm budowlanych. Nie wykluczamy możliwości pozyskania kontraktów energetycznych, zwracamy jednak uwagę, że kompetencje PBG pozwolą spółce wykonać głównie typowe prace budowlane, gdzie konkurencja jest znacząca. Ostateczne rentowności kontraktów stadionowych pozostają pod znakiem zapytania. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Podtrzymanie zapowiedzi poprawy wyników w 2010 roku

Prezes Wiśniewski podtrzymuje zapowiedzi poprawy wyników w 2010 roku. Dynamika wyników finansowych w 2010 roku powinna wynieść od kilkunastu do 20%. Jest to scenariusz konserwatywny. Prezes nie obawia się o wynik Hydrobudowy, uważa, że konserwatywnie księgowane rentowności kontraktów stadionowych wręcz pozostawiają potencjał do wzrostu marż na tych kontraktach. Spółka zamierza też rozpocząć pracę nad kolejną ofertą z sektora energetycznego o wartości 5-6 mld PLN. Grupa PBG prowadzi rozmowy na temat akwizycji wybranych firm o obrotach rzędu kilkuset mln PLN rocznie. Prezes nie wyklucza też, że w przyszłości mogą mieć miejsce IPO wybranych firm z Grupy, w tym PBG Dom.

Wypadek na placu budowy Stadionu Narodowego

Na placu budowy Stadionu Narodowego miał miejsce wypadek, w wyniku którego zginęły dwie osoby. Wypadek nie spowodował powstania istotnych opóźnień w realizacji prac.

Rzecznik Hydrobudowy o kontraktach stadionowych

Rzecznik spółki przyznaje, że firma może mieć problem z utrzymaniem rentowności na poziomie z 2009 roku w roku 2010. Zapełnienie portfela zleceń wskazuje jednak, że uda się osiągnąć przynajmniej porównywalną sprzedaż. Niższa rentowność w 2010 roku będzie wynikiem bardzo konserwatywnej polityki księgowania marż na kontraktach stadionowych w Gdańsku i Warszawie. Na razie inwestycje księgowane są na minimalnej marży, gdyż nie zakontraktowano jeszcze wszystkich podwykonawców. Mimo postępu prac zgodnego z harmonogramem, nie można wykluczyć opóźnień w przyszłości. Wyższe marże na obu kontraktach stadionowych spółka ma pokazać dopiero pod koniec 2010 roku. Największa część wyniku na kontraktach ma pojawić się dopiero w 2011 roku.

PBG DOM chce zwiększyć skalę działalności

Spółka zależna PBG chce zwiększyć skalę swojej działalności wykorzystując obecne problemy konkurencji. Strategia zakłada przejmowanie projektów m.in. poprzez kupno przedsiębiorstw, które weszły na rynek w czasie hossy i teraz nie są w stanie samodzielnie dokończyć inwestycji. Firma na ten cel ma do wydania kilkadziesiąt milionów złotych. Spółka koncentrować się będzie na Poznaniu, Trójmieście, Warszawie, ale nie wyklucza inwestycji w innych dużych miastach.

PBG zainteresowane przejęciem budowy wrocławskiego stadionu na Euro 2012

Prezydent Wrocławia poinformował o odstąpieniu od umowy z Mostostalem Warszawa, ze względu na powstałe opóźnienia w realizacji kontraktu. Mostostal Warszawa zadeklarował chęć dokończenia projektu. Zainteresowanie wyraziło także konsorcjum z udziałem PBG. Największe szanse na realizację kontraktu ma jednak, zdaniem rzecznika miasta, konsorcjum z udziałem Budimexu.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

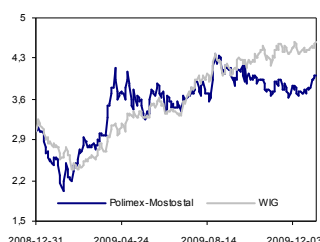
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 691,7	9,1%	4 764,9	1,6%	Liczba akcji (mln)	463,6
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	348,4	16,7%	314,9	-9,6%	MC (cena bieżąca)	1 854,3
marża EBITDA	5,5%	6,9%		7,4%		6,6%		EV (cena bieżąca)	2 506,4
EBIT	160,4	228,1	42,2%	267,2	17,1%	213,6	-20,1%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	150,3	25,1%	145,1	-3,5%		
P/E	18,5	15,4		12,3		12,8		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	12,8	9,7		8,0		7,5		Zmiana ceny: 6m	18,3%
P/BV	1,9	1,8		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	32,0%
EV/EBITDA	11,4	8,1		7,2		7,6		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Podtrzymujemy pozytywną ocenę atrakcyjności spółki. Szans na pozytywne zaskoczenia spodziewamy się w możliwości pozyskania nowych kontraktów drogowych (I połowa 2010 roku) i energetycznych (głównie II połowa 2010 roku). Tak Polimex, jak i PBG planują rozwój w ramach budownictwa energetycznego, Polimex posiada jednak znacząco większe kompetencje, w dodatku, wycena PBG dyskontuje generowanie w przyszłości znacznie wyższych rentowności. Nie wykluczone są także pozytywne zaskoczenia w segmencie produkcyjnym. Rentowność netto w całym segmencie produkcji szacujemy na około 4,5% netto. Dodatni wynik generowany jest w ramach produkcji konstrukcji stalowych i cynkowania. Wynik na produkcji krat pomostowych jest zerowy, pomimo dobrych wolumenów (efekt walki cenowej). W efekcie, nie można naszym zdaniem wykluczyć tak poprawy wyniku na produkcji krat, jak i szybszego niż oczekiwane przez rynek zapełniania nowych mocy wytwórczych. Z uwagi na wzrost kursu firmy, a także potencjał do zaskoczeń pozytywnych koncentrujący się naszym zdaniem głównie w II połowie 2010 roku, obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj.

Kontrakt na budowę bloku w Bielsku-Białej

Polimex-Mostostal oraz Południowy Koncern Energetyczny z grupy Tauron podpisały umowę o budowie bloku ciepłowniczego. Wartość kontraktu opiewa na prawie 410 mln PLN netto (8,7% przychodów prognozowanych w 2009 roku). Termin realizacji projektu to koniec marca 2013 roku, a gwarancja będzie obowiązywać do 2016 roku.

Rozstrzygnięcie przetargu na modernizację odcinka W-wa Zachodnia - Skierniewice

Miało miejsce otwarcie ofert w przetargu na zaprojektowanie i przeprowadzenie prac modernizacyjnych na odcinku Warszawa Zachodnia – Skierniewice. Oferty złożyło 5 konsorcjów. Kosztorys inwestorski wynosił 1,42 mld PLN. Konsorcja złożyły następujące oferty (w kolejności od najtańszej oferty do najdroższej): 1) PNI, PKP Energetyka, PPMT: 870 mln PLN; 2) Torpol, Polimex Mostostal, Feroco, PUT Interkor, ZDK Dom Poznań: 929 mln PLN; 3) Trakcja Polska, PRKił Wrocław, PBS Transkol, PNiUIK Kraków, PBL Kutno, Agat: 989,9 mln PLN; 4) Strabag, OHL OS Brno, Trakce AS, Trakce Tor: 1035,7 mln PLN; 5) ZUE Kraków, KZA Kraków, PRK Kraków, BJ Projekt, Świtelski: 1122,1 mln PLN.

Umowa z GDDKiA na 638 mln PLN

Polimex, jako lider konsorcjum (udział Polimexu wynosi 51%) podpisał umowę z GDDKiA na budowę autostrady A4 na odcinku od węzła Szarów do węzła Brzesko o łącznej wartości netto 638 mln PLN (325 mln PLN, czyli 6,9% prognozowanych przychodów w 2009 roku, przypada na Polimex). Okres realizacji tego kontraktu to 2 lata. Spółka informowała już o wyborze oferty w listopadzie.

Kontrakt za 65,4 mln PLN

Polimex pozyskał mały kontrakt na rozbudowę i budowę dwóch ulic w Krakowie. Wartość kontraktu to 65,4 mln PLN (1,4% prognozowanych na rok 2009 przychodów Polimexu).



Rafako (Kupuj)

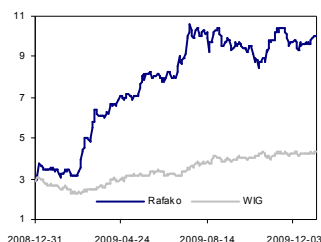
Cena bieżąca: 10,1 PLN

Cena docelowa: 11,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 049,5	-6,8%	1 310,2	24,8%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	70,1	-7,9%	84,4	20,4%	MC (cena bieżąca)	699,5
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	490,9
EBIT	22,1	60,8	175,6%	54,3	-10,6%	68,2	25,4%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		34,2		55,8	63,2%		
P/E	57,4			20,5		12,5		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	27,7	186,5		14,0		9,7		Zmiana ceny: 6m	14,3%
P/BV	2,0	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	170,9%
EV/EBITDA	13,4	6,0		7,0		5,3		Max (52 tyg.)	10,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Nadal zakładamy, że w 2010 roku spółka utrzyma poziom marż z 2009 roku, co przy wyższych przychodach pozwoli na wygenerowanie lepszego wyniku finansowego. Pomimo niższego kursu EUR/PLN oczekiwanego w 2010 roku, 600 mln PLN z około 1,3 mld PLN przychodów prognozowanych w 2010 roku będzie pochodzić z finalizowanych kontraktów. Spodziewamy się, że Rafako, zgodnie z konserwatywną polityką księgową spółki, rozpozna poprawę wyników przy zakończeniu kontraktów. W pierwszej połowie 2010 roku mogą być rozstrzygane przetargi na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie (łącznie około 3 mld PLN). W drugiej połowie 2010 roku prawdopodobnie rozstrzygnięte będą przetargi na budowę nowych bloków na warszawskich Siekierkach i w Opolu. Równocześnie, przez cały rok pojawiać się będą informacje o coraz bardziej zaawansowanych planach budowy innych bloków energetycznych w Polsce (kolejne przetargi prawdopodobnie będą rozstrzygane w 2011 roku). Dostrzegamy możliwość zdobycia mniejszych kontraktów, w tym zagranicznych oraz zleceń na budowę instalacji odzotowania spalin. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Oczekiwanie na 2010

Zarząd liczy, że 2010 rok pod względem wyników będzie lepszy niż 2009. W najbliższych miesiącach oczekuje zwiększonego poziomu kontraktacji. Planowane jest wprowadzenie nowych rozwiązań do oferty handlowej. Rafako walczy o kilka dużych kontraktów, m.in. o budowę bloków energetycznych w Elektrowni Opole czy też Elektrowni Siekierki. Ich rozstrzygnięcia oczekuje w połowie 2010. Zarząd wiąże spore nadzieje z sektorem ochrony środowiska, licząc na pozyskanie co najmniej dwóch kontraktów na instalację na odsiarczanie tlenków azotu w 2010. Oczekuje również wzrostu udziału przychodów z eksportu w przychodach ogółem (obecnie około 40%). Firma bada obecnie nowe rynki. Ciągłe nie wiadomo czy uda się odzyskać 11,5 mln USD od ukraińskiej Donieckoblenergo z tytułu rezygnacji z zamówień. Sprawa ponownie trafiła do sądu.

Porozumienie ws. budowy kopalni i elektrowni w Nigerii

Polnord, Kopex, Rafako, Bumar, Procom System, Energoprojekt-Katowice i Coal Energy podpisały porozumienie w sprawie prowadzenia prac przygotowawczych zmierzających do ustalenia warunków realizacji projektu budowy kopalni i elektrowni 2000 MW w Nigerii.



Trakcja Polska (Trzymaj)

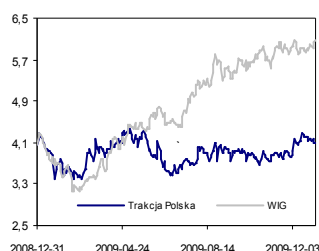
Cena bieżąca: 4,1 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	733,1	-7,7%	753,0	2,7%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	85,3	40,0%	51,2	-39,9%	MC (cena bieżąca)	656,4
marża EBITDA	5,5%	7,7%		11,6%		6,8%		EV (cena bieżąca)	483,3
EBIT	29,6	53,0	79,3%	75,3	42,0%	40,7	-45,9%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	67,3	23,1%	40,0	-40,6%		
P/E	18,6	12,0		9,7		16,4		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	15,4	10,5		8,5		13,0		Zmiana ceny: 6m	12,0%
P/BV	3,7	2,1		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-2,8%
EV/EBITDA	13,1	5,6		5,7		8,8		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Złożenie najkorzystniejszej oferty na budowę LCS Działowo pozwoliło na wzrost kursu Trakcji Polskiej o prawie 8% w ciągu miesiąca. Zdobycie około połowy wartości przetargu, przy krótszym niż oczekiwany czasie wykonawstwa, jest zbliżone do naszych oczekiwań sprzed rozstrzygnięcia przetargu. Złożenie przez konsorcjum firm z Grupy PKP najkorzystniejszej oferty na modernizację odcinka Warszawa Zachodnia – Skierniewice jest wiadomością negatywną. Pomimo tego, plany w zakresie ogłoszenia nowych przetargów powodują, że prognoza wyników finansowych pozostaje aktualna. Zapełnienie portfela zamówień na Q3 jest nadal niepełne, a na Q4 niskie, w efekcie, Trakcja naszym zdaniem nadal jest zmuszona prowadzić agresywną walkę konkurencyjną. Uważamy, że realizacja 5 mld PLN wydatków kapitałowych przez PKP PLK w 2010 roku nie jest prawdopodobne. Oczekujemy wydatków na poziomie 3,6 mld PLN (+20% r/r). Wyniki spółki przez najbliższe 3 kwartały pozostaną dobre, przy czym już w Q1 i Q2 2010 będzie widoczna tendencja spadkowa r/r, oczekiwane może też być pogorszenie wyników w Q3 i Q4 2010. Obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Rozstrzygnięcie przetargu na modernizację odcinka W-wa Zachodnia - Skierniewice

Miało miejsce otwarcie ofert w przetargu na zaprojektowanie i przeprowadzenie prac modernizacyjnych na odcinku Warszawa Zachodnia – Skierniewice. Oferty złożyło 5 konsorcjów. Kosztorys inwestorski wynosił 1,42 mld PLN. Konsorcja złożyły następujące oferty (w kolejności od najtańszej oferty do najdroższej): 1) PNI, PKP Energetyka, PPMT: 870 mln PLN; 2) Torpol, Polimex Mostostal, Feroco, PUT Interkor, ZDK Dom Poznań: 929 mln PLN; 3) Trakcja Polska, PRKił Wrocław, PBS Transkol, PNiUIK Kraków, PBL Kutno, Agat: 989,9 mln PLN; 4) Strabag, OHL OS Brno, Trakce AS, Trakce Tor: 1035,7 mln PLN; 5) ZUE Kraków, KZA Kraków, PRK Kraków, BJ Projekt, Świtelski: 1122,1 mln PLN.

Nowe zlecenia dla Trakcji, 2 mln PLN w siłach własnych

Trakcja otrzymała od KZA Przedsiębiorstwo Automatyki zlecenia na kwotę łącznie 37 mln PLN. Jednocześnie, Trakcja podzleciła spółce Bombardier Transportation (ZWUS) Polska zlecenia na kwotę 35 mln PLN.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

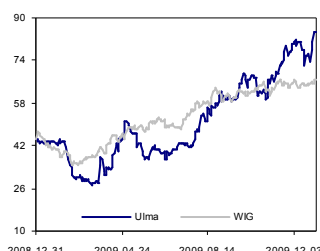
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

Cena bieżąca: 84,5 PLN

Cena docelowa: 82,2 PLN

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	173,7	-28,1%	221,4	27,4%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	70,7	-31,6%	112,6	59,2%	MC (cena bieżąca)	444,1
marża EBITDA	48,7%	42,8%		40,7%		50,9%		EV (cena bieżąca)	617,3
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	6,1	-85,1%	43,4	611,7%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	-3,7		24,9			
P/E	8,7	17,2				17,8		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	4,8	5,0		7,3		4,7		Zmiana ceny: 6m	96,6%
P/BV	1,8	1,7		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	92,7%
EV/EBITDA	4,7	6,0		8,7		5,3		Max (52 tyg.)	85,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



Kurs Ulmy wzrósł o 9,1% w ciągu miesiąca i o prawie 20% od wydania zaktualizowanej rekomendacji. Uważamy, że sytuacja fundamentalna spółki w stosunku do prognoz nie uległa zmianie, zaś oczekiwana poprawa wyników jest już uwzględniona w cenach. Podtrzymujemy opinię, że głównym źródłem oczekiwanej poprawy wyników w 2010 roku jest rozstrzygnięcie dużej liczby ofert w ramach dzierżawy szalunków infrastrukturalnych. Szalunki infrastrukturalne stanowią około 35-40% oferty spółki. Istotna poprawa w ramach stawek dzierżawy pozostałych szalunków naszym zdaniem nie nastąpi szybko (majątku wykorzystywanego w budownictwie kubaturowym jest dużo). Polityka cenowa Ulmy w relacji do konkurencji nie pozostawia już istotnego potencjału wzrostowego (ceny Ulmy są pod względem wysokości tuż po Peri, ciągle dużo jest firm oferujących dzierżawę sprzętu kubaturowego do bardzo niskich cenach). Zwracamy uwagę, że Ulma, spółka typowo majątkowa, wyceniana jest już z premią rzędu 1,75 w stosunku do wartości księgowej. Obniżamy rekomendację do trzymaj.



Unibep (Kupuj)

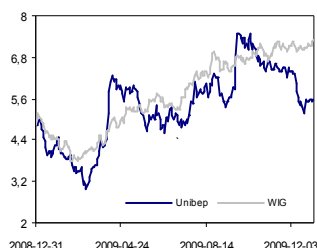
Cena bieżąca: 5,6 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	436,4	-13,2%	593,5	36,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	26,5	-20,7%	25,1	-5,3%	MC (cena bieżąca)	189,3
marża EBITDA	4,1%	6,6%		6,1%		4,2%		EV (cena bieżąca)	195,6
EBIT	15,8	31,8	101,3%	22,0	-30,7%	20,1	-8,9%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	17,5	-36,6%	15,4	-12,4%		
P/E	12,9	6,8		10,8		12,3		Zmiana ceny: 1m	-12,4%
P/CE	11,9	6,5		8,6		9,3		Zmiana ceny: 6m	15,8%
P/BV	9,2	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	11,6%
EV/EBITDA	8,2	4,0		7,4		8,3		Max (52 tyg.)	7,5
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Uważamy, że pomimo ryzyk związanych z gorszą rentownością nowych kontraktów budowlanych, wycena Unibepu jest atrakcyjna na tle branży (EV/EBITDA w 2011 roku, po zakończeniu bieżących projektów deweloperskich, równe jest 5,1). Ryzyka związane z agresywnie pozyskiwanymi kontraktami w 2010 roku są już w cenie. Niska rentowność na nowych kontraktach będzie równoważona wysokimi wynikami na przedsięwzięciach deweloperskich. Potencjalnym źródłem zaskoczeń mogą być kontrakty mieszkaniowe i rosyjskie. Oczekujemy pojawienia się na rynku w I połowie 2010 roku kontraktów mieszkaniowych na kwotę około 3 mld PLN. Dużą motywację do zlecenia prac Unibepowi mogą mieć banki rosyjskie, które przejęły projekty od upadających firm, a obecnie starają się na różne sposoby ich pozbyć z bilansu (w tym w ramach koncepcji współpracy z KUKI). Rynek rosyjski to jednocześnie duże ryzyko, sądzymy jednak, że w pierwszej kolejności dyskontowane byłyby szanse (pozyskanie kontraktu), a dopiero potem ryzyka (niska rentowność). Zwracamy uwagę na zamknięcie ryzyk związanych z podażą akcji ze strony dotychczasowych akcjonariuszy i spadek kursu m/m o około 13%. Podnosimy rekomendację z trzymaj do kupuj.

Oczekiwane wyniki finansowe w 2010 roku

Prezes Unibepu oczekuje, że obroty Grupy w 2010 roku wyniosą 600 mln PLN. Prezes zapewnia, że realizacja obiektu hotelowo-biurowego o wartości ponad 50 mln EUR w Rosji jest aktualna. Decyzja o ewentualnej wypłacie dywidendy zapadnie w ostatniej chwili, w zależności od tego, czy spółka będzie widziała atrakcyjne cele inwestycyjne. Inwestycje w segment drogowy w 2010 roku zarząd planuje na poziomie 10 mln PLN. Przychody z drogownictwa mają w 2010 roku osiągnąć 70 mln PLN, zaś celem na rok 2012 jest 200 mln PLN przychodów.

Właściciela zmieniło 13,3% akcji Unibepu

Właściciela zmieniło 13,3% akcji Unibepu. Akcje były sprzedawane po 5,2 PLN za sztukę. W wyniku transakcji wszystkie udziały w Unibepie sprzedało dwóch dotychczasowych akcjonariuszy, rodzina Micał.

Skup 1,5 mln akcji

Unibep skupił 1,5 mln walorów firmy od rodziny Micał.

Umowa warunkowa za 78,2 mln EUR

Unibep podpisał kontrakt warunkowy na budowę Hotelu „Wnukowo” w Moskwie. Inwestorem jest spółka Wnukowskie Hotele. Szacunkowa wartość inwestycji to 78,2 mln EUR (327,3 mln PLN, czyli 55,1% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin realizacji to 24 miesiące. Umowa wchodzi w życie w ciągu 15 dni od decyzji o uzyskaniu finansowania przez zamawiającego, tj. po wejściu w życie umowy kredytowej.

Mniejszy zakres robót

Unibep podpisał aneks do umowy dotyczącej wybudowania w Kazaniu (Rosja) kompleksu budynków: centrum handlowego, centrum biznesowego i hotelu. Aneks dotyczy zmniejszenia zakresu robót oraz wartości kontraktu z 171,6 mln EUR brutto do 108 mln EUR brutto.

Zakup spółki drogowej

Unibep kupił od MSP bielskie Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych, dając najwyższą cenę 5,1 mln PLN, przy cenie wywoławczej 2,99 mln PLN. Firma notuje przychody rzędu kilku mln PLN rocznie i oprócz działalności budowlanej posiada wytwórnię mas bitumicznych i magazyn kruszyw. Będzie jednak wymagała unowocześnienia, a inwestycje wg Prezesa Jana Mikołuszko sięgną około 5 mln PLN. Zarząd nie przewiduje kolejnych akwizycji spółek drogowych, ale nie wyklucza wzmocnienia kompetencji w zakresie budowy mostów.

Deweloperzy

Deweloperom zaczyna brakować małych mieszkań

Wielu inwestorów przyznaje, że zaczyna im brakować małych, 2-pokojowych lokali w ofercie. Unibep w Osiedlu Santorini sprzedał już 90% lokali, zostały tylko mieszkania o większym metrażu. Cała spółka ma jedynie 20 mieszkań do sprzedania o powierzchni do 50 m². Przedstawiciel Polnordu przyznaje, że na całym Wilanowie zostało do sprzedania jedynie kilka 2-pokojowych mieszkań. Przedstawiciel firmy Metrohouse przyznaje, że obecnie sprzedają się niemal wyłącznie mieszkania 1 i 2-pokojowe. Małe mieszkania średnio znajdują nabywców w 90 dni, duże zaś w ponad 150 dni.

Gant Development

Kredyt z PKO BP na 25,5 mln PLN

Gant otrzymał kredyt na banku PKO BP na kwotę 25,5 mln PLN. Kredyt zostanie wykorzystany do częściowego sfinansowania realizacji dwóch budynków wielorodzinnych wchodzących w skład osiedla „Pastelowa Kraina” (etap I). Etap obejmuje 164 mieszkania o powierzchni od 29 do 72 m².

Rabaty nawet do 20%

Gant stosuje rabaty w wysokości 5-7% w przypadku inwestycji w Gdańsku i Krakowie oraz nawet do 19,5% dla lokali w Poznaniu. Mimo to, Gant pragnie wprowadzić kolejny etap inwestycji na rynku poznańskim. Rabaty mają pomóc w wyprzedaniu mieszkań z 1 etapu, tak, aby nie konkurował z 2 etapem. Inaczej sytuacja wygląda w Opolu, gdzie rabaty wynoszą do 15%. Tam spółka nie oczekuje szybkiej odbudowy popytu. Rabaty mogą poprawić wyniki sprzedażowe spółki. W listopadzie deweloper sprzedał 16 mieszkań netto (uwzględniając 8 rezygnacji), miesiąc wcześniej 30. Wyniki sprzedażowe może poprawić wprowadzenie nowych inwestycji do oferty. Spółka jest coraz bliższa nabycia dwóch działek w Krakowie – na 220 i 250 lokali.

LC Corp

Plany inwestycyjne LC Corp

Rezygnując z opcji odkupu udziałów w projekcie Sky Tower, deweloper uwolnił środki finansowe. Zdaniem prezesa, do zagospodarowania są środki w wysokości 150 mln PLN. Pozyskane środki mają być wykorzystane m.in. na zakup projektów deweloperskich gotowych do uruchomienia. Spółka chciałaby skupić się na Warszawie, gdzie realizuje obecnie dwa nowe projekty mieszkaniowe (Osiedle przy Promenadzie etap 3, Rezydencja Kaliska). Z 2 etapu Osiedla przy Promenadzie deweloper sprzedał 240 z 398 lokali. W wynikach Q4 2009 pojawiają się pierwsze przychody z tej inwestycji. W 2010 roku deweloper pragnie rozpocząć budowę biurowca przy ulicy Przyokopowej na warszawskiej Woli (powierzchnia: 39 tys. m²).

Ronson Development

Plany sprzedaży 500 mieszkań rocznie

Zarząd dewelopera uważa, że w 2010 roku może sprzedać 400, a w 2011 roku 500 mieszkań w ciągu roku (w porównaniu do około 260, które mają być sprzedane w 2009 roku). W Q4 2009 spółka sprzedała do tej pory 40 mieszkań, zarząd liczy na sprzedaż 60 lokali, w Q3 2009 sprzedało się ich zaś 79. Spadek sprzedaży to pochodna kurczenia się oferty dewelopera. Przy sprzedaży 500 mieszkań rocznie, spółka dysponuje bankiem ziemi na 10 lat budowania. W efekcie, deweloper koncentruje się na uruchamianiu projektów na działkach będących obecnie w jego posiadaniu. W 2010 roku deweloper chce rozpocząć 7 nowych projektów (w tym 4 w I półroczu 2010 roku). Deweloper nie obniża już cen mieszkań. Ceny najbardziej popularnych mieszkań są nawet nieznacznie podwyższane.



Dom Development (Akumuluj)

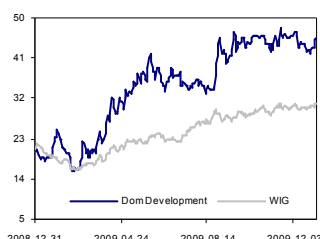
Cena bieżąca: 45,7 PLN

Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	634,5	-9,1%	497,3	-21,6%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	100,9	-40,0%	39,7	-60,7%	MC (cena bieżąca)	1 121,2
marża EBITDA	27,7%	24,1%		15,9%		8,0%		EV (cena bieżąca)	1 398,3
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	98,5	-40,6%	37,3	-62,1%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	75,0	-45,2%	27,3	-63,6%		
P/E	5,6	8,2		14,9		41,0		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	5,5	8,0		14,5		37,7		Zmiana ceny: 6m	20,9%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	137,1%
EV/EBITDA	4,6	8,3		13,9		32,7		Max (52 tyg.)	47,7
Dyid (%)	0,0	4,5		1,8		0,6		Min (52 tyg.)	15,7



Sytuacja deweloperów w okresie zimowym nie ulega znaczącym zmianom. Sprzedaż i wolumeny kredytów hipotecznych utrzymują się na porównywalnym poziomie m/m. Uważamy, że w kontekście rynku pozytywne zaskoczenie może przynieść rozpoczęcie nowych projektów w I połowie 2010 roku i oczekiwana rentowność na tych inwestycjach. W kontekście Dom Development, uważamy, że spółka może zaskoczyć wynikami sprzedaży mieszkań w projekcie **Saska Kępa** na etapie dziury w ziemi (głównie małe mieszkania, które obecnie dobrze się sprzedają). Uważamy, że deweloper ma w I połowie 2010 roku szansę na rozwój skali działalności poprzez zakup gruntów w innych lokalizacjach. Spółka jest nadpłynna, jest też wysoce rozpoznawalna na rynku Warszawskim. Zakup nowych gruntów i rozpoczęcie większej ilości inwestycji niż prognozujemy, wpłynęłoby na wzrost oczekiwanych wyników finansowych, a także ROE. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prezes Szanajca o rynku mieszkaniowym i planach spółki

Prezes Szanajca przyznaje, że zainteresowanie klientów projektem **Saska Kępa** przerosło oczekiwania Zarządu. Potwierdza to przeprowadzenia, że zaczyna brakować ciekawych mieszkań w rozsądnych cenach. Pierwsze z kolejnych nowych inwestycji wystartują w Q1 2010, projekt **Przy Ratuszu** może być jednym z pierwszych uruchomionych. Prezes uważa, że w 2010 roku ceny mogą zachowywać się zróżnicowanie – mieszkania dobre, na który jest duży popyt, mogą drożeć, mieszkania nie atrakcyjne, drogie, mogą mocno tanieć. To, czy na rynku wystąpi luka podażowa zależy od polityki banków – jeśli nic się w niej nie zmieni, mieszkań może zabraknąć. Zarząd wierzy jednak w zmianę nastawienia sektora bankowego.

Odstąpienie od umowy

Spółka poinformowała o odstąpieniu od umowy z dnia 10 września 2008 roku podpisanej z **Erbudem**, której przedmiotem było wybudowanie w ramach generalnego wykonawstwa zespołu mieszkaniowego wielorodzinnego we Wrocławiu.



J.W. Construction (Kupuj)

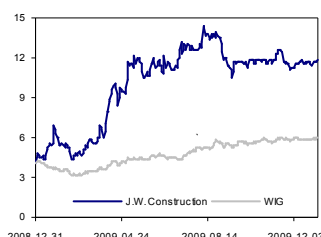
Cena bieżąca: 11,9 PLN

Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	846,6	17,4%	1 029,9	21,7%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	206,2	30,1%	315,5	53,0%	MC (cena bieżąca)	644,6
marża EBITDA	27,1%	22,0%		24,4%		30,6%		EV (cena bieżąca)	897,2
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	185,7	31,6%	294,5	58,6%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	153,1	51,7%	247,3	61,5%		
P/E	4,3	6,4		4,2		2,6		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/CE	3,9	5,5		3,7		2,4		Zmiana ceny: 6m	-9,4%
P/BV	1,2	2,0		1,3		0,9		Zmiana ceny: 12m	157,5%
EV/EBITDA	5,4	8,1		4,4		1,8		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,3



Sytuacja deweloperów w okresie zimowym nie ulega znaczącym zmianom. Sprzedaż i wolumeny kredytów hipotecznych utrzymują się na porównywalnym poziomie m/m. Uważamy, że w kontekście rynku pozytywne zaskoczenie może przynieść rozpoczęcie nowych projektów w I połowie 2010 roku i oczekiwana rentowność na tych inwestycjach. W przypadku J.W. Construction nie spodziewamy się zaskoczenia ilością nowych inwestycji rozpoczętych w I połowie 2010 roku (efekt dużej liczby mieszkań oddawanych dopiero w 2010 roku). Pozytywnie odbierane mogą być, mimo iż już oczekiwane, bardzo dobre wyniki finansowe i spadek zadłużenia. Nie sądzimy, aby J.W. pozostało w tyle, w przypadku wzrostu kursu innych deweloperów. Zwracamy dodatkowo uwagę na plany rządu dot. wykupu mieszkań w TBS. W przypadku akceptacji stosownych przepisów i sprzedaży wszystkich mieszkań w TBS lokatorom po cenach rynkowych, wartość J.W. mogłaby wzrosnąć o nawet 2,8 PLN na akcję. W ten sposób, deweloper uwolniłby 100 mln PLN gotówki netto (blisko 2 PLN na akcję, strumień dochodu z najmu TBS jest wyceniony z dyskontem do BV w modelu DCF).

J.W. może nie przekazać w 2009 roku 2000 mieszkań

J.W. szacowało, że w 2009 roku odda 2000 mieszkań, jednak ze względu na długi okres oczekiwania klientów na kredyt, możliwe jest, że część klientów nie odbierze mieszkań w 2009 roku, a zrobi to w następnym. W 2010 roku spółka powinna przekazać ponad 2000 lokali. Nie ukończone zostały jeszcze 3 inwestycje: Lewandów (1 904 mieszkań), Korkowa (328), Odkryta (200 mieszkań). Mieszkania w tych projektach są sprzedane w 80-90%. Pozwolenia na użytkowanie tych inwestycji J.W. powinno otrzymać w Q1 2010. Pierwsze przychody z inwestycji powinny pojawić się już w Q1, jednak wynik będzie się rozkładał też na pozostałe kwartały roku. Dodatkowo, będą przekazywane inwestycje zakończone w 2009 roku, takie jak Górczewska Park i Osiedle Lazurów. Miesięczna sprzedaż mieszkań ustabilizowała się na poziomie 100 lokali. Spółka szacuje, że sprzedaż będzie utrzymywała się co najmniej na tym poziomie w 2010 roku. Liczba rezygnacji zdecydowanie spadła. Ceny mieszkań nie powinny już spadać, J.W. rozważa podwyżki w przypadku niektórych lokalizacji.

Plany inwestycyjne dewelopera

W Q1 2010 J.W. rozpocznie projekt na 190 mieszkań przy ul. Światowida na Tarchominie, a w Q2 2010 inwestycję na 250 lokali przy ul. Antoniewskiej na Siekierkach. Deweloper chce też rozpocząć projekt przy ul. Zdziarskiej na Białolecie, data uruchomienia jest uzależniona od sprzedaży projektu Lewandów, z którym sąsiaduje. Docelowo projekt Zdziarska przewidziany jest na 1500 mieszkań, z których w 1 etapie będzie powstawać 500. W dalszej kolejności rozpoczną się projekty w Łodzi i Katowicach.

Wartość likwidacyjna J.W. przekracza 1 mld PLN?

Zdaniem Józefa Wojciechowskiego, głównego akcjonariusza firmy, wartość likwidacyjna spółki przekracza 1 mld PLN. Szacuje on, że godziwa wartość spółki to przynajmniej 10 razy roczny zysk. Wzrost kapitalizacji spółki ma zapewnić zwrot w kierunku inwestycji komercyjnych. W ciągu 5 lat segment komercyjny ma odpowiadać za 50% przychodów grupy. J.W. stworzyło konsorcjum z 3 czołowymi izraelskimi firmami budowlanymi, z którymi ma startować w przetargach infrastrukturalnych. Decyzja w sprawie przejęcia spółki drogowej ma szansę zapaść w Q1 2010. Wojciechowski szacuje, że J.W. wyda na przejęcia 100 mln PLN. Równocześnie trwają rozmowy w sprawie objęcia 20% w joint-venture, działającego w segmencie hotelowym. Pierwsze 4 hotele miałyby powstać na działkach J.W. we Wrocławiu, Szczecinie oraz dwóch w W-wie (Badyłarska, Pileckiego). J.W. zamierza też rozpocząć budowę osiedla domów z prefabrykatów w Ożarowie. Klienci mogliby wybierać z kilkunastu projektów, deweloper zaś mógłby w ciągu 3 miesięcy doprowadzić budowę do stanu surowego zamkniętego.

Wykup mieszkań w TBS od przyszłego roku

Ministerstwo Infrastruktury chce wprowadzić możliwość wykupu mieszkań w TBS od 2010 roku. Wykup ma mieć miejsce po cenie rynkowej. Opcja wykupu będzie dotyczyła jedynie osób, które uczestniczyły w kosztach budowy. Cena nabycia lokalu ma być pomniejszona o wkład własny klienta w budowę budynku TBS i koszt kredytu. Zmiana ma uwolnić zdolność kredytową TBS i pozwolić im rozpocząć kolejne inwestycje.

Zakup gruntów we Wrocławiu za 28 mln PLN

J.W. Construction nabył grunty w centrum Wrocławia za 28 mln PLN. Na działce, pozwalającej na budowę 28 tys. PUM, deweloper rozważa budowę obiektu biurowo – hotelowo – mieszkalnego. Częścią hotelową zainteresowani są partnerzy spółki z Portugalii, którzy nie wykluczają zakupu tej części budynku. Do końca stycznia 2010 spółka chce mieć gotową koncepcję na zabudowę terenu. Uzyskanie pozwolenia na budowę w 2010 roku pozwoliłoby na zakończenie budowy w 2012 roku. Pomijając zakup we Wrocławiu, spółka prowadzi również rozmowy w sprawie zakupu nieruchomości w Katowicach i Krakowie. W pierwszej połowie 2010 roku powinien zostać przeprowadzony pierwszy z zakupów. Firma rozważa także zakup gruntów w Warszawie charakteryzujących się bardziej atrakcyjną lokalizacją niż działki obecnie posiadane. Trwa due diligence spółki drogowej, do końca stycznia sprawa powinna być bliska finału. Ewentualny zakup będzie finansowany prawdopodobnie ze środków własnych.

Odwołanie Rady Nadzorczej

Spółka otrzymała oświadczenia o wykonaniu uprawnienia osobistego przysługującego akcjonariuszowi posiadającemu więcej niż 50% akcji Spółki o odwołaniu Romana Kobylińskiego z dniem 31 grudnia 2009 z Rady Nadzorczej Spółki. Przyczyny odwołania nie zostały podane.



Polnord (Kupuj)

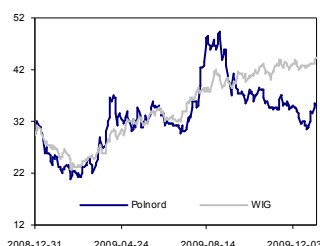
Cena bieżąca: 35 PLN

Cena docelowa: 46,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	256,8	-34,3%	349,4	36,1%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	60,6	-44,3%	32,5	-46,3%	MC (cena bieżąca)	773,0
marża EBITDA	25,1%	27,8%		23,6%		9,3%		EV (cena bieżąca)	1 271,3
EBIT	31,4	106,7	239,8%	58,6	-45,1%	30,6	-47,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	98,8	77,8	-21,2%	34,6	-55,5%	3,9	-88,8%		
P/E	5,0	8,1		22,3		200,3		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	4,9	7,9		21,1		132,2		Zmiana ceny: 6m	14,6%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	12,0%
EV/EBITDA	23,7	11,2		21,0		32,3		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	21,0



Sytuacja deweloperów w okresie zimowym nie ulega znaczącym zmianom. Sprzedaż i wolumeny kredytów hipotecznych utrzymują się na porównywalnym poziomie m/m. Uważamy, że w kontekście rynku pozytywne zaskoczenie może przynieść rozpoczęcie nowych projektów w I połowie 2010 roku i oczekiwana rentowność na tych inwestycjach. Polnord znajduje się w grupie deweloperów, którzy notowani są z dyskontem do wartości aktywów. Uważamy, że taka sytuacja nie jest uzasadniona, gdyż spółka posiada już finansowanie na przewidywany program inwestycyjny, zaś aktywa Polnordu są atrakcyjne (grunty na Wilanowie). Stosunkowo neutralnie podchodzimy do przewidywanej inwestycji na Wyspie Spichrzów. Projekt nie stanowi ryzyka dla spółki (będzie podzielony na 3-4 etapy), rentowność brutto na sprzedaży szacujemy zaś ostrożnie na 20%. Lokalizacja jest bardzo dobra, jednak trudne są warunki gruntowe, co implikuje wysoki koszt budowy. W efekcie, bardzo wiele zależy od tego, czy spółka przygotuje dobry projekt zagospodarowania terenu, pozwalający na maksymalizację wykorzystania lokalizacji (charakterystyki projektów, wielkości etapów, wielkości mieszkań,...). Plany osiągnięcia 60 mln PLN zysku netto w 2009 roku oceniamy neutralnie, gdyż wysoki wynik w Q4 2009 spółka zawdzięczać będzie jedynie zabiegom księgowym (przeksięgowanie i wycena aktywów przeznaczonych na nieruchomości inwestycyjne). Dostrzegając istotny potencjał wzrostowy kursu, podtrzymujemy rekomendację kupuj.

W najbliższym czasie nie będzie kolejnej emisji obligacji zamiennych

Prezes Ciurzyński przyznaje, że w najbliższym czasie nie należy się spodziewać emisji kolejnej transzy obligacji zamiennych na akcje. Na razie spółka ma wystarczające środki na prowadzenie działalności.

Oczekiwane wyniki sprzedażowe w 2009 i 2010 roku

Prezes Ciurzyński przyznaje, że w 2009 roku Polnord powinien sprzedać 550 mieszkań, w porównaniu do planowanych 500. W 2010 roku, wraz ze wzrostem oferty spółki, wzrośnie, być może do 800, liczba sprzedanych mieszkań. Przekroczenie granicy 1000 sprzedanych mieszkań w 2010 roku jest mało realne. Wszystko zależy od tego, na ile powiedzie się koncepcja wejścia w lukę podażową z ofertą małych mieszkań. Polnord zamierza zmniejszyć metraż mieszkań, tak aby mieścił się on między 30 a 70 m². W 2010 roku spółka ma mieć w budowie 1600 mieszkań. W 2011 roku mają ruszyć kolejne 2 inwestycje biurowe. Pod koniec 2010 roku lub na początku 2011 rozpocznie się 1 etap budowy centrum handlowego w Wilanowie. Docelowo inwestycja będzie liczyć 56 tys. PUM, a I etap: 6 tys. PUM. W 2010 roku spółka przekaże powyżej 500 mieszkań, marże powinny wynieść powyżej 20%. Spółka ma nadal 50 mln PLN na zakup gruntów, szuka ich głównie na południu Polski, nie jest jednak usatysfakcjonowana poziomem cen.

Przedwstępna umowa sprawie zagospodarowania Wyspy Spichrzów

Polnord podpisał z miastem Gdańsk przedwstępną umowę na zagospodarowanie północnego cypla Wyspy Spichrzów. Na terenie o powierzchni 1,9 ha, będącym własnością miasta, powstanie kompleks komercyjno-mieszkaniowy o powierzchni 45 tys. PUM (mieszkania: 25 tys. PUM, hotele: 10 tys. PUM, powierzchnia usługowo – handlowo - biurowa: 10 tys. PUM). W ramach inwestycji, Polnord obejmie 51% udziałów w SPV. Miasto zobowiązało się wnieść grunt do SPV, zaś Polnord zobowiązał się wnieść do SPV głównie wkłady pieniężne. Zawarcie właściwej umowy współników oraz zawiązanie SPV nastąpi po zatwierdzeniu przez Miasto koncepcji urbanistyczno – architektonicznej opracowanej przez Polnord oraz po uchwaleniu miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego. Polnord przewiduje, że nastąpi to w II połowie 2010 roku. W ramach inwestycji powstaną też elementy infrastruktury drogowej i Muzeum Bursztynu o powierzchni 7 tys. m². Po wybudowaniu muzeum przez SPV, zostanie



ono wynajęte albo odkupione przez Miasto. Łączne koszty realizacji projektu władze spółki szacują na 450 mln PLN. Rozpoczęcie budowy przewidziane jest na rok 2011, jej zakończenie zaś na rok 2014.

Porozumienie ws. budowy kopalni i elektrowni w Nigerii

Polnord, Kopex, Rafako, Bumar, Procom System, Energoprojekt-Katowice i Coal Energy podpisały porozumienie w sprawie prowadzenia prac przygotowawczych zmierzających do ustalenia warunków realizacji projektu budowy kopalni i elektrowni 2000 MW w Nigerii.

Wyniki sprzedażowe za listopad

W listopadzie Polnord sprzedał 80 mieszkań brutto, zrezygnowało 24 klientów, w efekcie, sprzedaż netto wyniosła 56 lokali.

Umowa darowizny dla miasta Warszawy

Polnord podpisał umowę darowizny z miastem Warszawa. W ramach umowy deweloper przekaze 10 ha gruntów pod ulice m.in. Klimczaka, Hlonda, Sarmacką, Kieślowskiego oraz pod Oś Królewską. Wartość darowizny to 90 mln PLN. Deweloper zgodził się, aby temat ceny za grunty wyjaśnić w późniejszym terminie.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 85 PLN

Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mIn)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	1 284,8
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 560,9
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%		
P/E	14,5	21,4		14,0		12,6		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	10,0	10,9		8,2		7,1		Zmiana ceny: 6m	53,2%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	58,1%
EV/EBITDA	8,0	10,3		8,0		7,0		Max (52 tyg.)	85,7
Dyid (%)	2,0	1,0		2,0		2,9		Min (52 tyg.)	44,8



Po bardzo dobrym listopadzie, kurs Emperii w grudniu się ustabilizował i nie odchylił się istotnie od szerokiego indeksu. W najbliższym czasie nie spodziewamy się w tym zakresie przełomu i utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.



Eurocash (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,1 PLN

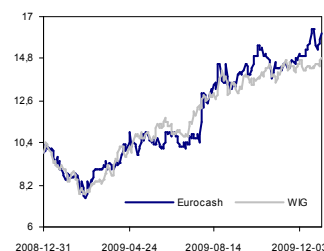
Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mIn)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	2 102,8
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 959,6
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%		
P/E	35,0	26,9		20,0		17,9		Zmiana ceny: 1m	9,0%
P/CE	21,7	17,3		12,8		11,6		Zmiana ceny: 6m	55,0%
P/BV	8,8	7,4		5,6		4,7		Zmiana ceny: 12m	59,6%
EV/EBITDA	16,4	12,8		10,5		9,1		Max (52 tyg.)	16,4
Dyid (%)	1,4	0,6		1,9		2,5		Min (52 tyg.)	7,6



Notowania Eurocash kolejny miesiąc z rzędu zanotowały wzrost, aczkolwiek podobnie jak poprzednio odchylenie od indeksu WIG nie przekraczało kilku procent. W najbliższych tygodniach trudno oczekiwać jakichś istotnych informacji czy wydarzeń, które mogłyby istotnie wpłynąć na kurs. Rekomendacja trzymaj pozostaje niezmieniona.

Inne



Mondi (Trzymaj)

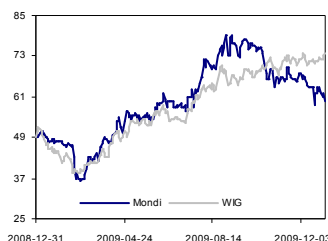
Cena bieżąca: 79 PLN

Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 287,9	-8,4%	1 804,0	40,1%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	225,9	-26,1%	488,8	116,4%	MC (cena bieżąca)	3 950,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		17,5%		27,1%		EV (cena bieżąca)	4 649,9
EBIT	194,7	194,7	0,0%	105,9	-45,6%	295,2	178,7%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	71,5	-49,4%	220,4	208,3%		
P/E	16,0	28,0		55,2		17,9		Zmiana ceny: 1m	-11,8%
P/CE	11,3	15,7		20,6		9,5		Zmiana ceny: 6m	2,6%
P/BV	4,0	3,7		3,3		2,8		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	13,2	13,9		20,6		9,3		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	6,8	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	36,3



Począwszy od 4Q2009 zakładamy, że wyniki na poziomie EBITDA Mondia systematycznie będą się poprawiać, na co wpływ będzie miało uruchomienie nowej maszyny papierniczej (w pierwszej kolejności koszty finansowe i zwiększona amortyzacja) oraz koszty finansowe (dotychczas kapitalizowane). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-05-11	2009-08-14	2009-09-09	2009-10-05	2009-10-29
kurs z dnia rekomendacji	74,00	69,50	70,40	81,25	81,00
WIG w dniu rekomendacji	29698,36	35998,12	37261,23	37045,62	38330,01

Erbud

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20	49,00	42,90
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12	36009,43	37391,24

cd. Erbud

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-12-02	2009-12-17
kurs z dnia rekomendacji	51,00	54,00
WIG w dniu rekomendacji	39905,57	39925,72

Polimex Mostostal

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-05-06	2009-05-25	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-27
kurs z dnia rekomendacji	3,88	3,36	3,68	4,11	3,66	3,70
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29399,62	35998,12	36009,43	37391,24	39275,95

Trakcja Polska

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-05-18	2009-08-14	2009-11-18
kurs z dnia rekomendacji	4,03	3,90	3,88
WIG w dniu rekomendacji	29424,40	35998,12	40723,06

Ulma

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Akumuluj
data wydania	2009-05-26	2009-07-03	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-19
kurs z dnia rekomendacji	37,90	40,50	47,50	50,90	60,00	67,05	73,40
WIG w dniu rekomendacji	29197,11	30252,24	35363,92	35998,12	36009,43	37045,62	39985,30

Unibep

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-05-06	2009-05-26	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5,87	5,10	5,90	5,75	7,35	6,67
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29197,11	35998,12	36009,43	37045,62	37391,24

ZA Puławy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-05-28	2009-11-26
kurs z dnia rekomendacji	80,40	71,50
WIG w dniu rekomendacji	29775,36	39877,52



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnia Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interclinic Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Zeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 6 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 7 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.