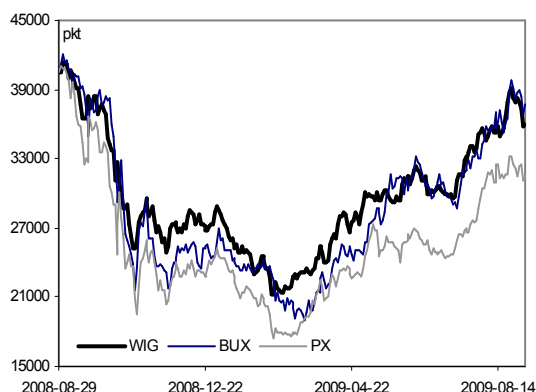


4 września 2009


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	36 009
Średnie P/E 2009	14,0
Średnie P/E 2010	13,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 321 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

Komentarz makroekonomiczny

Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Wrzesień 2009

Rynek akcji

Wskaźniki wyprzedzające i poprawiające się „twarde” dane makro nadal potwierdzają, że gospodarka światowa utrzymuje pozytywne momentum. Dla WIG20 powinno oznaczać to osiągnięcie poziomu 2 500 – 2 700 pkt. jeszcze przed końcem roku. Po silnych wzrostach ostatnich miesięcy rośnie skłonność do realizacji zysków, co zwiększa zmienność i nieprzewidywalność rynku w krótkim okresie. Każda korekta na rynku akcji – również ta którą mamy obecnie - powinna być wykorzystywana do zwiększania alokacji w akcje.

Ze spółek

Banki. Obecne ROA banków giełdowych (1,1% - prognoza 2009) nie odzwierciedla ich potencjału. W horyzoncie najbliższych kilku lat ROA wzrośnie do poziomu 1,9%, co uzasadnia wycenę sektora na poziomie 2 X BV (obecnie 1,6xBV'09). Uważamy, że ograniczona akcja kredytowa i umocnienie złotówki ograniczają ryzyka dla wzrostu kosztu finansowania. Jesteśmy pozytywni na banki, postrzegając korekty w wycenie jako okazję do zwiększania zaangażowania.

Rafineryjno-gazowy. Ostatni spadek kursu akcji PGNiG skłonił nas do zamknięcia naszej negatywnej rekomendacji, ale nadal preferujemy inwestycje w PKN Orlen i Lotos, choć w przypadku gdańskiego koncernu z uwagi na wzrost kursu obniżamy rekomendację do akumuluj. Podtrzymujemy negatywne nastawienia do akcji CEZ.

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

Media. Agora i TVN uległy w ostatnich dniach istotnej przecenie, co skłania nas do podniesienia rekomendacji. W Cyfrowym Polsacie obawiamy się trudniejszej walki o abonenta ze względu na planowaną ofensywę 'n'.

Informatyczne. Wśród integratorów pozytywnie wyróżniamy Asseco Poland, który zaprezentował solidne wyniki finansowe i póki co przeciwstawia się presji na marże. Z dystrybutorów rekomendujemy kupno AB, który po ostatnich spadkach wydaje nam się atrakcyjnie wyceniany oraz Asbis. Zalecamy trzymanie Actionu i Komputronika.

Metale. Podobnie jak w poprzednich latach oczekujemy, że w 2H będą rosły zapasy miedzi, co przełoży się na większą korektę cen na LME w ślad za którą podążą akcje KGHM.

Budownictwo. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora (przeważaj). Uważamy, że do końca roku na rynku mogą rozstrzygnąć się kontrakty drogowe o znacznej wartości (8,9 mld PLN), odżyje też budownictwo mieszkaniowe.

Deweloperzy. W związku z brakiem realizacji scenariusza rynkowego, zawieszamy rekomendacje. Nowy raport przedstawimy w ciągu tygodnia.

Handel. Po bardzo dobrych wynikach za 2Q i osiągnięciu naszej ceny docelowej zamykamy pozytywną rekomendację dla Emperii. Potencjału wzrostowego nie dostrzegamy także w przypadku Eurocash.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Agora (Akumuluj), Police (Trzymaj), Rafako (Kupuj), TVN (Akumuluj), Unibep (Akumuluj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Emperia Holding (Trzymaj), Erbud (Trzymaj), Lotos (Akumuluj), Polimex Mostostal (Akumuluj), Ulma Construcccion Polska (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: Dom Development, J.W. Construction, Polnord.

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Sektor finansowy	11
5.1. BZ WBK	18
5.2. Handlowy	20
5.3. ING BSK	21
5.4. Kredyt Bank	22
5.5. Millennium	24
5.6. Pekao	25
5.7. PKO BP	26
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	28
6.1. CEZ	29
6.2. Ciech	30
6.3. Lotos	32
6.4. PGNiG	34
6.5. PKN Orlen	36
6.6. Police	38
6.7. ZA Puławy	40
7. Górnictwo węgla	42
7.1. LW Bogdanka	42
8. Telekomunikacja	43
8.1. Netia	44
8.2. TP SA	45
9. Media	47
9.1. Agora	48
9.2. Cyfrowy Polsat	50
9.3. TVN	52
9.4. WSiP	54
10. Sektor IT	55
10.1. AB	56
10.2. Action	57
10.3. Asbis	58
10.4. Asseco Poland	59
10.5. Komputronik	61
10.6. Sygnity	62
11. Metale	63
11.1. Kęty	63
11.2. KGHM	64
12. Budownictwo	66
12.1. Budimex	70
12.2. Elektrobudowa	72
12.3. Erbud	74
12.4. Mostostal Warszawa	76
12.5. PBG	77
12.6. Polimex Mostostal	79
12.7. Rafako	81
12.8. Trakcja Polska	83
12.9. Ulma Construcccion Polska	84
12.10. Unibep	85
13. Deweloperzy	86
13.1. Dom Development	88
13.2. J.W. Construction	90
13.3. Polnord	91
14. Handel	93
14.1. Emperia Holding	93
14.2. Eurocash	94
15. Inne sektory	95
15.1. Mondi	95

Rynek akcji

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sierpień przyniósł poprawę „twardych” danych makroekonomicznych zarówno w Polsce jak i na innych rynkach rozwiniętych, efektem czego jest pierwsza seria podwyżek prognoz PKB. Szczególnie pozytywnie przyjmujemy poprawiający się sentyment konsumentów, który jest kluczowy dla podtrzymania poprawy koniunktury gospodarczej. Z drugiej strony sezon wyników półrocznych w Polsce, ale również w USA i Europie – w kontekście oczekiwań – należy uznać za udany. Wskaźniki wyprzedzające nadal potwierdzają, że gospodarka światowa utrzymuje pozytywne momentum a kolejne miesiące powinny przynieść dalszą poprawę danych dotyczących zarówno produkcji przemysłowej, koniunktury w usługach jak również popytu konsumenckiego. Nadal jesteśmy dalecy od popadania w euforię w przypadku oceny perspektywy przyszłego roku, podtrzymujemy jednak opinię, że do końca bieżącego roku (nawet 1Q2010) z punktu widzenia rynków kapitałowych otoczenie powinno być sprzyjające. Dla WIG20 powinno oznaczać to osiągnięcie poziomu 2 500 – 2 700 pkt. jeszcze przed końcem roku. W krótkim okresie, po silnych wzrostach ostatnich miesięcy rośnie skłonność do realizacji zysków, co zwiększa zmienność rynku. Przed nami również duże oferty akcji PKO BP oraz PGNiG. Nadal uważamy jednak, że każda korekta na rynku akcji – również ta którą mamy obecnie - powinna być wykorzystywana do zwiększania alokacji w akcje. Naszym zdaniem, rozgrywany przez część inwestorów scenariusz „podwójnego dna w gospodarce” z silną przeceną na rynku akcji, nie będzie dyskutowany przez rynki finansowe – przynajmniej jeszcze nie w perspektywie najbliższych kilku miesięcy.

W opiniach inwestorów często pojawia się obawa o wygasający efekt działania pakietów stymulacyjnych na ekonomię, czego najlepszym przykładem jest powszechne zwrócenie uwagi na spadki cen akcji na giełdzie w Szanghaju (zwracamy uwagę, że indeks ten wzrósł od listopada 2008 o 160% praktycznie bez żadnej korekty, dlatego obecne jego zachowanie traktujemy jako realizacja zysków a nie kłopoty gospodarki). Naszym zdaniem – na co również wskazują wypowiedzi przedstawicieli poszczególnych rządów z chińskim na czele – w przypadku pojawienia się problemów w systemie bankowym, banki centralne nadal będą udzielały „nieograniczonej” pomocy, nauczone efektem domina po upadku LB. Wychodzimy z założenia, że jeżeli USA i FED wtłoczyły już w gospodarkę kilka bln USD, to z kolejnym nie powinni mieć najmniejszego problemu - biorąc m.in. pod uwagę doświadczenia FED z kryzysu w latach '30 (ograniczenie pomocy w 1936 roku spowodowało gwałtowne załamanie odradzającej się gospodarki w kolejnym roku).

Wskaźniki wyprzedzające nadal potwierdzają, że gospodarka światowa odradza się a „twarde” dane makro w kolejnych miesiącach powinny być lepsze niż oczekiwania. W sierpniu PMI dla produkcji przemysłowej w Chinach wzrósł do 54 pkt., w Strefie Euro do 48,2 pkt. a w Niemczech osiągnął poziom 49,2 pkt. W Polsce subindeks PMI produkcji przekroczył poziom 50 pkt (51,9 pkt.), co zapowiada dynamiczny wzrost w drugiej połowie roku – prawdopodobnie nadal nieoszacowany przez makroekonomistów. Dużym zaskoczeniem był wzrost ISM dla przemysłu w USA aż do 52,9 pkt. (wzrost bieżącej produkcji zgłosiło jednocześnie ponad 70% badanych przedsiębiorstw). Co ważne dane o ISM potwierdzają zamówienia na dobra trwałe, które wzrosły w lipcu o 4,9% m/m. Kolejne pozytywne sygnały płyną również ze stabilizującego się rynku nieruchomości, który poprzez efekt mnożnikowy ma istotne przełożenie na całą gospodarkę. Największym i naszym zdaniem najważniejszym zaskoczeniem miesiąca był jednak indeks zaufania konsumentów amerykańskich przygotowywany przez Conference Board. Wielokrotnie pisaliśmy, że bez konsumenta obecne ożywienie ma krótkotrwały efekt, który w dużym uproszczeniu sprowadza się do cyklu zapasów i nie przenosi się na kluczowy w długim terminie rynek pracy. Wskaźnik w sierpniu wzrósł do 54,1pkt. z 47,4pkt. przed miesiącem (to pierwszy miesiąc tak wyraźnego wzrostu i może nie znaleźć potwierdzenia w kolejnych okresach, ale jego potwierdzenie będzie silnym sygnałem dla rynków kapitałowych).

Wyniki za 2Q2009

Bez spektakularnych zaskoczeń, ale jednak lepsze niż oczekiwania – tak oceniamy wyniki spółek za 2Q2009. Na szczególną uwagę zasługuje branża budowlana, która nadal utrzymuje wysokie marże na starszych kontraktach ale może jednocześnie pochwalić się większą niż oczekiwali analitycy jeszcze kilka tygodni temu ilością podpisanych nowych kontraktów. Dotyczy to zarówno kontraktów infrastrukturalnych jak również negatywnie ocenianych perspektyw dla budownictwa kubaturowego. Wszystko wskazuje, że najbliższe miesiące przyniosą rozstrzygnięcia kolejnych dużych kontraktów drogowych jak również ożywienie w budownictwie mieszkaniowym (wbrew sceptycznym oczekiwaniom wyczerpują się zasoby mieszkaniowe deweloperów na przyszły rok). Pozytywnie zaskoczyły również banki, przede wszystkim dzięki wynikowi na działalności transakcyjnej oraz dzięki mniejszym niż oczekiwano

rezerwom. Umocnienie PLN i odblokowywanie się rynku międzybankowego istotnie poprawia sytuację przede wszystkim małych banków. Kolejne miesiące powinny przynieść poprawę marży odsetkowej. Nieco lepiej niż oczekiwano zaprezentowały się spółki paliwowe, które jednocześnie powinny korzystać na powolnym wzroście marż rafineryjnych w kolejnych miesiącach oraz przede wszystkim dzięki redukcji kosztów operacyjnych - media, dla których 2Q i 3Q (sezonowo niski wolumen) będą najprawdopodobniej najsłabsze w całym cyklu. Spośród dużych spółek zaskoczyły negatywnie TPSA i PGNiG, w obu przypadkach spodziewamy się jednak lepszego drugiego półrocza. Mieszane wyniki zaprezentowały spółki przemysłowe. Tu jednak zarządy wskazują na rosnące wolumeny sprzedaży z każdym kolejnym miesiącem. Naszym zdaniem obserwowane umocnienie PLN nie powinno przeszkodzić w poprawie wyników segmentu, który należy pamiętać nie tak dawno funkcjonował w otoczeniu PLN/EUR na poziomie 3,5-3,3. Również niejednoznacznie można ocenić wyniki branży handlowej, w której hurtownicy – m.in. dzięki spowolnieniu rozwoju sieci raportowali dobre wyniki, a z drugiej strony handel detaliczny odzwierciedlał dane podawane przez GUS - wskazujące na wyraźne wyhamowanie konsumpcji wewnętrznej w 2Q (r/r) przy rosnących kosztach wynajmu powierzchni sklepowej – denominowanej w EUR. Jeżeli jednak potwierdzą się ostatnie dane GUS (lipiec +5,7% r/r) – drugie półrocze a przede wszystkim 4Q mogą okazać się istotnie lepsze.

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

Wyniki za 1H w rozbiciu sektorowym*

	Dynamika sektora			Marża sektora 1H2009		Marża sektora 1H2008		Liczba spółek
	Przychody	EBIT	Zysk netto	EBIT	Zysku netto	EBIT	Zysku netto	
Wszystkie spółki								324
Budownictwo	1,21%	15,17%	19,62%	6,87%	4,81%	6,03%	4,07%	36
Handel	8,60%	-28,13%	-56,19%	1,88%	0,77%	2,84%	1,91%	43
<i>odzież</i>	22,82%	-62,88%	-80,72%	2,80%	1,05%	9,27%	6,72%	10
<i>sprzęt IT</i>	-27,78%	-	-	-1,11%	-4,02%	1,29%	0,91%	5
<i>stal</i>	-10,95%	-	-	-0,35%	-1,69%	6,70%	4,80%	3
<i>FMCG</i>	17,10%	0,84%	-21,52%	1,79%	1,01%	2,07%	1,50%	8
<i>farmacja</i>	10,11%	14,34%	9,20%	1,51%	0,90%	1,46%	0,90%	4
Media	5,71%	-14,41%	-41,69%	20,21%	11,02%	24,96%	19,98%	8
IT	-4,12%	-26,58%	-74,55%	5,35%	2,83%	6,99%	10,68%	28
Deweloperzy	18,89%	-6,24%	-67,42%	34,28%	9,83%	43,47%	35,88%	12
Przemysł	-6,86%	-52,21%	-69,13%	5,86%	3,10%	11,43%	9,37%	124
<i>wyposażenie wnętrz</i>	-8,53%	-9,94%	-	8,15%	-2,93%	8,28%	4,74%	13
<i>elektromaszynowy</i>	6,66%	7,72%	-22,01%	8,89%	3,39%	8,80%	4,64%	27
<i>spożywczy</i>	10,86%	-11,25%	-48,81%	7,21%	2,93%	9,01%	6,35%	17
<i>chemia</i>	-21,38%	-82,38%	-	1,96%	-0,73%	8,76%	6,18%	18
<i>paliwa</i>	-3,90%	-	-	-4,04%	-4,23%	10,24%	10,10%	3
<i>przetwórstwo metali</i>	-18,22%	-24,30%	-25,54%	19,42%	16,03%	20,98%	17,60%	16
Telekomunikacja	-1,56%	-38,74%	-55,97%	12,00%	7,50%	19,29%	16,78%	8
Usługi	12,37%	-44,81%	-73,33%	3,59%	1,25%	7,31%	5,25%	30

Źródło: DI BRE Banku, na podstawie raportów spółek, * suma wyników wszystkich spółek w sektorze

Makroekonomia

Polski PKB +1,1% r/r w 2Q2009

W II kw. 2009 PKB wzrósł o 1,1% r/r, co jest wynikiem zgodnym z naszymi prognozami. Wynik ten jest jednak znacznie lepszy od oczekiwań analityków (konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 0,5-0,6%). Po wyłączeniu czynników sezonowych wzrost PKB w II kw. 2009 wyniósł 0,5% kw/kw wobec 0,3% zanotowanych w I kw., co wskazuje na polepszenie momentum dla polskiej gospodarki już w II kw. Wreszcie przyspieszenie takie współgra z lepszymi wynikami naszych największych partnerów handlowych (Niemcy i Francja). Tym razem również dekompozycja PKB okazała się zgodna z naszymi oczekiwaniami. Dynamika spożycia indywidualnego spadła do 1,9% r/r z 3,3% r/r zanotowanych w I kw., dynamika inwestycji wyniosła -2,9% r/r wobec 1,2% wzrostu odnotowanego w I kwartale. Podobnie jak w pierwszym kwartale istotnym wsparciem dla polskiego wzrostu gospodarczego okazał się eksport netto; kontrybucja eksportu netto wzrosła z 1,9 do 3,1 pkt. proc. Mniejsza natomiast ukazała się ujemna kontrybucja zmian zapasów (-2,7% wobec -4,8 pkt. proc. w I kwartale.). Po stronie podaży zanotowano lekki wzrost dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle (z -5,9% na -5,1% r/r), co połączone było z lepszym wynikiem budownictwa (wzrost z 3,4% r/r do 4,5% r/r). Usługi rynkowe zwolniły z 3,1% do 2,8% r/r. Większe hamowanie zanotowano w usługach nierynkowych, co może wiązać się z cięciami po stronie wydatkowej budżetu oraz niższą ogólną dynamiką płac (jako, że usługi nierynkowe nie mają rynkowych cen następuje ich doszacowanie po kosztach wytworzenia, których istotnym elementem są właśnie płace). Co ciekawe, odnotowano znaczne przyspieszenie wartości dodanej w transporcie z 0,3 do 3,3% r/r. Uważamy, że wzrost ten będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach, o czym już świadczą dane za pierwszy miesiąc trzeciego kwartału i wskaźniki koniunktury (zatrudnienie, płace i ogólny wskaźnik koniunktury w transporcie). Poprawiająca się sytuacja w transporcie może być dobrym barometrem dla całej gospodarki i potwierdzać nadchodzące ożywienie. Postępująca stabilizacja sytuacji na rynku pracy może spowodować, że odczyt konsumpcji za II-III kw. będzie najniższym w tym cyklu koniunkturalnym. Negatywne dynamiki inwestycji mogą nam jednak towarzyszyć przez dalszą część roku. W III kwartale spodziewamy się dalszej poprawy w przemyśle, jednak okupione to może być nieco niższą kontrybucją eksportu netto. Wraz z ogólnosiłowym procesem odbudowy zapasów kontrybucja zapasów do dynamiki PKB również powinna się poprawiać. Na dzień dzisiejszy, szacujemy, że wzrost PKB w III kw. może być zbliżony lub nawet nieco lepszy niż ten odnotowany w II kwartale.

Sprzedaż detaliczna

W lipcu sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 5,7% r/r (nominalnie) wobec 0,9% r/r wzrostu zanotowanego w poprzednim miesiącu. Odczyt okazał się dużo wyższy od konsensusu rynkowego (+0,7%) oraz naszej prognozy (+1,3%). W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła o 3,6% notując pierwszą dodatnią dynamikę od 6 miesięcy. Choć na lepszym niż oczekiwano wyniku sprzedaży zaważyła sprzedaż żywności (+11,9% w ujęciu rocznym wobec +2,7% przed miesiącem), także w kategoriach dóbr trwałych widać zwiększenie aktywności (samochody, odzież obuwie) lub kontynuację stabilizacji (meble, RTV, agd). Po stabilizacji w pierwszych miesiącach roku, dynamika sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw (odzwierciedlająca część popytu gospodarstw domowych najsilniej związanego z cyklem gospodarczym) odnotowała w ostatnich dwóch miesiącach znaczne wzrosty (4,5% w czerwcu i 7,7% w lipcu) i na wskaźniku tym powoli krystalizuje się trend wzrostowy. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej znacznie poprawiły się w ostatnich miesiącach a kolejne twarde dane potwierdzają lepszy optymizm konsumentów. Wydaje się, że konsumenci ograniczają wydatki w mniejszym stopniu niż dotychczas oczekiwano (widać to także po dynamice wpływów z VAT, która w lipcu uległa wyraźnemu odwróceniu oraz nieśmiały zapowiedziach z kręgów MinFin, że w drugiej połowie roku dochody mogą być wyższe od planu). Z tego względu niewykluczone, że dynamika spożycia indywidualnego osiągnęła dno już w II kwartale tego roku. Podsumowując, ryzyko w górę dla naszej prognozy 1% wzrostu w 2009 roku rośnie z uwagi na większą stabilność popytu konsumpcyjnego, korzystne dla inwestycji dane o produkcji budowlano-montażowej w lipcu oraz oczekiwane globalne ożywienie sfery podaży w II połowie roku. Diagnozę tę wspierają coraz lepsze nowe zamówienia w polskiej gospodarce: w lipcu spadły one o 13,9% r/r, po spadku o 28,2% w czerwcu 2009 roku (z uwagi na rozciągnięcie procesu realizacji zamówień w czasie wyższe zamówienia godzą ze sobą wyższy wzrost płac w przetwórstwie przemysłowym jako wyraz wyższej aktywności w przemyśle oraz relatywnie słabszy odczyt produkcji przemysłowej jako wyraz produkcji sprzedanej).

Produkcja przemysłowa

W lipcu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 4,6% r/r wobec 4,5% r/r spadku zanotowanego w maju. W ujęciu rocznym produkcja spadła w 23 z 34 sekcji. W ujęciu miesięcznym nastąpił natomiast wzrost w 11 sekcjach. Dane odsezonowane GUS wskazują na nieco mniejszy spadek produkcji na poziomie 5,3% r/r (wobec -5,6% przed miesiącem). Niższa niż oczekiwaliśmy dynamika produkcji to przede wszystkim efekt spadków produkcji samochodów (wygasa wpływ niemieckiej wersji programu Cash for clunkers), spadającej

produkcji w górnictwie i braku poprawy w sekcjach, w których popyt w dużym stopniu skorelowany jest z cyklem globalnym. Twarde dane nie wskazują jeszcze na znaczącą zmianę trendu produkcji przemysłowej. Dane te mocno kontrastują z ostatnimi odczytami wskaźników koniunktury, w tym PMI (głównie komponent produkcji sprzedanej), które sugerowały znaczną poprawę po stronie podaży gospodarki w lipcu. Jednocześnie nie przekreślamy tezy o poprawie/stabilizacji sytuacji po stronie podaży w kolejnych miesiącach. Poprawa ta miałaby być napędzana przez wychodzenie gospodarki niemieckiej z recesji i wzrost popytu na eksport zaopatrzeniowy i kapitałowy z Polski. Wyraźnie pozytywne sygnały pojawiły się dość nieoczekiwanie po stronie budownictwa (+10,7% r/r wobec 3,6% w ciągu ostatnich 7 miesięcy), zarówno mieszkaniowego jak i infrastrukturalnego (w tym wypadku duże znaczenie mogło mieć rozpoczęcie sezonu wakacyjnego, tradycyjnie związanego z remontami infrastruktury drogowej). Bez względu na przyczyny znacznego przyspieszenia, jest to bardzo pozytywny sygnał odnośnie inwestycji w III kwartale. Dynamika cen producentów w ujęciu rocznym spadła do 3,0% z 4,1% w poprzednim miesiącu. Ceny w ujęciu miesięcznym obniżyły się o 1,3%, w tym o 1,5% w sekcji przetwórstwo przemysłowe. Ceny producentów po wyłączeniu sekcji związanych z przetwórstwem nośników energii (koku i produktów rafinacji ropy naftowej) obniżyły się o 1,2% co z perspektywy najnowszych szeregów czasowych wydaje się spadkiem rekordowym. Ostatnie wzrosty cen producentów nie zdołały się utrzymać z uwagi na spadki cen surowców oraz umocnienie złotego (głównie w stosunku do USD). Wskaźniki koniunktury sugerują kontynuację deflacji w cenach przetwórstwa przemysłowego w ujęciu bazowym (po wyłączeniu przetwórstwa nośników energii). Odczyty headline będą jednak zaburzane przez dużą zmienność cen ropy naftowej i wciąż niespokojny rynek walutowy. Zwracamy jednak uwagę na rozbieżność cen konsumentów i producentów.

Płace i zatrudnienie

W lipcu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 3,9% r/r z 2,0% zanotowanych w czerwcu. Wynik ten jest pewnym zaskoczeniem, jako że znacznie odchyła się od obserwowanego w ostatnich miesiącach spadkowego trendu. Wydaje się jednak, że ten trend w dużym stopniu wynikał z braku wypłat premii i tzw. postojowego (część zakładów nie zwalniała pracowników, tylko wysyłała pracowników na obowiązkowe urlopy obniżając przy tym znacznie na ten okres płace). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w lipcu o -2,2% w ujęciu rocznym, zgodnie z konsensusem rynkowym. Dynamika zwolnień wydaje się jednak słabnąć: w ujęciu miesięcznym pracę utraciło (netto) 7tys. osób wobec 12tys. przed miesiącem i 16tys. w maju. Choć nie wykluczamy, że część osłabienia spadkowej dynamiki rynku pracy wynika z efektów sezonowych (zatrudnienie zwłaszcza w handlu i budownictwie) zachowanie całego agregatu zgodne jest z trendem obserwowanym na wskaźnikach koniunktury, a więc nosi znamiona bardziej trwałej tendencji. Do stabilizacji zatrudnienia przyczyniają się prawdopodobnie także programy rządowe. W kolejnych miesiącach spodziewamy się sygnałów dalszej stabilizacji zatrudnienia.

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetowy spadł w lipcu do poziomu 15,04 mld PLN z 16,94 mld PLN zanotowanych w czerwcu. Dochody budżetowe po lipcu osiągnęły poziom 160,03 mld PLN (52,8% pierwotnego planu). O ile w porównaniu z okresem styczeń-lipiec 2008 zanotowano 5,5 mld PLN spadek dochodów podatkowych budżetu tendencja spadkowa wydaje się wyhamowywać. W samym lipcu 2009 roku dochody podatkowe i niepodatkowe wyniosły 20,8 mld PLN, czyli nieco więcej niż w lipcu 2008. Poprawa ta to przede wszystkim wynik przyśpieszonej realizacji dochodów z UE. W samym lipcu zrealizowano 4,9 mld PLN ze środków unijnych. Od początku roku realizacja tych dochodów wyniosła 77% planowanej na cały rok wielkości. Pewną poprawę obserwujemy również w dochodach z tytułu VAT (9,5 mld PLN wobec 9,0 mld PLN zanotowanych w lipcu 2008) i PIT. Największy ubytek zanotowano w przychodach z CIT. Wydatki budżetu w okresie styczeń-lipiec wyniosły 175 mld PLN, czyli ponad 54% zaplanowanej (w ustawie budżetowej, nie w nowelizacji budżetu, wielkości). W odniesieniu do znowelizowanej wersji budżetu wydatki po lipcu wyniosły już ponad 58% planu. Wydatki zarówno w ujęciu skumulowanym, jak i w samym lipcu były znacznie wyższe niż te w analogicznych okresach roku poprzedniego. Wydaje się, że w odróżnieniu do poprzednich lat Ministerstwa nie czekają z realizacją wydatków do końca roku (być może w obawie przed kolejnymi ich cięciami nałożonymi przez Premiera).

Inflacja

W lipcu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,6% z 3,5% zanotowanych w czerwcu. Tym samym inflacja ponownie znalazła się poza przedziałem celu NBP. Uderzający jest systematyczny wzrost cen (w ujęciu miesięcznym) w kategoriach „bazowych” koszyka inflacyjnego. W czerwcu zanotowano dalsze wzrosty w kategorii mieszkanie, w tym użytkowanie mieszkania (0,3% m/m). Lipiec był również kolejnym miesiącem z silnym wzrostem cen w kategorii restauracje i hotele (0,4%), o 0,4% kolejny miesiąc z rzędu wzrosły ceny w kategorii rekreacja i kultura. Inflację bazową podwyższył również wzrost cen wyrobów tytoniowych (7% m/m). Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej liczony po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł w lipcu do poziomu 2,9-3,0% r/r wobec 2,7% zanotowanych w

czerwcu. Szacujemy wstępnie, że inflacja CPI w sierpniu może ukształtować się na podobnym lub wyższym niż w lipcu poziomie. Oczekujemy, że wskaźnik inflacji bazowej w kolejnych miesiącach będzie się obniżał bardzo wolno, zbyt wolno, aby uznać politykę dezinflacji za sukces. Silne efekty bazowe z I kw. 2009 roku mogą co prawda przyczynić się do obniżenia rocznego wskaźnika inflacji do poziomu około 1,5% r/r na początku 2010 roku, jednak duża inercja oczekiwań inflacyjnych oraz ożywienie gospodarcze mogą dość szybko skutkować ponownym wzrostem inflacji – perspektywy średniookresowe dla inflacji oceniamy tym samym coraz bardziej pesymistycznie.

Rachunek obrotów bieżących

W czerwcu odnotowano kolejną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, tym razem w wysokości 459 mln EUR wobec 284 mln EUR przed miesiącem. Tym samym w pierwszej połowie roku rachunek bieżący odnotował dodatnie saldo w wysokości 1153 mln EUR. Na czerwcową nadwyżkę złożyły się: niewielkie ujemne saldo obrotów towarowych na poziomie -26 mln EUR (wobec niewielkiej nadwyżki rzędu 5 mln EUR w poprzednim miesiącu), dodatnie saldo transferów bieżących (589 mln EUR), usług (363 mln EUR – głównie dodatnie saldo usług transportowych) oraz ujemne saldo dochodów (-467 mln EUR). Oczekujemy przede wszystkim dalszej poprawy dynamik eksportu; tej tendencji w najbliższych miesiącach sprzyjać będzie obserwowane ożywienie w gospodarce niemieckiej (w odróżnieniu od pierwszej połowy 2009 roku, gdzie zadziały mechanizmy konkurencyjności cenowej polskiego eksportu, druga połowa będzie naznaczona przez wyższe dynamiki handlu wewnątrzkorporacyjnego, podążającego za cyklem w gospodarkach europejskich). W II kwartale eksport netto liczony według danych NBP (wykazujący się praktycznie identycznym przebiegiem jak saldo handlowe GUS z rachunków narodowych) odnotował nadwyżkę w wysokości ponad 3 mld PLN. Z tego względu pozytywna kontrybucja eksportu netto do PKB może okazać się jeszcze wyższa niż w I kwartale – szacujemy ją na poziomie około 3-4pp.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	15,13	2009-08-06
ACTION	Trzymaj	12,30	2009-07-03
AGORA	Akumuluj	24,10	2009-09-04
ASBIS	Kupuj	3,45	2009-08-14
ASSECO POLAND	Kupuj	72,60	2009-09-02
BUDIMEX	Akumuluj	74,00	2009-08-14
BZWBK	Kupuj	152,10	2009-08-24
CEZ	Redukuj	140,60	2009-08-18
CIECH	Trzymaj	31,80	2009-08-05
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona		2009-09-04
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	170,80	2009-08-14
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	2009-09-04
ERBUD	Trzymaj	49,30	2009-09-04
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Redukuj	59,50	2009-08-24
ING BSK	Akumuluj	663,60	2009-08-24
J.W. CONSTRUCTION	Zawieszona		2009-09-04
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Redukuj	73,00	2009-08-14
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	2009-05-29
KREDYT BANK	Kupuj	11,76	2009-08-24
LOTOS	Akumuluj	26,40	2009-09-04
LW BOGDANKA	Trzymaj	68,00	2009-09-03
MILLENNIUM	Trzymaj	5,30	2009-08-24
MONDI	Trzymaj	56,00	2009-09-03
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	79,40	2009-08-14
NETIA	Trzymaj	4,10	2009-08-06
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Trzymaj	224,40	2009-08-14
PEKAO	Akumuluj	154,40	2009-08-24
PGNiG	Trzymaj	3,67	2009-09-03
PKN ORLEN	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Trzymaj	35,60	2009-08-24
POLICE	Trzymaj	5,90	2009-09-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,40	2009-09-04
POLNORD	Zawieszona		2009-09-04
RAFAKO	Kupuj	11,60	2009-09-04
SYGNITY	Zawieszona		2009-08-21
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Kupuj	19,40	2009-07-31
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,80	2009-08-14
TVN	Akumuluj	16,00	2009-09-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	58,80	2009-09-04
UNIBEP	Akumuluj	6,10	2009-09-04
WSiP	Trzymaj	17,20	2009-09-03
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	Kupuj	15,13	2009-08-06
AGORA	Trzymaj	Kupuj	24,10	2009-08-25
ASBIS	Kupuj	Kupuj	3,45	2009-08-14
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	72,60	2009-09-02
BUDIMEX	Akumuluj	Trzymaj	74,00	2009-08-14
BZWBK	Kupuj	Redukuj	152,10	2009-08-24
CEZ	Redukuj		140,60	2009-08-18
CIECH	Trzymaj	Akumuluj	31,80	2009-08-05
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Trzymaj	170,80	2009-08-14
ERBUD	Akumuluj	Zawieszona	49,30	2009-08-14
HANDLOWY	Redukuj	Sprzedaj	59,50	2009-08-24
ING BSK	Akumuluj	Sprzedaj	663,60	2009-08-24
KGHM	Redukuj	Redukuj	73,00	2009-08-14
KREDYT BANK	Kupuj	Sprzedaj	11,76	2009-08-24
LW BOGDANKA	Trzymaj	Trzymaj	68,00	2009-09-03
MILLENNIUM	Trzymaj	Sprzedaj	5,30	2009-08-24
MONDI	Trzymaj	Akumuluj	56,00	2009-09-03
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Akumuluj	79,40	2009-08-14
NETIA	Trzymaj	Trzymaj	4,10	2009-08-06
PBG	Trzymaj	Redukuj	224,40	2009-08-14
PEKAO	Akumuluj	Trzymaj	154,40	2009-08-24
PGNiG	Trzymaj	Sprzedaj	3,67	2009-09-03
PKO BP	Trzymaj	Trzymaj	35,60	2009-08-24
POLICE	Redukuj	Sprzedaj	5,90	2009-08-28
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Akumuluj	4,40	2009-08-14
RAFAKO	Akumuluj	Zawieszona	11,60	2009-08-14
SYGNITY	Zawieszona	Kupuj		2009-08-21
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	Kupuj	4,80	2009-08-14
TVN	Trzymaj	Trzymaj	16,00	2009-08-25
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Zawieszona	58,80	2009-08-14
UNIBEP	Trzymaj	Trzymaj	6,10	2009-08-14
WSiP	Trzymaj	Kupuj	17,20	2009-09-03

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Akumuluj	Trzymaj	24,10	2009-09-04
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona	Sprzedaj	24,10	2009-09-04
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	Kupuj	70,30	2009-09-04
ERBUD	Trzymaj	Akumuluj	49,30	2009-09-04
J.W. CONSTRUCTION	Zawieszona	Redukuj	9,70	2009-09-04
LOTOS	Akumuluj	Kupuj	26,40	2009-09-04
POLICE	Trzymaj	Redukuj	5,90	2009-09-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Kupuj	4,40	2009-09-04
POLNORD	Zawieszona	Akumuluj	35,20	2009-09-04
RAFAKO	Kupuj	Akumuluj	11,60	2009-09-04
TVN	Akumuluj	Trzymaj	16,00	2009-09-04
ULMA CONSTRUCCION PL	Trzymaj	Akumuluj	58,80	2009-09-04
UNIBEP	Akumuluj	Trzymaj	6,10	2009-09-04

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	2	20	9	10	0	0	8	5	1
procent	0,0%	4,9%	48,8%	22,0%	24,4%	0,0%	0,0%	57,1%	35,7%	7,1%

Sektor finansowy

Pengab rośnie 4 pkt. m/m do 22,9 pkt.

W sierpniu wskaźnik koniunktury w bankowości wzrósł o 4 pkt. m/m do 22,9 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w sierpniu 16,0 pkt i był wyższy o 1,2 pkt wobec lipca, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 6,8 pkt do 29,8 pkt. Odnotowano nieznaczny wzrost zainteresowania depozytami złotowymi, przy jednoczesnym hamowaniu spadku zainteresowania depozytami dewizowymi. Oczekuje się ponadto poprawy na rynku depozytów złotych oraz depozytów terminowych walutowych. Jednocześnie obserwowany jest spadek aktywności na rynku kredytów złotych, konsumenckich, mieszkaniowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw do wartości 1 mln EUR. Oczekuje się wzrostu zainteresowania kredytami mieszkaniowymi, kredytami dla przedsiębiorstw i kredytami dewizowymi. Mamy trzeci miesiąc z rzędu wzrastający wskaźnik koniunktury w sektorze. Mamy obecnie dość niską bazę odniesienia, jednak naszym zdaniem wzrost we wrześniu może oznaczać zmianę trendu Pengab w dłuższym terminie. Jednocześnie wynik 22,9 pkt. znajduje się o 14 pkt. poniżej odczytu z lipca 2008, ale już 11,5 pkt. powyżej minimum odnotowanym w marcu tego roku i o ponad 7 pkt. w relacji do odczytu z października 2008. Powoli mamy stabilizację na niskich poziomach.

KNF: Uchwała kapitałowa — możliwość podniesienia funduszy podstawowych

KNF planuje zatwierdzenie uchwały umożliwiającej bankom podniesienie funduszy podstawowych poprzez zasilenie ich obligacjami zamiennymi czy też obligacjami długoterminowymi (10 – 30 lat). UKNF podał, że instrumenty te mogą być emitowane także w EUR, USD oraz CHF. KNF podkreślił jednocześnie w komunikacie, że obecna sytuacja kapitałowa banków w Polsce nie stwarza bezpośrednich zagrożeń dla funkcjonowania systemu finansowego. Pozytywna informacja dla banków. Obawy o poziom kapitałów w polskich bankach okazały się nieuzasadnione. Bariera dla rozwoju sumy bilansowej w bankach w coraz większym stopniu przesunęła się w stronę źródeł finansowania, a nie poziomu kapitałów w bankach.

Płynność wraca na rynek międzybankowy

Coraz częściej instytucje pożyczają sobie pieniądze na trzy miesiące, zdarzają się nawet transakcje do roku. Płynne banki coraz chętniej decydują się na pożyczanie pieniędzy innym bankom. Dealerzy wskazują, że najbardziej płynny segment rynku to pożyczki na trzy miesiące, choć takich transakcji nie jest dużo. Jako główną przyczynę wskazuje się obniżenie poziomu rezerwy obowiązkowej. Nie oznacza to jednak, że banki przestaną zabiegać o depozyty klientów. Przy obrotach na pożyczkach jednodniowych obroty są już porównywalne do tych sprzed „kryzysu” (w lipcu wynosiły średnio 5 mld PLN dziennie). Przy dłuższych transakcjach obroty szacowane są na około 2 mld PLN dziennie, czyli są na pewno dwa razy niższe niż przed rokiem. Zdaniem dealerów poprawa nastąpi dopiero w momencie, gdy banki podniosą limity obowiązujące na rynku międzybankowym. Pozytywna informacja. Jednak powrót do poprzednich poziomów będzie procesem. Polskie banki często mają nakładane limity wynikające z polityki międzynarodowych grup finansowych do których należą. Zatem poprawa za granicą będzie sygnałem dla ożywienia na naszym rynku międzybankowym.

Kryteria udzielania kredytów w 2H09 – ankieta NBP

Z ankiet rozsyłanych przez NBP do banków wynika, że w 2Q09 kryteria udzielania kredytów były zaostrzane. Według ankiety NBP przeprowadzonej wśród przewodniczących komitetów kredytowych bankowców spodziewają się zaostrzenia polityki kredytowej w III kwartale we wszystkich segmentach kredytów (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) przy jednoczesnym wzroście popytu na pieniądź bankowy. Będzie miało to wpływ na niski wzrost portfela kredytów w sektorze

Podaż pieniądza M3

W lipcu M3 wzrosło o 11,7% R/R. Depozyty ogółem zwiększyły się o 12,8% R/R, po wzroście w czerwcu o 15,9% R/R. Depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 22% R/R, po wzroście o 25% R/R na koniec czerwca. Depozyty przedsiębiorstw wzrosły o 3% R/R, po wzroście o 7% R/R na koniec czerwca. W dalszym ciągu ujemne dynamiki roczne notują depozyty FUS (-30% R/R). Analizując dane za lipiec w relacji do czerwca depozyty ogółem spadły o 5,5 mld PLN. Z niemonetarnych instytucji finansowych odpłynęło 2,8 mld PLN w ciągu miesiąca, z przedsiębiorstw odpłynęły 3 mld PLN. Po raz pierwszy od długiego czasu nie zmienił się portfel depozytów gospodarstw domowych. W naszej opinii odpowiedzialne za to jest umocnienie złotówki w lipcu, odpływ środków na rynki kapitałowe oraz fundusz płac. W relacji do początku 2009 roku portfel depozytów ogółem zwiększył się o 3,5%, przy wzroście depozytów gospodarstw domowych o 10% YTD, spadku portfela depozytów przedsiębiorstw -3% YTD, spadku środków niemonetarnych instytucji finansowych o 11% YTD i wzrostu środków samorządów o 18% YTD. Kredyty ogółem wzrosły o 23% R/R, po wzroście o 27% na koniec czerwca 2009. W relacji do czerwca portfel kredytów spadł o 12,7 mld PLN, co przypisujemy

efektowi rewaluacji portfeli walutowych na skutek umocnienia PLN (o 7,5% względem CHF i o 6,7% względem EUR). Portfel kredytów dla gospodarstw domowych wzrósł o 32% R/R, po wzroście o 36% R/R w czerwcu. W lipcu portfel kredytów dla gospodarstw domowych spadł o ponad 7 mld PLN. Szacując na podstawie danych na temat portfela kredytów GD za czerwiec efekt rewaluacji portfela walutowego po umocnieniu się PLN względem CHF o 7,5% w lipcu sięgał prawie 11 mld PLN (w całym segmencie prawie 12 mld PLN). Zatem banki dalej udzielają kredytów i są beneficjentem umacniającej się złotówki. Kredyty przedsiębiorstw wzrosły o 11% R/R, po wzroście o 15% R/R w czerwcu. W relacji do końca czerwca obniżyły się o prawie 5 mld PLN. Szacowany przez nas efekt rewaluacji portfela kredytów walutowych dla przedsiębiorstw sięgał niespełna 4 mld PLN, zatem dalej widać ograniczanie portfela kredytów dla przedsiębiorstw. W relacji YTD portfel kredytów ogółem wzrósł o 3,4%, przy kredytach dla gospodarstw domowych rosnących o 6% YTD, przedsiębiorstw -0,8%, portfel pozostałych kredytów wzrósł o niespełna 5% YTD (motorem był wzrost zadłużenia instytucji samorządowych). Relacja kredyty/depozyty wynosiła 114% (115% w czerwcu). Realizują się nasze założenia w zakresie wolumenów. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów o 4,5% na koniec 2009 roku (zakładamy kurs CHF/PLN na poziomie 2,61), przy wzroście portfela depozytów o 5,8% R/R (motorem wzrostu będą gospodarstwa domowe). Uważamy, że nie należy oczekiwać znacznego wzrostu podaży kredytów w kolejnych miesiącach, a jednocześnie coraz większa presja będzie wywierana na portfel depozytów.

Krótkoterminowe lokaty coraz mniej oprocentowane

Według Expandera średni oprocentowanie lokat 12 – miesięcznych sięga 4,73%, podczas gdy te trzymiesięczne dają 4,32%. Relacja między oprocentowaniem tych produktów wyraźnie zmieniła się. Stabilizacja w sektorze, choć przy wyższych niż w przeszłości cenach lokat terminowych na tle stóp procentowych. Są one jednak znacznie niższe niż jeszcze kilka miesięcy temu. Będzie to wpływało na obniżenie marż odsetkowych w bankach względem tych oferowanych w przeszłości, jednak jednocześnie powinny one ulec poprawie względem tych z okresu 4Q08- 2Q09.

W tym roku banki mogą rozwiązać część rezerw? – Stopczyński z KNF

Komisja Nadzoru Finansowego ocenia, że rezerwy w bankach były zawiązywane przy dość konserwatywnym spojrzeniu na ocenę ryzyka więc niewykluczone, że przy poprawie sytuacji makro część tych rezerw będzie rozwiązana. Niewykluczone, że stanie się to jeszcze w 2009 roku – uważa Stopczyński. Zawsze część rezerw zawiązywanych w okresie spowolnienia jest rozwiązywana. Naszym zdaniem banki nie będą tak optymistycznie podchodzić do rezerw już w tym roku w obawie przed wydarzeniami w przyszłym roku.

BIK udostępnił w VII '09 1,48 mln raportów; wzrost o 6,8 proc. r/r (+6,8% r/r)

W pierwszej połowie 2009 roku udostępniono 8,46 mln takich raportów (+15,2% r/r). W samym I kwartale 2009 roku było 4,16 mln raportów (+21,1% r/r), a w II kwartale 4,3 mln raportów (+10% r/r). Dane wskazują na spowolnienie w relacji do 1H09. Jednak może to wynikać z faktu, że lipiec jest miesiącem wakacyjnym. Dane są w ograniczonym stopniu miarodajne, gdyż klienci obecnie składają wnioski do kilku banków, a same banki często sprawdzają swoich kredytobiorców.

Portfel kredytów na nieruchomości

W lipcu portfel kredytów na nieruchomości dla gospodarstw domowych spadł do poziomu 207 mld PLN z 215 mld PLN w czerwcu. Portfel kredytów złotówkowych wzrósł z 69,4 mld PLN do 71,2 mld PLN (o 1,9 mld PLN, w czerwcu wzrost o 1,6 mld PLN). Wpływ na spadek portfela miało umocnienie złotówki (o 7,5% w ciągu miesiąca). Szacujemy efekt rewaluacji portfela walutowego na prawie 11 mld PLN. Oznacza to, że w stałym kursie walutowym, portfel kredytów na nieruchomości ogółem zwiększył się o około 2,5 mld PLN, co daje naszym zdaniem sprzedaż w okolicach 3,5 mld PLN. Jest to zgodne z danymi opublikowanymi ostatnio przez ZBP, który podał, że w okresie styczeń – lipiec sprzedano 20,2 mld PLN kredytów tego rodzaju. Podtrzymujemy nasz scenariusz sprzedaży 30 – 35 mld PLN kredytów hipotecznych w 2009 roku. In plus postrzegamy spadek znaczenia portfela kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

ZBP - w lipcu banki sprzedały 16 tys. kredytów mieszkaniowych za 3,3 mld PLN

Michał Wydra, sekretarz Komitetu ds Finansowania Nieruchomości ZBP podał, że według wstępnych danych od stycznia do końca lipca banki sprzedały łącznie blisko 100 tys. takich kredytów za około 20,2 mld PLN. Dane wskazują na stabilizację na rynku kredytów hipotecznych. Średnia wartość miesięcznej sprzedaży od początku roku sięga 2,9 mld PLN, zaniżana przez słabe pierwsze miesiące roku. Jednak od kilku miesięcy sprzedaż stabilizuje się na poziomach około 3 mld PLN. Uważamy, że w tym roku sprzedanych zostanie 30 – 35 mld PLN kredytów hipotecznych. W związku z poprawą sytuacji podnieśliśmy nasze założenia z poziomu 25 – 30 mld PLN oczekiwanych wcześniej. Dalej jednak wskazuje to na duży spadek nowej produkcji R/R. W 2008 roku udzielono prawie 60 mld PLN kredytów hipotecznych.

W sierpniu udzielono 519 mln PLN kredytów mieszkaniowych z dopłatą

W sierpniu z programu skorzystało 2.929 osób. Z kolei w lipcu, w ramach tego programu udzielono kredytów za 605,4 mln PLN. Od początku roku, w ramach "Rodziny na swoim", udzielono blisko 19 tys. kredytów za ponad 3,2 mld PLN. Kredyt w ramach programu "Rodzina na swoim" jest dostępny w czternastu bankach. Sierpień ze względu na okres wakacyjny może charakteryzować się niższym wolumenem sprzedaży. Oczekujemy jednocześnie, że w całym 2009 roku, w sektorze sprzedanych zostanie 30 – 35 mld PLN kredytów hipotecznych. W 1H09 banki udzieliły 16,8 mld PLN kredytów hipotecznych, w lipcu 3,3 mld PLN. Uważamy zatem, że druga połowa roku nie przyniesie istotnego wzrostu sprzedaży kredytów (sprzedaż na poziomie 14 – 19 mld PLN).

Banki skłonne udzielać więcej kredytów hipotecznych, ale droższych

Według Expandera średnie oprocentowanie nowych kredytów w PLN wynosi obecnie 7,27%. Mediana dla marży ustabilizowała się w ostatnich pięciu miesiącach na poziomie 2,8% (dla kredytu na 300 tys. PLN, 30 lat i przy 25% wkładu własnego). Banki nie są jednak skłonne obniżać cen kredytów. Mediana dla wymaganego LTV w sierpniu wynosiła jednocześnie po 100% dla kredytów w PLN i CHF (po wzroście z 95% w lipcu), a dla EUR 95%. Jednocześnie banki zaostrzyły politykę wyliczania zdolności kredytowej. W sierpniu 4 - osobowa rodzina o dochodowych netto 3,5 tys. PLN mogła dostać 195 tys. PLN, podczas gdy w lipcu 201 tys. PLN. Lekko pozytywne informacje dla sektora. Naszym zdaniem ożywienie w tym segmencie może jednak nastąpić dopiero w przyszłym roku.

Należności nieregularne w sektorze

W lipcu portfel należności nieregularnych zwiększył się o 820 mln PLN. Jest to najniższy przyrost miesięczny od początku roku (średni miesięczny przyrost w 1H09 o 2,24 mld PLN). Portfel należności nieregularnych gospodarstw domowych wzrósł o 1 mld PLN, podczas gdy przedsiębiorstw obniżył się o 200 mln PLN. Wskaźnik należności nieregularnych do należności ogółem wzrósł do poziomu 6,6% z 6,3% w czerwcu, przy czym wskaźnik dla gospodarstw domowych wzrósł do 4,5% (4,2% w czerwcu), a dla przedsiębiorstw do 10,2% (10,1% w czerwcu). Można postrzegać te dane lekko pozytywnie. Z pewnością wpływ na nie miało również umocnienie złotówki. In plus postrzegamy brak nowych należności nieregularnych w przedsiębiorstwach, choć naszym zdaniem nie oznacza to obniżenia kosztów ryzyka w 3Q09, ze względu na niepełną porównywalność danych między PSR i MSR. Wzrost wskaźników wynika z rewaluacji portfeli kredytów brutto po umocnieniu złotówki. Tempo przyrostu należności nieregularnych dalej rośnie (wzrost o 72% R/R, po 69% R/R w czerwcu), ale wynika to z niskiej bazy odniesienia. Szczytu na tempie przyrostu NPL oczekujemy na przełomie 3Q09 i 4Q09.

KNF: Udział kredytów zagrożonych będzie rósł

Krzysztof Broda z KNF szacuje, że udział należności zagrożonych, czyli takich, które mogą zostać niespłacone, w segmencie kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorstw może wzrosnąć do końca roku nawet do 14%. Wariant optymistyczny zakłada wzrost złych należności w tych kategoriach do 12% z 10% obecnie. Wg ostatnich danych NBP, na koniec lipca wskaźnik kredyty zagrożone/ kredyty brutto wynosił 6,6% w całym sektorze, z czego w przedsiębiorstwach było to 10,2%, a w segmencie detalicznym 4,5%. W segmencie detalicznym istotnym czynnikiem „rozwadniającym” poziom wskaźnika są kredyty hipoteczne. Zakładamy, że wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem wzrośnie do poziomu 7,8% na koniec 2009 roku, a w przedsiębiorstwach wyniesie prawie 14%.

Kredyty ratalne coraz gorzej spłacane

Już ponad 12% kredytów ratalnych ma opóźnienia przekraczające 60 dni – wynika z najnowszego raportu przygotowanego przez Infomonitor Biuro Informacji Gospodarczej. W ciągu dziewięciu miesięcy ten odsetek wzrósł o 3 pp. Podobnie jest z kredytami gotówkowymi, w tej grupie już 11,5% ma opóźnienia w spłacie, przekraczające dwa miesiące. Autorzy raportu uważają, że biorąc pod uwagę, iż nie wszystkie instytucje podają na bieżąco informacje na ten temat, faktyczny odsetek kredytów niespłacanych regularnie może być o 4 pp. wyższy. Z 1,6 mln rachunków kredytów ratalnych i gotówkowych z opóźnieniami w spłacie większość – ponad milion – to rachunki, na których opóźnienia wynoszą blisko 180 dni. Łączna kwota zaległości z tytułu kredytów ratalnych i gotówkowych to obecnie 7,5 mld PLN z czego 6,8 mld PLN ma opóźnienia powyżej 180 dni. Dane omówione w raporcie zostały już uwzględnione w wynikach banków (odpisy na rezerwy). Spodziewamy się utrzymującego się wysokiego ryzyka w kredytach konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach. Jednak nawet jak wskazują dane biura w ciągu trzech kwartałów odsetek wzrósł o 3pp., więc przyjmując nawet, że 100% kredytów zostanie objętych rezerwą (w rzeczywistości banki są w stanie odzyskać niewielką ich część), annualizowany koszt ryzyka wynosi 4% w skali roku). Banki giełdowe tworzą rezerwy na tego rodzaju kredyty od jakiegoś czasu.

KNF i BIK będą analizować jakość portfeli kredytowych banków

Efektom współpracy obu instytucji ma być ocena ryzyka kredytowego oraz jego prognozowanie.

Nadzór jest szczególnie zainteresowany zjawiskiem nadmiernego zadłużenia klientów indywidualnych (w maju wysłano w tej sprawie pismo do banków). Otrzymany obraz rynku będzie oparty m.in. na bazie BIK, w której znajduje się ponad 64 mln rachunków kredytowych należących do 23 mln osób i gdzie można wyróżnić i wykonać analizy pod kątem różnego rodzaju kredytów (m.in. samochodowych czy mieszkaniowych). Prognozujemy, że na koniec tego roku wskaźnik niespłaconych kredytów będzie wynosił 7,8%, a na koniec 2010 roku wzrośnie do 10%. Pozytywnie oceniamy plany nadzorca w zakresie analizy ryzyka kredytowego. Będzie to stanowiło dobry wskaźnik dla prognoz rynkowych.

Stabilizacja w leasingu

Do końca lipca firmy leasingowe udzieliły finansowania na kwotę 13 mld PLN (rok temu było to 19 mld PLN). W ostatnich miesiącach nastąpiła stabilizacja. Miesięcznie udziela się 1,5 mld PLN i więcej finansowania. Przedstawiciele branży mówią, że sytuacja powoli się poprawia. Ich zdaniem nie pogarsza się też już jakości portfela leasingowego. W tym prognozy mówią o spadku wartości wolumenu o około 30%, do ponad 23 mld PLN. W kolejnym roku nie oczekujemy spadku wartości udzielanego finansowania. Symptomy osłabienia w leasingu były widoczne od czwartego kwartału ubiegłego roku, podobnie jak osłabienie w zakresie kredytowania przedsiębiorstw.

Fortis Bank Polska – największa strata w sektorze

Fortis Bank miał w I półroczu 231,9 mln PLN straty netto wobec 122,9 mln PLN zysku rok wcześniej. Przychody banku spadły o 54% R/R do 165,1 mln PLN. Fortis Bank Polska oczekuje spadku rezerw w 3Q09, w relacji do 242 mln PLN odpisów odnotowanych w 2Q09 (w całym półroczu odpisał 255,7 mln PLN). 80% odpisów dotyczyło kredytów dla firm i korporacji. Na poziom strat wpłynęła także korekta wartości godziwej z tytułu ryzyka kredytowego transakcji opcyjnych zawartych z klientami grupy (-60,8 mln PLN) oraz negatywna wycena do wartości godziwej opcji zakupionych przez bank (-72,6 mln PLN). Te pozycje obciążyły przychody banku. Wynik z odsetek spadł w 1H09 do 179,1 mln PLN (-2% /R/R). Wynik z prowizji zmniejszył się o 39% w skali roku do 60,4 mln PLN w wyniku mniejszej liczby transakcji kupna i sprzedaży instrumentów pochodnych i słabszą akcją kredytową.

BOŚ ze stratą w 2Q09

BOŚ miał 1,96 mln PLN zysku netto w 1H09 (spadek o 94,4% R/R). W samym 2Q09 miał 4,9 mln PLN straty. Wynik odsetkowy grupy w 1H09 wyniósł 118,98 mln PLN (112,16 mln PLN rok wcześniej), natomiast wynik z opłat i prowizji był na poziomie 45,46 mln PLN (42,94 mln PLN rok temu). W ujęciu jednostkowym, w 1H09 roku bank miał 4,69 mln PLN straty netto w 1H09 i 9,4 mln PLN straty netto w samym 2Q09. Negatywny wpływ na wyniki BOŚ miały odpisy na ryzyko kredytowe oraz na niespłacone pożyczki dla ukraińskich i islandzkich banków. Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów i pożyczek wyniosły w drugim kwartale prawie 20 mln PLN, a w pierwszym półroczu blisko 43 mln PLN. Słabość wyników nie wynika jedynie z wysokich odpisów na ryzyko kredytowe, ale również z rosnących wydatków (+21% R/R). Inne banki, aby przygotować się do spowolnienia bardzo szybko podjęły się optymalizacji kosztów. CIR w BOŚ w 1H09 sięgnął 79%, z czego w samym 2Q09 aż 87%.

Zysk netto Banku BGŻ wyniósł 21,7 mln PLN w 1H09

Bank BGŻ miał 21,7 mln PLN zysku netto w 1H09. Wpływ na wynik banku miały utworzone rezerwy, odpisy aktualizacyjne oraz wydatki związane z rozwojem sieci. Zysk brutto banku po sześciu miesiącach wyniósł 28,2 mln PLN. Po 1Q09 bank miał 1,3 mln PLN zysku netto. Prezes powiedział, że zysk 1H09 znacząco odbiega od założeń banku i mimo poprawy wyniku przewidywanego, wojna depozytowa znacznie obniżyła wynik odsetkowy. Wynik z tytułu prowizji i opłat wyniósł 116,3 mln PLN (110,3 mln PLN rok wcześniej, +5% R/R), a wynik odsetkowy sięgnął 206,1 mln PLN (317,9 mln PLN rok wcześniej). Łącznie wynik na działalności bankowej spadł o 5% w skali roku do 464,4 mln PLN. Wskaźnik nieregularnych kredytów wyniósł 5% na koniec półroczu. Fundusze własne banku wynosiły 2,2 mld PLN, a współczynnik wypłacalności 11,4% na koniec czerwca. W związku z rozbudową sieci (od stycznia do czerwca bank otworzył 38 nowych placówek) koszty działania wzrosły o 2% do 337,7 mln PLN. Wszystkie banki wykazują spadki wyników R/R. Poprawy kwartalnych wyników można oczekiwać najwcześniej w 4Q09 (efekt niskiej bazy). Dalej jednak przychody banków będą znajdowały się pod presją na skutek mniejszych wolumenów i niższych marż.

Zysk netto Raiffeisen Bank Polska spadł o 67,2% r/r do 51,8 mln PLN w 1H09

Raiffeisen Bank Polska wypracował 51,8 mln PLN zysku netto w 1H09 (-67,2% R/R). Głównym powodem pogorszenia wyniku była konieczność zawiązania rezerw na utratę wartości aktywów. Wartość rezerw wyniosła w 122,7 mln PLN i była niemal na tym samym poziomie, co wartość rezerw utworzonych w 2H08. Obciążenie dla wyniku, choć na coraz mniejszą skalę, stanowi także wysoki koszt finansowania. Bankowi udało się jednak obniżyć koszty działania o 5,7% w skali roku. Wartość depozytów wyniosła 16,28 mld PLN na koniec czerwca (+12,7% R/R), a kredyty wzrosły do 16,48 mld PLN (+13,2% R/R). Fundusze własne osiągnęły poziom 2,35 mld PLN, a suma bilansowa banku wzrosła o 19,6% do 22,69 mld PLN. Współczynnik

wypłacalności wyniósł 13,28% na koniec czerwca. Bank skupiony na obsłudze klientów korporacyjnych w dodatku aktywny na rynku derywatów dla klientów. Wyniki zgodne z trendami obserwanymi na rynku.

KNF – zaleca wstrzymanie się od wypłat dywidendy również w przyszłym roku

S. Kluza, szef KNF, opowiada się za zatrzymaniem zysku za 2009 rok przez banki i niewypłacanie dywidendy z tegorocznych zysków. Pozwoli to im w przyszłości, po zmianie fazy cyklu koniunkturalnego, bezpiecznie rozwijać się i uczestniczyć w rynku przejęć. Współczynnik wypłacalności na koniec czerwca 2009 roku wynosił 12,5%, podczas gdy pod koniec 1Q09 11,2%. Przewodniczący poinformował, że nie spodziewa się, by na koniec 2009 roku któryś z banków miał problem z osiągnięciem ustawowego poziomu 8%. Według Kluzy w 2010 roku i w 2011 roku może dojść do przejęć i konsolidacji, które będą miały wpływ na kształt krajowego sektora bankowego. Jednocześnie wskazuje, że program naprawczy w kilku bankach zwiększyłby ich efektywność. Naszym zdaniem na giełdzie są banki, które powinny powrócić w przyszłym roku do wypłaty dywidendy. Mamy tu na myśli przede wszystkim Bank Handlowy, którego współczynnik wypłacalności sięga 13,5% (Tier I). Wzrost współczynnika w 2Q09 w relacji do 1Q09 wynika z kilku czynników: zaksięgowania zysków za ubiegły rok (po decyzjach WZA), umocnienia złotówki oraz optymalizacji aktywów ważonych ryzykiem w bankach (ostrożna polityka kredytowa, mniejsza skala pozycji pozabilansowych – spadek derywatów klientowskich, itd.). Uważamy, że proces ograniczania aktywów ważonych ryzykiem będzie trwał do końca roku, a w przyszłym nie należy oczekiwać ich dynamicznego wzrostu. Nie wiemy jakie banki KNF miał na myśli. Uważamy, że w przypadku żadnego z banków giełdowych nie ma takiej konieczności.

BGK ruszył z dopłatami do kredytów dla bezrobotnych

W sierpniu BGK przyznał pierwszą pomoc w ramach ustawy o pomocy państwa w spłacie niektórych kredytów mieszkaniowych dla osób tracących pracę. Otrzymał go mieszkaniec woj. lubuskiego. BGK powiedział, że wszystkie formalności załatwiono w ciągu ośmiu dni roboczych. Z dofinansowania mogą skorzystać osoby, które utraciły pracę po 1.07.08 i spłacają kredyt mieszkaniowy. Maksymalna kwota pomocy to 1,2 tys. PLN miesięcznie pobierane przez rok. Nieoprocentowaną pożyczkę można spłacać przez osiem lat po upływie dwuletniego okresu karencji. Wnioski mogą być składane do 31.12.09. Naszym zdaniem niewiele osób skorzysta z takiej pomocy. Wskazuje na to fakt, że jak do tej pory dotyczy to jednej osoby. Pozytywnie oceniamy zarówno fakt, że system działa, ale również to, że nie ma dużego zainteresowania ofertą. Może to wskazywać na lepszą kondycję finansową klientów banku.

NBP chce wesprzeć banki spółdzielcze

NBP może pomóc bankom spółdzielczym kupując od nich obligacje, które są uwzględniane przy wyliczaniu funduszy własnych (wyższe fundusze dają możliwość zwiększenia akcji kredytowej) lub udzielając pożyczek podporządkowanych (też są uwzględniane w funduszach). W podobny sposób spółdzielców może wesprzeć państwowy Bank Gospodarstwa Krajowego. Konkretnie rozwiązania mają zostać przedstawione w ciągu 30 dni. Nie powiedziano jak szybko to mogłoby nastąpić. NBP chce znaleźć remedium na spadającą akcję kredytową wśród banków komercyjnych. Te również zaczną udzielać większej ilości kredytów, gdy spadnie wycena ryzyka kredytowego i trwale poprawi się sytuacja na rynku depozytów. Na razie na rynku banki utrzymują dodatkowy bufor płynności.

BPH - Wyniki 2Q09

Bank miał stratę netto na poziomie 52 mln PLN w 2Q09. Wpływ na stratę wyższą niż w 1Q09 (wówczas 34 mln PLN), miał spadek przychodów w banku o 9% na skutek obniżenia się wyniku handlowego o 42 mln PLN, konieczność tworzenia kolejnych rezerw na zwolnienia (30 mln PLN, vs. 32 mln PLN w 2Q09) oraz rosnące koszty ryzyka kredytowego (1,3% portfela kredytów netto, vs. 73 pb. kwartał wcześniej). Wynik odsetkowy wyhamował spadki pozostając na niezmiennym poziomie. Kosztem utraty części depozytów detalicznych (-3% Q/Q), bank obniżył koszt finansowania i poprawił nieznacznie marżę odsetkową netto, która w dalszym ciągu znajduje się znacznie poniżej ubiegłorocznych poziomów. In plus postrzegamy bardzo dobry wynik prowizyjny, który wzrósł o 19 mln PLN Q/Q. Jest to efekt wzrostu przychodów w banku: od kredytów i pożyczek (9 mln PLN), z płatności krajowych (prawie 5,5 mln PLN) i pozostałych opłat (prawie 3 mln PLN). Portfel depozytów spadł o 300 mln PLN, głównie za sprawą depozytów terminowych oferowanych klientom detalicznym. Klienci ci budują prawie 90% bazy depozytowej banku. Bank obniżył w 2Q09 ofertę depozytową, co przyczyniło się do spadku oszczędności klientów indywidualnych. Jednocześnie bank w dalszym ciągu jest aktywny na polu kredytów. Portfel wzrósł o 3% R/R. Mimo odnotowanej straty netto po 1H09 w wysokości 86 mln PLN, bank ma bardzo bezpieczny poziom współczynnika wypłacalności, który znajduje się na poziomie 11,8%. Kapitały własne obniżyły się do poziomu 1,56 mld PLN. Po optymalizacji bazy kosztowej i poprawie poziomu przychodów, bank ma szanse osiągać dodatnie wyniki.

BPH – Zmiana wizualizacji korporacyjnej od 4Q09 uzgodniona

Bank BPH i GE Money Bank przedstawiły nowe logo i planują, że nową identyfikację wizualną będą używać w pełnym zakresie od momentu połączenia, planowanego na 4Q09. Szyldy obecnych placówek Banku BPH będą wymieniane od października, natomiast GE Money Banku po fuzji prawnej. Nowy bank będzie działał pod nazwą BPH. Informacja oczekiwana. Bez wpływu na strategię banku, gdyż od początku kalkulowano koszt zmiany wizerunku nowego banku. Wynika to nie tylko z planowanej fuzji, ale przede wszystkim ze zmiany właściciela przez BPH. Obecne logo zawiera elementy charakterystyczne dla HVB, poprzedniego inwestora strategicznego banku.

Getin Holding – wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 80 mln PLN był powyżej oczekiwań rynku na poziomie 68 mln PLN. Stały za tym jednak niższe odpisy na ryzyko kredytowe. Na poziomie przychodów prognozy są o 10% niższe od konsensusu rynkowego (Parkiet), przy czym wynik odsetkowy jest o 18% niższy od oczekiwań. Poziom wydatków był zgodny z oczekiwaniami rynku. Wskaźnik kredyty/depozyty obniżył się do poziomu 94% (98% kwartał wcześniej). Koszty ryzyka sięgnęły 2,8% średniego poziomu kredytów netto i były znacznie niższe niż kwartał wcześniej (4,2% portfela kredytów). Jednocześnie odpisy na ryzyko kredytowe były o 19% niższe od oczekiwań rynkowych. Odpisy spadły we wszystkich segmentach działalności banku. Portfel kredytów wzrósł do poziomu 24,6 mld PLN z 24,3 mld PLN kwartał wcześniej. Jedynym portfelem, który istotnie wzrósł w ciągu kwartału, był portfel kredytów korporacyjnych +21% Q/Q. W stałym kursie walutowym wzrósł portfel kredytów hipotecznych, co m.in. jest zasługą aktywności Noble Banku. Bank nie zwiększał istotnie portfela kredytów samochodowych i konsumpcyjnych (odpowiednio +3% Q/Q i 1% Q/Q). Wynik netto był wyższy od oczekiwań rynkowych, jednak jego jakość była gorsza od oczekiwań, gdyż w największym stopniu in minus w relacji do prognoz zapisały się przychody grupy. Spadek przychodów w relacji do 1Q09 wynikał ze znacznego obniżenia się dochodowości segmentu detalicznego w grupie.

Getin Holding liczy na zysk z działalności międzynarodowej w 2H09

Getin Holding zanotował w czerwcu zysk z działalności międzynarodowej i liczy na utrzymanie tego trendu w kolejnych miesiącach, poinformował prezes zarządu Krzysztof Rosiński. Prezes poinformował, że sytuacja na Ukrainie tzn. spłacalność kredytów jest lepsza, niż spółka oczekiwała, choć nadal Getin Holding ma tam straty. Sytuacja w Rosji i na Białorusi jest stabilna. Prezes GH powiedział, że sprzedaż leasingu w Rosji idzie bardzo dobrze, a fala odpisów na złe kredyty w ukraińskim Plus Banku skończyła się i bank na razie nie będzie potrzebował dokapitalizowania. Getin Holding zanotował 15,3 mln PLN straty z działalności zagranicznej w I półroczu. Główny wpływ na ujemny wynik miał ukraiński Plus Bank, którego strata sięgnęła 20,88 mln PLN. Straty zanotowały także pośrednik finansowy, sprzedający produkty Plus Banku - Akord Plus (-2,2 mln PLN), spółka finansowa Gwarant Plus, (-3,5 mln PLN) oraz spółka leasingowa Carcade Plus (-0,88 mln PLN) działające na Ukrainie. Generowane zyski nie będą istotne dla zysku całej grupy.

Getin Holding liczy na poprawę wyniku odsetkowego w II półroczu

Getin Holding liczy na poprawę marży odsetkowej i wyniku odsetkowego w 2H09 dzięki niższym kosztom finansowania i dalszemu wzrostowi akcji kredytowej. Zgodne z naszymi oczekiwaniami w stosunku do sektora bankowego. Uważamy, że 2Q09 mógł wyznaczyć dno na marży odsetkowej. Nie oczekujemy jednak bardzo dynamicznego wzrostu marż w kolejnych kwartałach.

Getin Holding – Kupno udziałów w Fiolet

Getin Holding poinformował, że kupił od spółki LC Corp B.V. 39,9 tys. akcji zwykłych spółki Fiolet – Powszechny Dom Kredytowy S.A. o wartości nominalnej 100 PLN każda. Łączna cena nabycia wyniosła 3,99 mln PLN. Nabycie nastąpiło w wykonaniu umowy opcji na akcje PDK z 20.08.08. Przed nabyciem GH posiadał 141,837 tys. akcji pośrednika (25,6% udziałów). Po transakcji ma łącznie 181,737 tys. akcji (32,8% udziałów). Nie zmienia to istotnie obrazu Getin Holding.

Getin Holding, Noble Bank – Sprzedaż Noble Securities do Noble Banku

GH podpisał umowę warunkowej sprzedaży na rzecz Noble Banku 79,76% udziałów (dających prawo do 82,73% głosów na WZA) w Noble Securities (dawniej DM Polonia Net). Cena nabycia wyniosła 11,93 mln PLN (2,8 mln akcji po 4,28 PLN). Warunkiem finalizacji transakcji jest brak sprzeciwu ze strony KNF oraz uzyskanie zgody Rady Nadzorczej Noble Securities. KNF został poinformowany o transakcji. Jednocześnie GH zawarł z: J. Augustyniakiem, M. Kuhnem i K. Spyra porozumienie w sprawie przystąpienia do zmiany umowy inwestycyjnej z dnia 30.06.08 na mocy której panowie otrzymali opcję kupna udziałów w Noble Securities (K. Spyra 10%, J. Augustyniak 5%, M. Kuhn 5%). Wszystkie operacje finansowe skupiają się wokół nowego podmiotu, który ma powstać z połączenia Noble Banku i Getin Banku.



Noble Bank – wyniki 2Q09

Wynik netto wyniósł 41 mln PLN w 2Q09 i był na poziomie ubiegłego kwartału. Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, rezultaty były gorsze o 19% w relacji do poprzedniego kwartału. Znacznemu pogorszeniu uległy przychody w banku, na które obok ujemnego wyniku odsetkowego, wpływ miała również strata na operacjach finansowych (-18 mln PLN, vs. -3 mln PLN kwartał wcześniej) oraz znacznie niższy wynik z pozycji wymiany (2 mln PLN vs. 12 mln PLN kwartał wcześniej). Wydatki spadły jednocześnie o 4% Q/Q. Bank rozwiązał 4 mln PLN rezerw, podczas gdy kwartał wcześniej odpisał 8 mln PLN. Najmocniejszą pozycją w wynikach Noble Banku był wynik prowizyjny, który sięgnął 129 mln PLN i był o 18% wyższy Q/Q, za sprawą wzrostu przychodów z tytułu pośrednictwa finansowego. Przychody odsetkowe pozostały na zbliżonym poziomie co w 1Q09. Jest to wynikiem rewizji oprocentowania kredytów zgodnie z trendem rynkowych stóp procentowych. Jednocześnie cały czas obserwujemy wzrost kosztu finansowania (efekt stałych stóp procentowych w ofercie lokat terminowych sprzed kilku miesięcy, efekt kosztu refinansowania walutowego portfela kredytów hipotecznych). Wolumeny wzrosły o 10% Q/Q, co wskazuje na aktywność banku po stronie udzielania kredytów (w 2Q09 złotówka umocniła się względem CHF) przy jednoczesnej akwizycji nowych wolumenów depozytowych. Relacja kredyty/depozyty utrzymała się na poziomie 91%. Wyniki były słabej jakości ze względu na wynik odsetkowy. W kolejnych kwartałach najważniejsze będzie zachowanie się wyniku odsetkowego i działania zmierzające do obniżenia kosztu finansowania.

Noble Bank – Projekt uchwał na NWZA – 9 września 2009

Bank zwołał NWZA na 9 września, podczas którego mają zostać wybrani nowi członkowie rady nadzorczej NB.



BZ WBK (Kupuj)

Cena bieżąca: 130,1 PLN Cena docelowa: 152,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 449,4	-11,4%	1 500,4	3,5%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca)	9 492,1
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 096,4	-2,9%	3 166,8	2,3%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 488,8	-5,5%	1 518,7	2,0%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	866,5	-28,5%	986,5	13,8%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	646,5	-24,4%	730,5	13,0%		
ROE	23,0%	18,4%		12,3%		12,2%		Zmiana ceny: 1m	8,9%
P/E	9,9	11,1		14,7		13,0		Zmiana ceny: 6m	83,4%
P/BV	2,2	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-27,3%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	179,0
Dyld (%)	4,6	2,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1H09 (377 mln PLN zysku netto) dały silny start w okres spowolnienia. Scenariusze tworzenia wysokich rezerw w związku z ekspozycją na segment nieruchomości wydają się zbyt konserwatywne. Argumentem dla tego jest poprawa sentymentu na rynku nieruchomości (nieco bardziej optymistyczne założenia w zakresie podaży kredytów hipotecznych, stabilna sytuacja makroekonomiczna i mocniejszy złoty wspierające sytuację w powierzchniach komercyjnych). Dzięki zdwersyfikowanym źródłom przychodów, wynik operacyjny przed rezerwami ciągle pozostaje mocną stroną banku. Podwyższyliśmy nasze długoterminowe prognozy dla BZ WBK oczekując lepszej koniunktury na rynkach kapitałowych i poprawy marży odsetkowej. Nasza obecna cena docelowa daje wycenę na poziomie 2 wartości księgowej prognozowanej na koniec 2009 roku. Bank jest obecnie wyceniany z dyskontem do Pekao i PKO BP. Spośród pokrywanych przez nas banków wchodzących w WIG 20 postrzegamy BZ WBK jako najatrakcyjniejszą inwestycję. Zalecamy kupno akcji.

Wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 258 mln PLN był znacznie powyżej naszych oczekiwań dzięki dwóm czynnikom: nieco lepszym przychodom (przede wszystkim wynik handlowy – efekt wyceny CIRS, w mniejszej skali wynik prowizyjny – rynki kapitałowe i obsługa rachunków) oraz niższym odpisom na rezerwy. Wynik odsetkowy był zgodny z naszą prognozą i sięgnął 355 mln PLN. Zgodnie z oczekiwaniami na skutek ograniczenia podaży nowych kredytów, umocnienia złotówki i innych działań zmierzających do optymalizacji sumy bilansowej, aktywa spadły w 2Q09. Marża odsetkowa była zgodna z naszymi oczekiwaniami. In plus zapisał się poziom wydatków, chociaż tutaj oczekiwaliśmy takiej skali oszczędności. Wydatki spadły o 8 mln PLN Q/Q, pozostając na niezmiennym poziomie w relacji do 2Q08. Oszczędności zostały dokonane w obszarze kosztów osobowych, które spadły aż o 21 mln PLN (10% bazy) w ciągu kwartału. Wydatki rzeczowe wzrosły za to o 13 mln PLN Q/Q, co mogło być związane m.in. z kampanią promocyjną depozytów prowadzoną w 2Q09. Wydatki osobowe mogły być ścięte na skutek działań zapowiadanych przez zarząd (elastyczne zarządzanie kadrami – np. „przerwa w karierze”). W momencie trwałej poprawy koniunktury bank zapewne zwiększy skalę kosztów osobowych. Niepokojącym czynnikiem jest wzrost niespłacalnych kredytów (portfel ogółem z 3,8% do 4,5% Q/Q), który napędzany jest przede wszystkim sektorem nieruchomości (z 4% do 5,6% Q/Q). Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych rezerwami spadł do 40%. Wyniki oceniamy jako bardzo solidne. Wskaźnik kredyty/depozyty spadł do 86% (88% kwartał wcześniej), a współczynnik wypłacalności sięgnął 11,56%.

Nie będzie dywidendy za 2009 rok

Prezesa banku powiedział, że bank nie wypłaci dywidendy z zysku za 2009 rok. Wskazał również na chęć wzmacniania pozycji rynkowej BZ WBK i aktywnego uczestnictwa w akwizycjach w przypadku pojawienia się takich możliwości. Brak wypłaty dywidendy zgodny z naszymi założeniami. Żaden prezes nie odmówi korzystnemu przejęciu podmiotu, jednak uważamy, że prawdopodobieństwo przejęcia nie jest duże.

Prezes spodziewa się stabilizacji rezerw

Prezes, M. Morawiecki, oczekuje że w drugiej połowie br. poziom rezerw powinien stabilizować się w relacji do 1H09, bądź być mniejszy. Pozytywna informacja, jednak jest to tylko oczekiwanie i zawsze otoczenie może ulec zmianie. Oczekujemy nieco wyższych odpisów w 2H09 w relacji do 1H09 (339 mln PLN vs. 283 mln PLN w 1H09). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.



Popyt firm na kredyty wzrośnie w 2H09

Zdaniem prezesa BZ WBK w drugim półroczu banki powinny odczuć wzrost popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw i zanotować lepsze wyniki finansowe niż w 1H09. BZ WBK już odczuwa wzrost zainteresowania kredytami zarówno ze strony małych i średnich firm, jak i dużych przedsiębiorstw, które realizują m.in. projekty infrastrukturalne, czy w zakresie środowiska przy wsparciu środków z Unii Europejskiej. Uważamy, że skala wzrostu popytu nie przełoży się na duży wzrost wolumenu portfela. Jednocześnie bowiem będą spłacane stare kredyty. Banki również zaostrzyły kryteria ich udzielania. Zgadzamy się, że 2H09 powinna dać lepsze przychody, jednak cały czas niewiadomą pozostaje poziom odpisów na ryzyko kredytowe.

Do programu "Rodzina na swoim" przystąpił bank BZ WBK

We wrześniu może się okazać, że BZ WBK oferuje najtańszy na rynku kredyt złotowy, w którego spłacie pomaga państwo. Wcześniej do tego rządowego programu przystąpiło już 12 banków. Ich kredyty mieszkaniowe są drogie ze względu na marże sięgające 3%. Tymczasem w BZ WBK marża, która jest doliczana do trzymiesięcznej stawki WIBOR, wynosi obecnie tylko 1,35%. Taki sygnał może świadczyć o początku fali obniżania cen kredytów ze strony banków.



Handlowy (Redukuj)

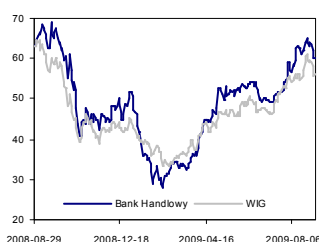
Cena bieżąca: 60,3 PLN Cena docelowa: 59,5 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 538,1	12,6%	1 493,2	-2,9%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,7%		3,7%		MC (cena bieżąca)	7 878,8
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 390,0	3,3%	2 306,8	-3,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 006,4	10,6%	893,0	-11,3%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	460,5	-39,3%	514,8	11,8%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	356,9	-40,6%	411,8	15,4%		
ROE	15,0%	10,7%		6,1%		6,8%		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/E	9,6	13,1		22,1		19,1		Zmiana ceny: 6m	84,5%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-8,2%
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,9		Max (52 tyg.)	69,0
Dyld (%)	6,8	7,9		0,0		3,2		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Prognozujemy 357 mln PLN zysku netto w 2009 roku (poprzednia prognoza 327 mln PLN). Korekta wyniku z rewizji prognozy przychodów (w górę z 2,3 mld PLN do 2,4 mld PLN) na fali lepszych wyników odsetkowych i wyniku handlowego i jednocześnie podwyższenia oczekiwań w zakresie kosztów ryzyka (odpisy na poziomie 546 mln PLN vs. 483 mln PLN poprzednio). Podwyższamy nasze długoterminowe prognozy (po 2011 roku, ze względu na dyskontowanie poprawy otoczenia makroekonomicznego oraz dobrego pozycjonowania banku na rynku (płynny bilans, dobre zabezpieczenie w kapitał). Największym potencjałem wzrostu kursu akcji Banku Handlowego byłaby wypłata dużej dywidendy na rzecz akcjonariuszy. Przy współczynniku wypłacalności na poziomie 13,5% (Tier I), cały czas optymalizowanej ekspozycji na aktywa ważone ryzykiem, baza kapitałowa jaką dysponuje bank jest zbyt duża. Zwrot z takiej bazy kapitałowej jaki jest w stanie zrealizować bank został zdyskontowany przy wycenie P/TCE (kapitał po korekcie o wartość firmy) '09 na poziomie 1,7. Atrakcyjniejszą inwestycją są akcje ING BSK, wycenianego przy 1,4 x TCE'09. Oba banki dysponują płynnością i odpowiednią bazą kapitałową. Jednocześnie ING BSK w tym roku wykaże naszym zdaniem znacznie wyższy wynik netto (530 mln PLN) mając niższą kapitalizację. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 71 mln PLN był zgodny z oczekiwaniami rynku i naszymi prognozami. Negatywnym zaskoczeniem jest poziom odpisów na ryzyko (181 mln PLN vs. prognoza 137 mln PLN). In plus postrzegamy poziom wydatków w banku. Za sprawą optymalizacji kosztów płacowych i niższych wydatków na marketing wydatki obniżyły się o ponad 20 mln PLN w ciągu kwartału. Poziom przychodów pozostał zgodny z oczekiwaniami, przy czym jedyną pozycją istotnie powyżej naszej prognozy był wynik handlowy. Bank poinformował o sprzedaży portfela dłużnych papierów dostępnych do sprzedaży (15,4 mln PLN), co wsparło tą pozycję przychodów. Dzięki niższym wydatkom poziom wyniku operacyjnego przed rezerwami był lepszy od naszych oczekiwań. Współczynnik wypłacalności wzrósł do poziomu 13,5% (z 11,2% po 1Q09), głównie za sprawą uwzględnienia w kapitałach zysku za 2008 rok. Współczynnik pro forma po 1Q09 uwzględniający ten zysk sięgał 13,2%. Wzrost wyniku z ograniczenia poziomu aktywów w banku.

Inwestor strategiczny sprzedaje bankowość konsumencką w 20 krajach

Vikram Pandit, prezes Citigroup powiedział, że firma pozbędzie się bankowości konsumenckiej w 20 krajach, w tym w wielu państwach w Europie. Rzecznik Banku Handlowego powiedział jednak, że Europa Środkowo-Wschodnia, w tym Polska, jest priorytetowym rynkiem dla Citi. Citi rozwija na bieżąco ofertę bankowości konsumenckiej w ramach Banku Handlowego. Naszym zdaniem nie należy wykluczać sprzedaży części Banku Handlowego.

Plan obniżenia C/I do 50% w 2010 podtrzymany

Bank Handlowy liczy na poprawę w kolejnych kwartałach wskaźnika C/I i podtrzymuje plan obniżki tego wskaźnika do około 50% pod koniec 2010 roku. Obecnie C/I wynosi 56% (spadek o 7p.p. Q/Q), co oznacza spadek do I kwartału 2009 o 7 p.p. Uważamy, że bankowi trudno będzie osiągnąć tak dobre wskaźniki efektywności bez wzrostu skali działania i większych wolumenów sprzedaży. Na razie bank zmniejsza sumę bilansową, a poprawa wyników jest efektem poprawy wyniku odsetkowego R/R (bank nie musiał brać udziału w wojnie depozytowej) i bardzo dobrych rezultatów na trading'u. W kolejnych kwartałach wzrosty wyniku odsetkowego nie będą już tak spektakularne, oczekujemy dalszego spadku wolumenów. Wynik handlowy dalej będzie mocny w 2H09, jednak w 2010 jego powtórzenie będzie bardzo trudne.



ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 520 PLN Cena docelowa: 663,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 397,2	21,3%	1 425,4	2,0%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		2,1%		2,1%		MC (cena bieżąca)	6 765,2
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 573,9	24,9%	2 607,5	1,3%	Free float	18,5%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 101,3	89,7%	1 080,0	-1,9%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	668,2	18,7%	669,2	0,1%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	530,4	19,1%	531,2	0,1%		
ROE	16,6%	11,1%		11,8%		10,6%		Zmiana ceny: 1m	5,3%
P/E	10,7	15,2		12,8		12,7		Zmiana ceny: 6m	165,3%
P/BV	1,8	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	0,8%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	600,0
Dywid (%)	5,4	2,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Prognozujemy 530 mln PLN zysku netto w 2009 roku. Uważamy, że ING BSK będzie jednym bankiem na rynku, który w 2009 roku poprawi wynik finansowy. Po wyłączeniu straty na obligacjach odnotowanej w 4Q08 spadek wyniku sięgnie 22%, co jest jednym z najmniejszych spadków spośród pokrywanych przez nas banków. Oczekujemy poprawy przychodów (wyłączając odpis na obligacjach z 4Q08, 290 mln PLN) o 9% R/R. Motorem wzrostu będzie wynik odsetkowy, który wzrośnie o 21%. Widzimy mocne argumenty stojące za poprawą marży odsetkowej netto w relacji do wcześniejszych okresów: (i) wyższe w relacji do ostatniego okresu prosperity marże kredytowe, (ii) poprawa struktury aktywów na skutek wzrostu udziału kredytów w aktywach odsetkowych i jednocześnie wzrostu udziału kredytów detalicznych w portfelu kredytów. Realizacja naszych tegorocznych prognoz daje bieżące P/E'09 na poziomie 12,8, co daje najniższy wskaźnik w sektorze. Obniżenie profilu rezerw w kolejnych latach daje skokowy spadek wskaźnika (P/E'11 8). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 183 mln PLN był znacznie powyżej naszej prognozy (132 mln PLN) i konsensusu rynkowego (120 mln PLN). Uważamy, że były to najlepsze wyniki tego sezonu wśród banków giełdowych. Na lepsze od oczekiwań wyniki wpływ miały wyższe przychody zbudowane na znacznie wyższym wyniku odsetkowym (o 9% od prognoz) i wyniku prowizyjnym (o 8% od prognoz). Konsensus rynkowy dla wyniku odsetkowego sięgał 325 mln PLN. Nieco słabszy okazał się wynik handlowy, na co wpływ miało tworzenie rezerw na kontrakty terminowe klientów (57 mln PLN w 2Q09). Oczekiwaliśmy mniejszych odpisów w tym zakresie (w 1Q09 odpisano 68 mln PLN). Koszty działania były zgodne z prognozą i pozostały pod kontrolą (po półroczu spadły o niespełna 1% R/R). Wynik operacyjny okazał się lepszy o 11% od prognoz za sprawą poprawiających się przychodów w banku. Wzrosły one aż o 8% R/R. Jak do tej pory jest to pierwszy bank, który zdołał poprawić wynik na działalności bankowej R/R. Bank odpisał zaledwie 73 mln PLN w poczet rezerw w 2Q09 (1% portfela kredytów). Rezerwy były niższe niż w 1Q09 (102 mln PLN) i w relacji do naszej prognozy (103 mln PLN). Wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów prawie się podwoił w ciągu 1H09, rosnąc z 2,1% do 4,1% (portfel należności nieregularnych wzrósł z 0,5 mln PLN do 1 mld PLN). Bank utworzył przy tym łącznie 176 mln PLN rezerw, co wskazuje na dobrą jakość zabezpieczeń kredytów. ING BSK ma najwyższy wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych rezerwami, zatem wykorzystywać mógł też również rezerwy na ryzyko ogólne tworzone wcześniej.

Fitch obniżył rating

Agencja Fitch obniżyła rating dla ING Banku Śląskiego i ING Group do "A" z "A+", perspektywa ratingu dla ING BSK jest stabilna, dla Grupy ING negatywna. Krótkoterminowy rating IDR dla ING BSK został potwierdzony na poziomie "F1". Rating indywidualny został podtrzymany na poziomie "C", a rating wsparcia na poziomie "1". Skutek sytuacji inwestora strategicznego.

3Q09 ostatnim z negatywnym wpływem rezerw na derywaty klientów

Bank spodziewa się, że trzeci kwartał będzie ostatnim, w którym bank dokona odpisów z tytułu opcji walutowych. Oczekujemy, że wpływ opcji będzie mniejszy niż w 2Q09, gdy odpisy sięgnęły nieco ponad 46 mln PLN w wyniku handlowym i tyle samo odpisano jednocześnie w poczet rezerw (razem 93 mln PLN).



Kredyt Bank (Kupuj)

Cena bieżąca: 10,6 PLN

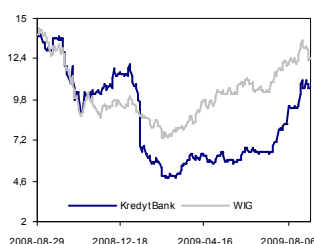
Cena docelowa: 11,76 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(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)	2 868,7
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	28,5%
P/E	7,4	8,8		97,5		24,7		Zmiana ceny: 6m	108,7%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-24,5%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	14,0
Dyid (%)	3,5	4,9		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Mocny wynik operacyjny w pierwszej połowie roku (+24% R/R), to efekt dużej optymalizacji wydatków jakiej dokonał bank (koszty ogółem spadły 3% R/R). Jednocześnie, mimo spadku marży odsetkowej netto (2,6% vs. rok temu 3,4%) bank notuje wzrost wyniku odsetkowego (+5% R/R) na bazie rosnących aktywów (efekt ekspansji kredytowej zwiększył aktywa o 36% R/R). Niskie przychody prowizyjne pozostają największym potencjałem w banku (marża prowizyjna na aktywach 0,8% vs. średnia ważona dla innych banków 1,6%). Dzięki dobrym wynikom operacyjnym bank zdołał osiągnąć zysk po pierwszym półroczu. Uważamy, że koszty ryzyka pozostaną na podwyższonym poziomie w drugiej połowie 2009 i w 2010 roku, jednak bank zdoła wypracować zyski dzięki potencjałowi do ograniczania wydatków. Poprawa sytuacji na rynku międzybankowym, ograniczenie tempa wzrostu portfela kredytów, wykorzystanie potencjału wzrostu prowizji, pożyczka podporządkowana od inwestora strategicznego oraz stabilizacja na rynku depozytów są argumentami stojącymi za zmianą oceny Kredyt Banku. Inwestycja ta staje się dzięki tym czynnikom mniej ryzykowna (zagrożenia dla płynności powoli się odsuwają). W świetle coraz mniejszego zagrożenia wykazaniem straty uważamy wycenę na poziomie 1,2x BV za uzasadnioną i wyceniamy jedną akcję Kredyt Banku na 11,76 PLN. Zalecamy kupno walorów.

Wyniki 2Q09

Zysk netto na poziomie 41 mln PLN w 2Q09 był znacznie powyżej naszej prognozy (10 mln PLN) i oczekiwań rynku (11 mln PLN, Parkiet). Złożył się na to znacznie niższy niż oczekiwany poziom wydatków (248 mln PLN vs. nasza prognoza 264 mln PLN i konsensus rynkowy 263 mln PLN) oraz niższe odpisy na ryzyko kredytowe (-89 mln PLN vs. nasza prognoza -115 mln PLN). Niższe koszty ryzyka to efekt braku odpisów w segmencie kredytów korporacyjnych. Na poziomie przychodów in plus zapisał się wynik odsetkowy (269 mln PLN vs. prognoza 253 mln PLN, konsensus 246 mln PLN). Jednak wynik na działalności bankowej był o 5% niższy od prognozy za sprawą gorszego rezultatu na działalności handlowej. Pozytywnie odbieramy fakt, że po pierwszym półroczu bank zdołał wypracować zysk (4 mln PLN), jednak uważamy, że potencjał do utrzymania wyniku zależy od poziomu kosztów ryzyka (szczególnie w segmencie korporacyjnym w kolejnych kwartałach). Uważamy jednak, że poprawione wyniki operacyjne będą neutralizować negatywny wpływ rezerw na kapitały banku.

Warta i Żagiel na sprzedaż?

Parkiet pisze, że KBC do końca września ma stworzyć listę aktywów na sprzedaż. Wynika to z faktu, że KBC musi opracować plan zwrotu pożyczek państwowych w określonym terminie, które do tej pory otrzymał od rządu belgijskiego, aby Komisja Europejska nie uznała ich za pomoc niedozwoloną. Według gazety wewnętrzna wycena spółki majątkowej Warta sięga około 1 mld PLN. Podobnie, bo na 1,1 – 1,2 mld PLN (bez uwzględnienia ryzyk wynikających z jakości portfela) wyceniana jest przez Vienna Capital Partners. Na liście aktywów na sprzedaż może znaleźć się również Żagiel, pośrednik finansowy w 100% zależny od Kredyt Banku. Vienna Capital Partners szacuje jego wartość na 1,7 mld PLN minus ryzyka portfelowe. Wycena ubezpieczyciela sięga tak naprawdę jej wartości księgowej, która na koniec 2008 roku wynosiła 1,1 mld PLN (TUiR Warta miało ROE'08 na poziomie 6,8%). Przy wycenie 10,8 PLN/akcję Kredyt Banku, jego kapitalizacja sięga 2,9 mld PLN. Cytowana przez gazetę wycena pośrednika finansowego wydaje się wysoka. Nawet jeśli uwzględnimy, że 1/4 portfela kredytowego spółki Żagiel (na koniec 2Q09 wynosił on 2,8 mld PLN) to wycena sięgałaby około 1 mld PLN. W takim kontekście wycena Kredyt Banku na poziomie 1,1xBV'09 wydaje się uzasadniona. W Polsce zostaje jeszcze Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Warta. Na fali tych spekulacji można oczekiwać, że również Kredyt Bank zostanie wystawiony na sprzedaż.



Wyższe rezerwy, lepsza efektywność – zarząd po wynikach

Bank poinformował o wdrożeniu programu przeglądu rentowności sprzedaży. Pod koniec tego kwartału bank zakończy przegląd sieci placówek pod kątem efektywności. Ma to pomagać w poprawie wskaźnika koszty/dochody, który po 2Q09 był na poziomie 64%. Ma on spaść poniżej 60%, jednak nie stanie się tak w tym roku. Pierwsze efekty mają być widoczne pod koniec przyszłego roku. Jednocześnie bank spodziewa się wzrostu rezerw na kredyty korporacyjne i kredyty consumer finance w kolejnych kwartałach. Bardzo dobry wynik osiągnięty w 2Q09 może być bardzo trudno powtórzyć w kolejnych kwartałach tego roku, jeśli wzrosną jeszcze rezerwy na consumer finance, a bank nie będzie w stanie tak skutecznie jak w 2Q09 windykować należności nieregularnych w segmencie korporacyjnym.



Millennium (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,6 PLN

Cena docelowa: 5,3 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	819,9	1 181,3	44,1%	627,1	-46,9%	918,2	46,4%	Liczba akcji (mIn)	849,2
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%		1,4%		2,0%		MC (cena bieżąca)	3 863,8
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 411,8	-22,7%	1 655,4	17,3%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	391,8	-40,4%	653,4	66,8%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	51,5	-90,1%	296,5	475,6%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	41,7	-89,9%	240,2	475,6%		
ROE	19,5%	15,5%		1,5%		8,1%		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/E	8,4	9,3		92,6		16,1		Zmiana ceny: 6m	167,6%
P/BV	1,5	1,4		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-39,7%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,6
Dyield (%)	3,7	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



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



Pekao (Akumuluj)

Cena bieżąca: 142 PLN

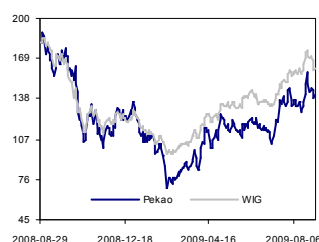
Cena docelowa: 154,4 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 799,1	-15,8%	4 214,0	10,9%	Liczba akcji (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca)	37 234,2
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 130,7	-5,9%	7 616,2	6,8%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 475,4	-23,4%	3 903,8	12,3%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 860,5	-34,2%	3 295,3	15,2%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 304,0	-34,7%	2 656,2	15,3%		
ROE	23,1%	23,0%		13,5%		14,0%		Zmiana ceny: 1m	6,7%
P/E	10,5	10,5		16,2		14,0		Zmiana ceny: 6m	66,1%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	-23,5%
D/PS	9,0	9,6		0,0		4,4		Max (52 tyg.)	185,5
Dyid (%)	6,3	6,8		0,0		3,1		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Podnieśliśmy naszą prognozę wyników finansowych na 2009 roku do poziomu 2,3 mld PLN (poprzednio 1,6 mld PLN). Motywacją do tego były wyższy wynik handlowy oraz zdecydowanie mniejsze odpisy na ryzyko kredytowe notowane w 1H09. Uważamy, że w drugiej połowie roku koszty ryzyka wzrosną (do tej pory koszty ryzyka w Pekao w znacznym stopniu odbiegały od tego co pokazywały inne banki), a potencjał do ponadprzeciętnych wyników handlowych będzie mały. Uważamy jednak, że płynny bilans (kredyty/depozyty 88%), współczynnik wypłacalności na poziomie 13,07% (Tier I) i duża siła rynkowa w zakresie obniżenia kosztu finansowania (drugi największy bank detaliczny, największy bank korporacyjny) będą wsparciem dla kursu akcji Pekao. Potencjałem w kolejnych kwartałach staje się ekspozycja na rynki kapitałowe (największe fundusze inwestycyjne w grupie), co powinno wspierać wzrost wyniku prowizyjnego. Pekao postrzegamy jako atrakcyjniejszą inwestycję niż akcje PKO BP. Presja na wycenę akcji konkurenta wynika w średnim terminie z planowanej emisji akcji, która ma nastąpić przed końcem bieżącego roku. Zalecamy akumulowanie walorów.

Wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 613 mln PLN był znacznie powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Stało się tak dzięki przychodom w banku. Wbrew naszym oczekiwaniom wynik odsetkowy poprawił się w relacji do poprzedniego kwartału. Nastąpiło to na skutek istotnej w tak krótkim okresie czasu poprawy marży odsetkowej netto Q/Q (o 16 pb). Oczekiwaliśmy lekkiego spadku marży w relacji do 1Q09 zgodnie z trendami w całym sektorze. Jednocześnie wyższy od oczekiwań był wynik prowizyjny. Uległ on poprawie Q/Q. Mogło być to skutkiem podwyższenia opłat za obsługę rachunków klientów indywidualnych (bank zmienił w 2Q09 zasady naliczania opłat, które naszym zdaniem doprowadziły do ich efektywnego wzrostu) oraz poprawy koniunktury na rynkach kapitałowych. Oczekiwaliśmy, że lepsze wyniki z rynków kapitałowych zostaną skompensowane przez niższą transakcyjność i niższe obroty w bankowości. Bank zanotował również lepszy wynik handlowy co było wynikiem sprzyjającej koniunktury na rynkach finansowych oraz sprzedaży portfela aktywów finansowych (50 mln PLN). Zatem mimo odnotowania w 1Q09 jednorazowego przychodu z tytułu sprzedaży nieruchomości na rzecz BPH, wynik handlowy utrzymał się na bardzo wysokim poziomie. Koszty działania były pod kontrolą, a ich wzrost Q/Q był niewielki, uzasadniony lepszymi przychodami. Koszty ryzyka kredytowego wzrosły nieznacznie (do 72 pb), i były poniżej naszych oczekiwań (80 pb). Bank ma również wysoki współczynnik wypłacalności na poziomie 13,7%. Duża poprawa współczynnika to efekt uchwalenia przez ZWZA banku zatrzymania całości zysku netto za 2008 rok na poczet kapitałów własnych oraz spadku sumy bilansowej o 4% Q/Q, m.in. na skutek obniżenia się portfela kredytów (-5% Q/Q).



PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 32,3 PLN Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	4 835,6	-21,1%	5 490,1	13,5%	Liczba akcji (mln)	1 300,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	41 990,0
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 387,0	-7,8%	9 018,7	7,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 156,1	-18,4%	4 785,2	15,1%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 587,6	-34,9%	3 069,6	18,6%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 088,6	-33,1%	2 480,5	18,8%		
ROE	26,4%	24,1%		12,5%		12,4%		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/E	11,1	10,4		20,1		16,9		Zmiana ceny: 6m	48,8%
P/BV	2,7	2,3		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-34,1%
D/PS	1,0	1,1		1,5		1,2		Max (52 tyg.)	49,0
Dyid (%)	3,0	3,4		4,6		3,6		Min (52 tyg.)	18,9

* przed kosztami rezerw



Współczynnik wypłacalności 12,1% po 1Q09, lider segmentu detalicznego, największa siła pozyskiwania udziałów w rynku depozytów detalicznych zostały już zdyskontowane w wycenie rynkowej. Uważamy, że fundamenty na jakich swoją pozycję buduje PKO BP pozostaną niezachwiane i podtrzymujemy opinię, że nawet realizacja negatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku bankowym nie zagraża bazie kapitałowej banku (odpisy na kredyty, które byłyby na poziomie całego wyniku operacyjnego przed rezerwami musiałyby sięgnąć prawie 4%). Zbliżająca się emisja z prawem poboru będzie negatywnie wpływała na wycenę akcji PKO BP. Bank chce pozyskać 5 mld PLN poprzez emisję do 300 mln akcji. Zakładamy takie parametry w naszych prognozach dla PKO BP. Udziały PKO BP w głównych indeksach giełdowych sięgają maksymalnych poziomów. Zatem wzrost wartości free float po emisji nie przełoży się na wzrost udziału w indeksach. Czynnikiem ryzyka jest również ustalenie ceny emisyjnej. Uważamy, że inwestorzy będą oczekiwać dyskonta w relacji do wycen rynkowych, szczególnie w momencie gdy jak do tej pory nie wiadomo kto zajmie stanowisko prezesa w momencie emisji. Rezygnacja z emisji, lub odłożenie jej w czasie postrzegalibyśmy pozytywnie. Naszym zdaniem brak dodatkowych środków pozwoli bankowi w dalszym ciągu rozwijać się, biorąc pod uwagę perspektywę całego sektora. Podtrzymujemy rekomendację **trzymaj**.

Wyniki 2Q09

Wynik netto na poziomie 610 mln PLN był o 30% wyższy niż nasze oczekiwania. Odpowiedzialny za to był poziom wydatków, który spadł do poziomu 994 mln PLN (o 8% Q/Q i 6,4% R/R). Oczekiwaliśmy sezonowego wzrostu kosztów działania. Poziom przychodów był nieznacznie powyżej naszych oczekiwań, osiągnięty przede wszystkim na bazie pozytywnej niespodzianki po stronie wyniku prowizyjnego (622 mln PLN vs. prognoza 588 mln PLN i 550 mln PLN w 1Q09). Jest to efekt wprowadzonych podwyżek w zakresie bankowości transakcyjnej w banku. Wynik odsetkowy i wynik handlowy nie odbiegały znacząco od naszych oczekiwań. In plus wpisały się również pozostałe przychody operacyjne (110 mln PLN vs. 46 mln PLN w 1Q09). Na wysokim poziomie utrzymały się odpisy na ryzyko kredytowe (390 mln PLN vs. 374 mln PLN w 1Q09). Były zgodne z naszymi oczekiwaniami i sięgnęły 1,5% portfela kredytów netto. Współczynnik wypłacalności wyniósł 11,21%. Współczynnik kredyty/depozyty był na poziomie 94% (vs. 97% po 1Q09). Bank dostosował tempo wzrostu kredytów do potencjału pozyskiwanych przez siebie depozytów. Uważamy, że takie działanie będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Wyniki oceniamy jako solidne. In plus postrzegamy skalę dokonanych oszczędności, które pochodziły z dość wysokiej skali zwolnień.

Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

NWZA z 31 sierpnia dokonało istotnych zmian w składzie Rady Nadzorczej banku. Przewodniczącym RN został Cezary Banasiński, który do tej pory był jednym z jej członków. Do RN powołano: Mirosława Czekaja, Ireneusza Fąfara, Alojzego Zbigniewa Nowaka i Tomasza Zganiacza. Zastąpili oni na stanowiskach osoby, które zrezygnowały: Jacek Gdański i dotychczasowa przewodnicząca Marzena Piszczek, jak i zostały odwołane: Jerzy Stachowicz i Ryszard Wierzb. Jednocześnie NWZA podjęło uchwałę o przesunięciu dnia ustalenia prawa poboru na 6 października. 1 września do KNF trafił prospekt emisyjny w związku z planowaną na jesień tego roku ofertą do 300 mln akcji z prawem poboru. Jednocześnie obecnie trwają rozmowy z kandydatami na prezesa i wiceprezesa banku. Jeśli na prezesa banku zostanie powołany ktoś z zewnątrz, będzie on musiał podpisać się pod emisją i prospektem, na którego stworzenie i parametry nie miał wpływu.

PKO BP planuje dokapitalizować Kredobank

PKO BP prowadzi rozmowy z „poważną instytucją międzynarodową” na temat pożyczki podporządkowanej, która miałaby dokapitalizować Kredobank, powiedział p.o. prezesa W. Papierak. W 1H09 Kredobank miał 125,6 mln PLN straty netto, przy odpisach na poziomie 179,6 mln PLN. Portfel kredytów brutto wynosił 2,1 mld PLN, a saldo depozytów wynosiło 1 mld PLN. W 1H09 Kredobank dokonał zwrotu pożyczek podporządkowanych od PKO BP na łączną kwotę 38 mln USD oraz częściowej spłaty (65 mln USD) kredytu udzielonego w listopadzie ub.r. Kapitały własne wynosiły 350,5 mln PLN na koniec 1H09. Inwestycja w ukraiński bank pochłania coraz większe środki. W sumie portfel kredytów brutto na Ukrainie przekłada się na 2 PLN/akcję. Od tego należy odliczyć utworzone już rezerwy i tarczę podatkową. Nie ma to dużego przełożenia na wycenę w relacji do skali działania banku w Polsce, jednak alternatywna inwestycja przyniosłaby lepszy zwrot.

Wolumeny sprzedaży kredytów w segmencie detalicznym

Przedstawiciele banku poinformowali, że w lipcu PKO BP sprzedał kredyty hipoteczne na kwotę 1 mld PLN. W 2Q09 sprzedał kredyty o wartości 2,7 mld PLN, o 80% więcej niż kwartał wcześniej (1,5 mld PLN). Jednocześnie nadal aktywnie sprzedaje kredyty gotówkowe. Poziomy sprzedaży są co najmniej takie, jak rok temu. Głównym adresatem kredytów gotówkowych są obecni klienci banku. Do końca roku bank może mieć 30 – 35% udziałów w produkcji (szacowanej przez nas na 30 – 35 mld PLN). O skali podaży kredytów zadecyduje naszym zdaniem siła akwizycji depozytów jaką będzie dysponował bank i zachowanie jego klientów wraz z zapadaniem kolejnych depozytów.

Oczekiwana stabilizacja marży odsetkowej

Marża odsetkowa netto wg wyliczeń banku wyniosła 3,4% w 2Q09 wobec 3,8% w 1Q09 i 5% w 2Q08. W całym 1H09 wyniosła 3,5%. Bank spodziewa się, że marża w 2H09 znajdzie się na podobnych poziomach. Zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

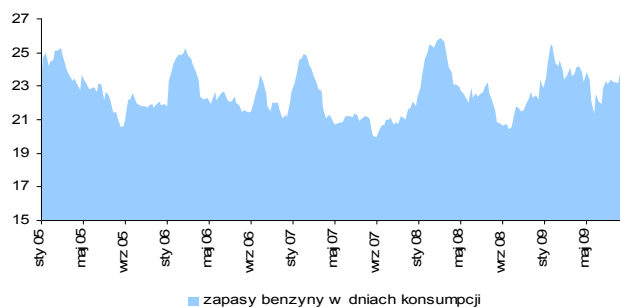
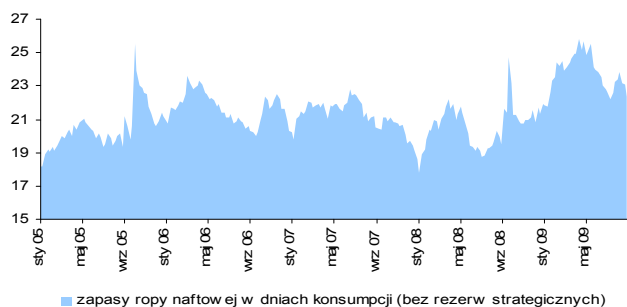
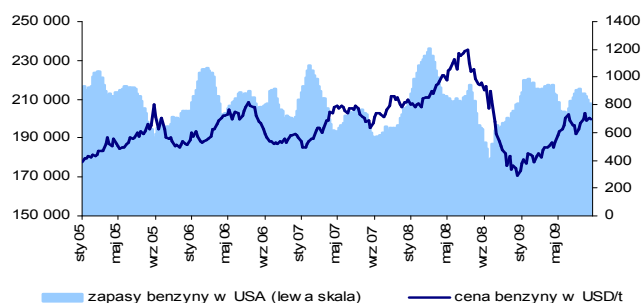
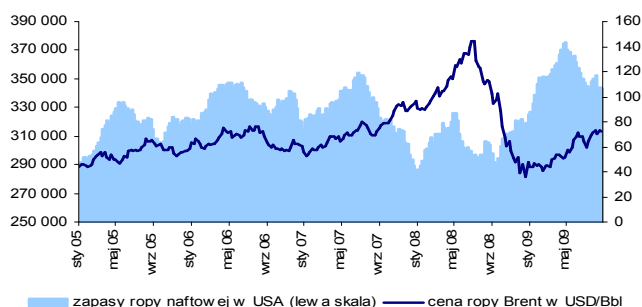
Założenia do projektu ustawy o zapasach we wrześniu

Departament ropy i gazu w Ministerstwie Gospodarki poinformował, że najprawdopodobniej do końca września resort przygotuje założenia do projektu ustawy o finansowaniu zapasów ropy naftowej i paliw. Utrzymywane obecnie przez firmy paliwowe obowiązkowe zapasy ropy naftowej i paliw mogą być przejęte przez nową agencję państwową jednorazowo lub stopniowo w ciągu kilku lat. Przedsiębiorstwa musiałyby wносить tylko opłaty za tworzenie i utrzymywanie tych rezerw. Zwracamy uwagę, że wszystko wskazuje na to, że wykup zapasów jednak nastąpi (jednorazowo lub na raty), a to istotnie wpłynie na poprawę sytuacji bilansowej Orlenu i Lotosu. Przypominamy, że większość zapasów obowiązkowych nie rotuje i była budowana przy niższych cenach ropy niż dzisiejsze, a więc taki wykup nie tylko zmniejszyłby zadłużenie tych podmiotów, ale także przyniósł dopływ gotówki.

Niższa produkcja w rafineriach, spadek zapasów benzyny

W sierpniu w USA rafinerie kontynuowały cięcia w wykorzystaniu mocy produkcyjnych i ostatecznie średni poziom CUR obniżył się jeszcze o 1,2 punktu procentowego. Popyt na benzynę utrzymywał się sezonowo na wyższym poziomie, co doprowadziło do spadku jej zapasów o prawie 8 mln baryłek (-3,7%). Obniżyły się również rezerwy ropy (-6 mln baryłek czyli -1,8%) z uwagi na spadek średniego dziennego importu o 4,3%. Nadal nie zaobserwowano natomiast przełomu w konsumpcji średnich destylatów, dynamika której w ujęciu r/r sięgała -20%. Tym odczytom towarzyszyła kontynuacja spekulacyjnych wzrostów cen ropy, co niekorzystnie wpłynęło na kształtowanie się marż rafineryjnych.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



CEZ (Redukuj)

Cena bieżąca: 146,2 PLN

Cena docelowa: 140,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-18

(mIn USD)	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 (mln) 538,0
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	89 223,6	2,3%	86 657,0	-2,9%	MC (cena bieżąca) 78 654,1
marża EBITDA	41,5%	48,0%		48,5%		47,7%		EV (cena bieżąca) 99 969,5
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		10,4		Zmiana ceny: 1m -5,1%
P/CE	7,7	7,8		6,6		6,8		Zmiana ceny: 6m 27,1%
P/BV	2,9	3,1		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m -10,7%
EV/EBITDA	7,8	7,3		6,9		7,3		Max (52 tyg.) 171,0
Dywidenda (%)	2,2	4,4		5,5		6,0		Min (52 tyg.) 91,5



CEZ ze względu na dotychczasową historię poprawy wyników finansowych notowany jest z 10-15% premią do porównywalnych spółek europejskich. Naszym zdaniem proces konwergencji cen energii w Czechach, który w dużej mierze odpowiadał za ten sukces już się zakończył, a nasze prognozy na kolejne lata wskazują na stagnację skonsolidowanego strumienia EBITDA (dodatkowo wzrost capex będzie implikował niski wskaźnik FCF/EV na poziomie 3% przez najbliższe 3 lata). Spodziewamy się więc zmniejszenia tej premii, tym bardziej że inwestorzy będą w coraz większym stopniu zwracać uwagę na zapowiadane energetyczne oferty IPO w Polsce, które mogą oferować uzasadnienie inwestycyjne zbliżone do tego, który towarzyszył akcjom CEZ kilka lat temu. Dodatkowym zagrożeniem dla kursu jest niewykluczony scenariusz sprzedaży części walorów przez czeskie Ministerstwo Finansów, na wzór podobnych działań wspierających budżet w Polsce. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Umowa kredytowa z EBI

CEZ podpisał umowę kredytową z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym na kwotę 200 mln EUR w ramach finansowania modernizacji i rozwoju sieci dystrybucyjnej w Czechach. Łączne planowane nakłady na segment dystrybucji w Czechach w latach 2009-11 wynoszą około 1,2 mld EUR.



Ciech (Trzymaj)

Cena bieżąca: 36 PLN

Cena docelowa: 31,8 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 795,4	0,4%	3 861,9	1,8%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	476,8	3,7%	514,8	8,0%	MC (cena bieżąca)	1 008,0
marża EBITDA	6,5%	12,2%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	2 691,5
EBIT	43,0	256,4	496,6%	228,5	-10,9%	261,0	14,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		70,4	58,3%	99,5	41,4%		
P/E		22,7		14,3		10,1		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	6,8	4,1		3,2		2,9		Zmiana ceny: 6m	118,3%
P/BV	0,9	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-37,8%
EV/EBITDA	9,9	5,8		5,6		5,4		Max (52 tyg.)	58,3
Dyid (%)	5,8	5,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Rozczarowujące wyniki kwartalne, w kontekście rozgrzanych wcześniej oczekiwań przez wypowiedzi Prezesa Kunickiego, doprowadziły w ostatnich dniach do dynamicznej korekty znacznych wzrostów kursu z sierpnia. W krótkiej perspektywie możliwa jest kontynuacja tych tendencji, gdyż nie spodziewamy się szybkiego pojawienia się pozytywnych informacji dotyczących kompleksowej umowy z bankami czy rozstrzygnięcia procesu prywatyzacyjnego. Przy obecnych poziomach cenowych utrzymujemy neutralną rekomendację, aczkolwiek wydaje się że przy założeniu trwałej poprawy koniunktury w światowej gospodarce, akcje Ciech wydają się najciekawszą inwestycją spośród polskiego sektora chemicznego.

Wynik operacyjny wysoki, ale dzięki odwróceniu rezerw

Wynik operacyjny Ciechu w 2Q był znacząco wyższy od naszych oczekiwań, aczkolwiek został wygenerowany poprzez rozwiązanie rezerw (rezerwy środowiskowe w Zachemie, Organice i Soda Deutschland oraz rezerwa na zobowiązania prywatyzacyjne US Govora), które pozwoliło na osiągnięcie dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 84 mln PLN. Oznacza to, że oczyszczony wynik operacyjny jest istotnie gorszy od naszych szacunków (-12 mln PLN vs. 47,5 mln PLN). Zawiódł przede wszystkim segment sodowy, który po oczyszczeniu o wspomniane one-offy wygenerował EBIT na poziomie 36 mln PLN vs. oczekiwane 48 mln PLN. Segment organiczny również rozczarował, generując stratę operacyjną na poziomie -32 mln PLN vs. prognozowana -11,8 mln PLN, co oznacza pogorszenie q/q mimo wyższych wolumenów produkcji TDI i nie napawa optymizmem na kolejne kwartały w kontekście wzrostu cen wsadu petrochemicznego. Segment agrochemiczny także był w 2Q'09 pod kreską, osiągając EBIT -16 mln PLN vs. oczekiwane przez nas +7,8 mln PLN, co zapewne miało związek z upłynnianiem zapasów nawozów po cenach poniżej kosztu wytworzenia (wyraźny spadek zapasów q/q o 74 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo było ujemne i sięgnęło -62 mln PLN, czyli znacznie więcej niż prognozowaliśmy (-30 mln PLN), co prawdopodobnie jest związane z kolejnym przesunięciem transakcji opcyjnych do rachunkowości zabezpieczeń (Spółka pokazała tylko stratę na pożyczce do niemieckiej spółki zależnej i koszty odsetek). Pozytywną informacją w wynikach 2Q jest fakt zmniejszenia zadłużenia netto Grupy o 122 mln PLN do poziomu 1,6 mld PLN, głównie dzięki wysokim przepływom pieniężnym z działalności operacyjnej w kwocie 141 mln PLN (efekt spadku zapasów i należności o prawie 150 mln PLN).

Umowa w sprawie kredytu na Sarzynę

Ciech poinformował o zawarciu aneksu z konsorcjum banków Pekao, Handlowym i Millenium do umowy kredytowej zawartej w 2006 roku finansującej zakup udziałów w Zakładach Chemicznych Organika-Sarzyna. W 2008 roku Spółka złamała kowenanty kredytowe na tym kredycie i musiała przeklasyfikować go do zobowiązań krótkoterminowych. Aneks ustanawia dodatkowe zabezpieczenia na akcjach Soda Maławy i Organika-Sarzyna oraz ogranicza możliwość wypłaty dywidendy przez Ciech. Wartość tego kredytu sięga 170 mln PLN, a termin jego spłaty to grudzień 2014 roku.

Prawdopodobny wykup aktywów energetycznych w Niemczech

Ciechu ma zobowiązanie dotyczące wykupienia za 32 mln EUR udziałów w elektrociepłowni (zapadalność tego zobowiązania to 2014 rok), która obecnie dostarcza energię i ciepło do tamtejszych zakładów sodowych. Zakład energetyczny należy obecnie do inwestorów finansowych i współpracuje z Soda Deutschland w ramach umowy długoterminowej. Według wcześniejszych wypowiedzi Zarządu ewentualny wykup aktywów energetycznych w Niemczech miałby tylko charakter przejściowy, gdyż ta działalność ponownie zostałaby wydzielona poza Grupę do zewnętrznego koncernu energetycznego. Wspomniana kwota 32 mln EUR może nie być w tym wypadku kluczowa, gdyż ważny będzie efekt netto tej operacji, a więc cena ponownej

sprzedaży tych aktywów i warunki nowej długoterminowej umowy na dostawy mediów energetycznych. Wydaje się, że jest duża szansa na to, aby ta zmiana przyniosła korzyści niemieckim zakładom sodowym.

Zainteresowanie ofertą sprzedaży Ciech, ZAT i ZAK jest duże

Według Ministerstwa Skarbu zainteresowanie ofertą prywatyzacyjną Ciechu, ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn jest duże. Do tej pory memoranda informacyjne w tej sprawie odebrało kilkunastu inwestorów zarówno zagranicznych jak i krajowych. Udział w ofercie potwierdziła m.in. spółka PCC. Powodzenie tej prywatyzacji byłoby bardzo dobrą informacją dla Ciechu. Konkretnie oferty muszą być złożone do 15 września.

Aneks do umów z bankami

Ciech wraz ze swoimi spółkami zależnymi złożył specjalne oświadczenie do wszystkich banków finansujących Grupę, w którym zobowiązał się iż nie będzie bez ich zgody podejmował żadnych decyzji mogących zmieniać ocenę kredytową Spółki (ustanawiać nowych zabezpieczeń na aktywach, nabywać lub łączyć się z innymi podmiotami oraz zwiększać zadłużenia). W zamian banki zdecydowały się utrzymać status quo w dotychczasowych umowach kredytowych do 30 października. Podobny aneks podpisała niemiecka spółka zależna Ciechu z Commerzbankiem, wierzytelności wobec którego wynoszą 75 mln EUR. Umowy te stanowią element procesu refinansowania zadłużenia Ciechu, który powinien się zakończyć na przełomie września i października.

NWZA zwołane na 14 września

Zarząd Ciech zwołał na 14 września NWZA, w porządku którego znalazły się punkty dotyczące zmian w składzie Rady Nadzorczej oraz zmian w statucie Spółki. Proponowane zmiany w statucie mają w większości charakter redakcyjno-porządkowy i mają na celu dostosowanie statutu do obowiązujących uwarunkowań prawnych KSH.



Lotos (Akumuluj)

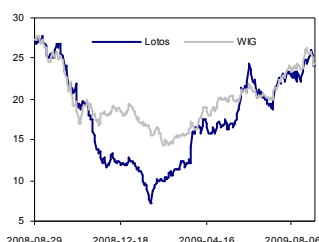
Cena bieżąca: 24,2 PLN

Cena docelowa: 26,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	12 469,8	-23,5%	19 029,4	52,6%	Liczba akcji (mln)	113,7
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	746,0	340,9%	1 154,7	54,8%	MC (cena bieżąca)	2 749,3
marża EBITDA	7,8%	1,0%		6,0%		6,1%		EV (cena bieżąca)	8 238,2
EBIT	713,7	-145,8		339,9		494,2	45,4%	Free float	41,2%
Zysk netto	777,2	-453,9		335,5		452,2	34,8%		
P/E	3,5			8,2		6,1		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	2,5			3,7		2,5		Zmiana ceny: 6m	110,8%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-10,4%
EV/EBITDA	3,5	37,5		11,0		8,6		Max (52 tyg.)	27,8
Dyid (%)	1,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Od naszej ostatniej rekomendacji kupuj akcje Lotosu podrożały o ponad 30% i obecnie oferują już mniejszy potencjał wzrostowy, dlatego też obniżamy zalecenie do akumuluj. W perspektywie najbliższych miesięcy spodziewamy się ostatecznego rozstrzygnięcia dotyczącego projektu ustawy o zapasach obowiązkowych, której pozytywny wpływ na wycenę Lotosu może być znaczący nie tylko ze względu na możliwość spieniężenia obecnych rezerw, ale również zwolnienie z obowiązku zwiększania stanów magazynowych po zakończeniu programu inwestycyjnego. Dodatkowym wsparciem może być oczekiwana przez nas poprawa marż rafineryjnych, przy założeniu stabilizacji cen ropy naftowej.

2Q- Przeszacowanie zapasów i wysokie zyski finansowe

Wyniki Lotosu za 2Q okazały się nieco lepsze od naszych oczekiwań, zarówno na poziomie netto jak i EBIT. Spółka wygenerowała 151 mln PLN zysku z działalności operacyjnej, z czego segment rafineryjny wypracował 176 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 130 mln PLN. Efekt LIFO był zgodny z naszymi prognozami (239 mln PLN vs. 240 mln PLN), tak więc strata po oczyszczeniu o wpływ zapasów była mniejsza niż szacowaliśmy (-63 mln PLN vs -110 mln PLN). Mogło to mieć związek z niższymi od naszych założeń kosztami przestoju remontowego, który zakończył się w kwietniu. Na działalności wydobywczej Lotos wygenerował 10 mln PLN zysku operacyjnego vs. 88 mln PLN rok wcześniej (po uwzględnieniu zmiany metodologii prezentacji tych danych od 1Q'09- korekty konsolidacyjne w segmencie pozostałe- wynik wyniósłby -9 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 4 mln PLN). Słaby rezultat tego segmentu to efekt braku przerobu ropy Petrobalticu w rafinerii (wydobycie 57,6 tys. ton, a przerobiono tylko 0,3 tys. ton), co oznacza że wynik został przesunięty na kolejne kwartały. Na pozostałej działalności EBIT wyniósł -16 mln PLN vs. -5 mln PLN rok temu. Saldo na działalności finansowej wyniosło 763 mln PLN i było zgodne z naszymi oczekiwaniami (750 mln PLN). Na tę pozycję złożyły się dodatnie przeszacowania kredytów walutowych 496 mln PLN (oczekiwaliśmy 427 mln PLN), wyceny i rozliczenia transakcji zabezpieczających kurs walutowy +179 mln PLN, z czego zamknięte pozycje na 58 mln PLN (oczekiwane 220 mln PLN), wyceny i rozliczenia transakcji zabezpieczających stopę procentową 80 mln PLN (oczekiwane 60 mln PLN), a także hedging marży rafineryjnej -32 mln PLN (oczekiwaliśmy neutralnego wpływu tej pozycji). Na kolejny kwartał otwarta pozycja hedgingowa Lotosu na kursie EUR/USD wynosi 246 mln EUR (kwartał wcześniej 347 mln EUR), a w przypadku USD/PLN -62 mln USD (poprzednio -293 mln USD).

Sprzedaż pakietu akcji za Petrobaltic nie przez giełdę?

Wiceminister skarbu potwierdził swoje wcześniejsze wypowiedzi, że pakiet 12,4% akcji Lotosu jaki trafił do MSP za resztówkę Petrobalticu będzie sprzedany jeszcze w tym roku, ale prawdopodobnie nie poprzez giełdę, a do wybranego inwestora. Ostateczna decyzja w tej sprawie ma zapaść już wkrótce.

Wykup akcji pracowniczych w Jasle i Czechowicach w 2010 roku

Według Prezesa Pawła Olechnowicza Lotos zdecyduje się na wykup akcji pracowniczych w Rafineriach Jasło i Czechowice w przyszłym roku. Wyznacznikiem wartości tych transakcji będzie raczej wycena tych spółek z ostatniej operacji wniesienia aportem resztówek przez MSP, a nie ich wartość nominalna. Według takich kalkulacji Lotos musiałby zapłacić 4 mln PLN za akcje Jasła i 8 mln PLN za akcje Czechowic. Wydatek ten w skali całej Grupy nie będzie miał znaczenia.

Kłopoty Energobalticu

Energobaltic (Petrobaltic posiada tam 32,16% udziałów) spółka będąca właścicielem elektrociepłowni gazowej we Władysławowie bazującej na gazie ziemnym dostarczanym

rurociągiem podmorskim z platformy wydobywczej Petrobalticu, ma problemy finansowe. Jest jednak szansa na zatwierdzenie jej układu z wierzycielami, do których należą Petrobaltic, SPV (współwłaściciel elektrociepłowni) oraz BOŚ. Wartość udziałów w Energobalticu w bilansie Grupy Lotos została w całości odpisana, podobnie jak pożyczka udzielona tej spółce w kwocie 23 mln PLN. W 2008 roku Energobaltic wypracował niecałe 27 mln PLN przychodów i -9 mln PLN straty netto.

Prezes zapowiada realizację założonych oszczędności

Według Prezesa Pawła Olechnowicza tegoroczne oszczędności zaplanowane w ramach pakietu anty kryzysowego mogą być wyższe niż planowane 390 mln PLN i wyniosą nawet 450 mln PLN (kwota ta uwzględnia zarówno koszty operacyjne, jak i inwestycyjne). Do końca roku Spółka przeprowadzi jednak analizy dotyczące ewentualnego wznowienia niektórych projektów inwestycyjnych w 2010 roku. Ze względu na kryzys nie uda się prawdopodobnie osiągnąć planu wydobycia 1 mln ton z krajowych złóż w 2013 roku. W pierwszych miesiącach 2010 roku pojawią się już natomiast pozytywne efekty realizowanego programu 10+ w rafinerii. W naszym modelu zakładaliśmy konserwatywnie, że poziom 1 mln ton będzie osiągnięty z rocznym opóźnieniem w stosunku do planów Zarządu (2014 rok). Wyższe oszczędności w tym roku dotyczą zapewne w dużej mierze nakładów inwestycyjnych, tak więc nie powinno to mieć wpływu na poprawę poziomu EBIT.

Umowa współpracy z ExxonMobil

Lotos podpisał umowę o rozszerzeniu współpracy flotowej z ExxonMobil w ramach programu międzynarodowych kart Lotos/Esso. Polski koncern zostanie od września wyłącznym przedstawicielem tego programu w krajach nadbałtyckich i rozpocznie pozyskiwanie i obsługę firm transportowych w tym regionie (w programie jest około 300 klientów z czego w pierwszym etapie Lotos przejmie kilkudziesięciu). Sprzedaż paliw klientom flotowym w I-półroczu w Lotosie wzrosła r/r o 62%. Dalszy rozwój tego kanału jest elementem przygotowywania rynku na dodatkowe wolumeny sprzedaży po uruchomieniu instalacji 10+.



PGNiG (Trzymaj)

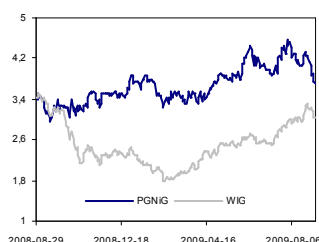
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 3,67 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 448,2	0,1%	18 649,8	1,1%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 264,9	-1,2%	2 760,8	21,9%	3 707,2	34,3%	MC (cena bieżąca)	21 889,0
marża EBITDA	13,8%	12,3%		15,0%		19,9%		EV (cena bieżąca)	22 817,8
EBIT	861,0	839,9	-2,4%	1 194,7	42,2%	1 938,4	62,2%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	904,6	-1,1%	1 043,3	15,3%	1 560,3	49,5%		
P/E	23,9	24,2		21,0		14,0		Zmiana ceny: 1m	-12,1%
P/CE	9,3	9,4		8,4		6,6		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV	1,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	7,8%
EV/EBITDA	8,9	9,4		8,3		6,0		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	4,6	5,1		2,4		2,4		Min (52 tyg.)	3,0



Wyniki PGNiG rozczarowały i powiększając stratę z 1Q'09, mimo oczekiwanych wysokich zysków w drugiej połowie roku, mocno utrudniły wypracowanie w całym roku zysku netto uzasadniającego obecną wycenę Spółki. W naszej opinii perspektywa wyraźnego wzrostu nakładów inwestycyjnych w najbliższych latach, które w części nie będą przekładały się na proporcjonalną poprawę EBITDA, będzie implikowała pogorszenie kluczowego wskaźnika EV/EBITDA na tle konkurencyjnych podmiotów. W krótkim terminie rynek może także zwrócić uwagę na planowaną przez GPW na 18 września rewizję udziałów Spółki w indeksie w związku z ponownym wyłączeniem akcji pracowniczych z free floatu. Po ostatnich spadkach kursu PGNiG zamknęliśmy naszą negatywną rekomendację i obecnie zalecamy trzymanie akcji koncernu.

2Q- Rozczarowanie na wszystkich segmentach

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się sporym rozczarowaniem, gdyż Spółka zanotowała 222 mln PLN straty operacyjnej, podczas gdy oczekiwaliśmy dodatniego EBIT na poziomie 210 mln PLN, a konsensus 198 mln PLN. Negatywne odchylenie pojawiło się praktycznie na wszystkich segmentach działalności, aczkolwiek w największym stopniu wyniki obciążyła działalność wydobywcza. Segment upstream wygenerował -16 mln PLN straty operacyjnej, podczas gdy my prognozowaliśmy 250 mln PLN zysku i 255 mln PLN w 2Q'08. Spółka sygnalizuje, że wynikało to z odpisu na majątek kopalniany w kwocie 162 mln PLN oraz spadku przychodów na działalności poszukiwawczej (-74 mln PLN q/q). EBIT segmentu obrotu również był ujemny i wyniósł -99 mln PLN (odchylenie wobec prognoz nie było jednak duże gdyż oczekiwaliśmy -62 mln PLN), co miało związek ze stratą na gazie importowanym. Zaskoczenie negatywne pojawiło się jeszcze na działalności dystrybucyjnej (EBIT -92 mln PLN vs. oczekiwane 24 mln PLN i -14 mln PLN rok temu), gdzie z uwagi na spadek wolumenów o 14% (prognozowaliśmy -7%) oraz jednorazową wypłatę z zysku dla pracowników w kwocie 40 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej pojawiło się dodatnie saldo w kwocie 80 mln PLN, co miało związek przede wszystkim z rozwiązaniem odpisu na pożyczkę dla EuropolGazu w kwocie 79 mln PLN. Ostatecznie po pierwszym półroczu strata netto Grupy sięga -493 mln PLN, co w naszej opinii oznacza, że wyniki w 2H'09 nie będą już w stanie uzasadnić obecnej wyceny PGNiG (nawet uwzględniając ponad 1 mld PLN EBIT w 4Q w związku z mocnym złotym). Zwracamy również uwagę, iż w 2Q'09 Grupa weszła w dług netto.

Zarząd o perspektywie 2H i emisji obligacji

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

Składniki dywidendy rzeczowej wycenione

PGNiG w uzupełnieniu projektu uchwały na WZA 9 września poinformował, że łączna wartość majątku przesyłowego jaka będzie przekazana MSP w ramach dywidendy rzeczowej to 382 mln PLN. Oznacza to, że pozostałe 6 mln PLN resort otrzyma w gotówce.

Większa wydajność Odazotowni Odolanów

Zarząd PGNiG zapowiada, że produkcja gazu w zakładzie odazotowania Odolanów ma w tym

roku sięgnąć 0,94 mld m³ vs. 0,88 mld m³ w roku ubiegłym. Dodatkowo Spółka zamierza zwiększyć produkcję LNG oraz helu. Ze względu na skalę przychodów z helu (28 mln PLN) wzrost produkcji tego gazu nie wpłynie istotnie na wyniki Spółki. Wzrost produkcji w Odolanowie ze względu na skalę przyrostu także nie powinien w zauważalny sposób poprawić wyników PGNiG, tym bardziej, że prawdopodobnie nie oznacza ono wzrostu produkcji gazu w ujęciu netto (w pierwszym półroczu Spółka zanotowała spadek wydobycia r/r).

Nowa odazotownia w Grodzisku już produkuje

PGNiG rozpoczął rozruch technologiczny w nowej odazotowni w Grodzisku Wielkopolskim. Zakład ten ma przetwarzać rocznie do 640 mln m³ surowca (produkcja do 467 mln m³ gazu wysokometanowego) oraz produkować skroplony gaz i hel. Dotychczas w ramach PGNiG funkcjonowała tylko odazotownia w Odolanowie, której roczna produkcja w tym roku ma sięgnąć 0,94 mld m³. Na razie Spółka nie podała kiedy nowy zakład osiągnie pełną zdolność produkcyjną. W nowej taryfie dla PGNiG spread w cenie gazu zaazotowanego i wysokometanowego został nieco zmniejszony, aczkolwiek nadal uzdatnianie zanieczyszczonego surowca jest opłacalne. Biorąc pod uwagę kaloryczność i cenę jednostki energii zawartych w poszczególnych rodzajach surowca szacujemy, że przy pełnym wykorzystaniu zdolności nowej odazotowni dodatkowy przychód może sięgnąć około 30-40 mln PLN w skali roku.

Inwestycje w energetyce

PGNiG prowadzi rozmowy w sprawie nabycia kilku małych elektrociepłowni gazowo-parowych o mocach 10-20 MW. Chodzi o projekty wymagające szybkiej wymiany przestarzałych instalacji. PGNiG nie wyklucza także wejścia z właścicielami tych obiektów w alians strategiczny. W tej chwili negocjacje dotyczą jednej elektrociepłowni miejskiej i dwóch zakładowych. Uważamy, że wejście w energetykę opartą na gazie to dobry kierunek rozwoju PGNiG. Skala wspomnianych projektów nie będzie jednak miała istotnego znaczenia dla koncernu.

Plany budowy magazynów i wydobycia

PGNiG zamierza wraz z zewnętrznym partnerem wybudować w okolicy Szczecina pierwszy komercyjny magazyn gazu, który stanowiłby zaplecze dla terminalu LNG. Budowa mogłaby ruszyć za 2-3 lata, a planowane zakończenie to lata 2014-15. Wiceprezes PGNiG, Waldemar Wójcik, zapowiedział ponadto, że Spółka oczekuje że wydobycie ze złóż norweskich rozpocznie się w 4Q 2011 roku i początkowo będzie wynosić 0,5 mld m³ rocznie (wolumen dla PGNiG). Spore nadzieje koncern wiąże z koncesjami w Libii, gdzie szacowane zasoby to 150 mld m³. Spółka rozpoczęła na tych polach próbną wiercenia.

Obietnica kontraktu gazowego

Premier Rosji Władimir Putin w czasie swojej wizyty w Polsce zapowiedział, że podpisanie umowy gwarantującej Polsce dodatkowe dostawy gazu od Gazpromu (w zamian za brak wolumenów od RUE) jest możliwe w najbliższym czasie, aczkolwiek jednym z warunków jest uporządkowanie struktury właścicielskiej w EuRoPolGazie i wykup przez Gazprom oraz PGNiG mniejszościowych udziałów Gas Tradingu. Pozytywne zakończenie tej kwestii jest realne poprzez przymusowy wykup 4% pakietu Gas Tradingu. Jeśliby do tego doszło to oznaczałoby to wyższy wolumen sprzedaży o około 0,7-1 mld m³ i wyższy wynik operacyjny o około 110-160 mln PLN.



PKN Orlen (Kupuj)

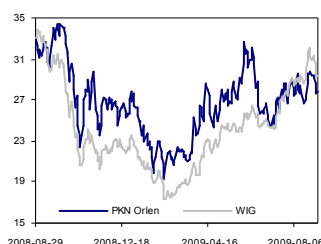
Cena bieżąca: 27,8 PLN

Cena docelowa: 40,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	65 818,5	-17,2%	74 645,2	13,4%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	4 855,3	447,0%	5 027,6	3,5%	MC (cena bieżąca)	11 868,9
marża EBITDA	7,9%	1,1%		7,4%		6,7%		EV (cena bieżąca)	28 618,6
EBIT	2 603,9	-1 603,8		2 164,5		2 294,6	6,0%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 608,7		1 774,1	10,3%		
P/E	4,9			7,4		6,7		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	2,5			2,8		2,6		Zmiana ceny: 6m	26,5%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-10,8%
EV/EBITDA	4,6	30,6		5,9		5,9		Max (52 tyg.)	34,5
Dyid (%)	0,0	5,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



W sierpniu kolejny raz akcje Orlenu zachowywały się gorzej od indeksu WIG20 (+2,7% vs. +3,5%), co zapewne wynikało z obaw inwestorów o utrzymujące się niskie poziomy marż rafineryjnych i dyferencjału Ural/Brent. Negatywny wpływ miała także zapowiedź przestoju instalacji HOG i hydrocrackingu w 3Q. W średnim terminie wsparciem dla notowań PKN mogłyby być informacje o postępach w prowadzonych dezinvestycjach (Polkomtel, Anwil) oraz ostateczny projekt ustawy o zapasach obowiązkowych zapowiadany przez resort gospodarki na przełomie września i października. Kluczową kwestią będzie jednak otoczenie makro. Na razie korzystnie w kontekście 3Q prezentują się tylko marże petrochemiczne. W przypadku marż rafineryjnych obiecujące są odczyty z ostatnich dni, ale dla kontynuacji tego trendu niezbędna jest stabilizacja cen ropy. My zakładamy jednak taki właśnie scenariusz w notowaniach surowca i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj.

2Q- Lepiej niż wstępnie zapowiadano, wysoki CF operacyjny

W 2Q'09 Grupa Orlenu wypracowała 661 mln PLN zysku operacyjnego vs. zapowiadane we wstępnych szacunkach 600-650 mln PLN. Wynik netto na poziomie 1,2 mld PLN również okazał się lepszy niż można było oczekiwać po opublikowanym lipcowym komunikacie (szacowaliśmy go na poziomie 1 mld PLN). Na uwagę zasługuje przede wszystkim fakt wygenerowania aż 1,9 mld PLN dodatnich przepływów z działalności operacyjnej w środowisku rosnących cen ropy naftowej (saldo na kapitale obrotowym wyniosło +0,8 mld PLN dzięki wzrostowi zobowiązań), co łącznie z przeszacowaniem kredytów walutowych (+1 mld PLN na poziomie bilansu, w rachunku wyników tylko kredyty w EUR w kwocie 351 mln PLN) pozwoliło na obniżenie długu netto z 14,3 mld PLN do 13,3 mld PLN mimo realizowanej płatności za resztówkę rafinerii w Możejkach w kwocie 1 mld PLN. Na działalności rafineryjnej EBIT wyniósł 770 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 831 mln PLN i 1,5 mld PLN rok wcześniej. Główne czynniki wpływające na obniżenie wyniku r/r to pogorszenie warunków makro (-400 mln PLN na marżach i dyferencjale trochę zneutralizowane przez wyższy kurs USD/PLN) oraz spadek wolumenów (-350 mln PLN). Jednorazowy negatywny efekt nieplanowanych przestojów w Płocku i Unipetrolu Zarząd oszacował na -76 mln PLN (saldo uwzględnia dodatni efekt odpisów na aktywa 80 mln PLN). Efekt LIFO wyniósł 928 mln PLN (z tego 890 mln PLN zakwalifikowano do segmentu rafineria) vs. 859 mln PLN rok temu. Po oczyszczeniu o wspomniane one-offy wynik segmentu wg. LIFO wyniósł -52 mln PLN, a więc zgodnie z oczekiwaniami w obecnym otoczeniu makro ten segment oscyluje w okolicach break even. Pozytywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie detalicznym, który wypracował 223 mln PLN zysku operacyjnego vs. oczekiwane 112 mln PLN i 122 mln PLN w 2Q'08. Udało się to osiągnąć dzięki wyższym marżom na stacjach benzynowych (+70 mln PLN r/r głównie w Czechach i Niemczech) oraz wyższym marżom pozapaliwowym (+30 mln PLN) przy nieco wyższych kosztach (-22 mln PLN). W przypadku segmentu petrochemicznego wynik był gorszy od naszych szacunków -172 mln PLN vs. oczekiwane -62 mln PLN i 120 mln LN w 2Q'08. Przyczynił się do tego spadek marż (-200 mln PLN) i wolumenów (-50 mln PLN), spowodowany m.in. nieplanowanymi przestojami na instalacji olefin (-64 mln PLN). Wynik Anwila to tylko 8 mln PLN vs. oczekiwane 45 mln PLN (efekt obniżonych dostaw etylenu z Płocka i związanych z tym niższych wolumenów PVC). Na pozycji kosztów nieprzypisanych nie było zaskoczeń i wyniosły one -160 mln PLN vs. oczekiwane -150 mln PLN. Na działalności finansowej saldo wyniosło +619 mln PLN vs. oczekiwane 214 mln PLN, a różnica to przede wszystkim efekt wyższych dodatnich różnic kursowych ponad te z tytułu przeszacowania kredytów w EUR (+351 mln PLN vs. oczekiwane 300 mln PLN).

Zapowiadane przestoje w 3Q

W prezentacji inwestorskiej PKN Orlen przedstawił listę planowanych na 3Q'09 przestojów remontowych, na której znalazły się m.in. 30 dniowy remont hydrocrackingu i instalacji HOG oraz 25 dniowy przestój jednej z instalacji HON. Ta informacja oznacza dodatkowe obciążenie

dla wyników trwającego kwartału, które może sięgać 150-200 mln PLN w zależności od wysokości utraconej marży. Orlen nie podał w jakim miesiącu przeprowadzone będą te przestoje. Lipiec i sierpień byłyby w tym kontekście najkorzystniejszym wyborem z uwagi na niski poziom marż i dyferencjału.

Unipetrol nie na sprzedaż, dezinvestycje w innych obszarach

Orlen zdementował doniesienia czeskiej prasy jakoby prowadził negocjacje w sprawie sprzedaży Unipetrolu rosyjskiej spółce lub rządowi Czech. Rzeczywiście w ostatnich tygodniach takie plotki pojawiły się na rynku. Sprzedaż aktywów z podstawowego biznesu koncernu wydaje się jednak mało prawdopodobna. Tymczasem Orlen zgodnie z postanowieniami WZA wystawił na sprzedaż 12 stacji paliw oraz bazy magazynowe o wartości wywoławczej bliskiej 100 mln PLN. Koncern chce także sprzedać, a następnie wydzierżawić 1000 cystern należących obecnie do spółki zależnej Orlen Koltrans. Wcześniej zapowiadano sprzedaż firmy transportowej w całości, ale w perspektywie kilku lat. Wpływy z tej dezinvestycji były szacowane na 300 mln PLN.

Pomysł wypłaty dywidendowej zaliczki z Polkomtela

Według doniesień prasowych Orlen zastanawia się nad możliwością wypłaty z Polkomtela zaliczki na poczet dywidendy za rok 2009 jeszcze przed sprzedażą posiadanego przez siebie pakietu operatora. Koncepcja ta mogłaby być przeanalizowana przez akcjonariuszy Polkomtela po wynikach za 3Q. Na razie Orlen nie konsultował tego pomysłu z innymi akcjonariuszami, a oni raczej wypowiadają się na ten temat sceptycznie. Na pewno taka decyzja opóźniłaby proces sprzedaży pakietu operatora.

Planowany remont w Możejках w 2010

Rafineria w Możejках planuje na jesieni 2010 roku remont, który będzie trwał 6 tygodni. Ma to związek z procesem inwestycyjnym realizowanym przez litewskie zakłady. Na razie Orlen nie opublikował oficjalnego komunikatu w tej sprawie, więc nie wiadomo o jakie inwestycje chodzi. Wcześniej Spółka informowała, że z uwagi na kryzys rezygnuje z budowy w Możejках instalacji hydrocrackingu. Opóźnienie w realizacji inwestycji jest być może powodem przesunięcia tego generalnego remontu z 2009 roku na 2010.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 6,1 PLN

Cena docelowa: 5,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 581,4	-34,2%	1 441,6	-8,8%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-184,7		110,5		MC (cena bieżąca)	456,8
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-11,7%		7,7%		EV (cena bieżąca)	717,3
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-264,8		25,5		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-248,1		8,9			
P/E	2,2	15,9				51,5		Zmiana ceny: 1m	-11,4%
P/CE	1,8	4,8				4,9		Zmiana ceny: 6m	30,7%
P/BV	0,5	0,5		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-65,9%
EV/EBITDA	1,3	2,0				5,5		Max (52 tyg.)	17,9
Dyield (%)	7,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Po publikacji bardzo słabych danych za 2Q'09 wydaje się, że Police najgorsze mają już za sobą. Straty w kolejnych kwartałach tego roku będą już zapewne mniejsze i jest szansa na osiągnięcie break even na początku roku 2010. Otoczenie zewnętrzne pozostaje jednak bardzo niesprzyjające (zaostarzająca się konkurencja w kraju, oczekiwany spadek rentowności na moczniku, presja importowa przy mocnym złocie) i dlatego spodziewana poprawa wyników będzie następowała w naszej opinii powoli, a możliwe do osiągnięcia przychody i marże w 2010 i 2011 roku będą niższe od tych z lat 2007-08. Negatywnie na sentyment wokół Spółki może wpływać także spodziewany wzrost zadłużenia na koniec tego roku związany z konwersją strat na opcjach walutowych oraz spłaty narosłych w ostatnim czasie zobowiązań przeterminowanych wobec dostawców i innych podmiotów. Te czynniki ryzyka zostały już jednak w naszej opinii w znacznej mierze zdyskontowane w ostatnich spadkach kursu, które wyczerpały już potencjał spadkowy także w relacji do naszej ceny docelowej. W tym kontekście zamykamy naszą negatywną rekomendację i zalecamy trzymanie akcji Polic.

Wyniki za 2Q gorzej od oczekiwań

Police w 2Q'09 zaskoczyły negatywnie praktycznie na wszystkich poziomach rachunku wyników. Niższe niż oczekiwaliśmy przychody to efekt przede wszystkim słabych wolumenów sprzedaży nawozów NP i NPK, mimo prowadzonych promocji na rynku krajowym. Ujemna marża brutto na sprzedaży w 2Q wyniosła -12% wobec -5,3% w 1Q, co wskazuje na jeszcze większą determinację Spółki w walce o bieżącą płynność poprzez sprzedaż zapasów poniżej kosztów produkcji przy spadku rynkowych cen nawozów. Na poziomie operacyjnym strata dodatkowo została wzmocniona poprzez jednorazowe odpisy wartości aktywów w kwocie -44 mln PLN. Wynik netto ostatecznie ukształtował się na poziomie -53 mln PLN, głównie dzięki pozytywnej wycenie hedgingu (+38 mln PLN) oraz aktywo podatkowe w kwocie 28 mln PLN. W 2Q'09 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły -112 mln PLN z uwagi na konieczność spłaty części zaległych zobowiązań. Spółka poprzez wykorzystanie dostępnych linii kredytowych zwiększyła dług netto do 51,8 mln PLN. Do tej kwoty należy doliczyć pozostające do spłaty przeterminowane zobowiązania wobec dostawców (125 mln PLN) oraz zobowiązania publicznoprawne (54 mln PLN) oraz aktualną wartość straty na instrumentach zabezpieczających (przy kursie 4,11 EUR/PLN szacujemy ją na 90 mln PLN). Po uregulowaniu tych pozycji łączny dług netto Polic wzrośnie do 320 mln PLN.

Dodatkowe zabezpieczenia na rzecz PKO

ZCH Police zdecydowały o ustaleniu dodatkowych zabezpieczeń na nieruchomościach oraz maszynach należących do ZCH Police. Zastaw i hipoteka zostały ustanowione do kredytu na kwotę 70 mln PLN przeznaczonego na rozliczenie transakcji walutowych. Umowa ta została podpisana z PKO BP 21 lipca. Nadal czekamy na pozyskanie kredytu obrotowego na kwotę 150 mln PLN, który pozwoli na kontynuowanie działalności operacyjnej i zakup surowców. W naszej opinii rynek już uwzględnia pozytywne zakończenie tego procesu, ale jednocześnie nie bierze pod uwagę faktu zwiększenia zadłużenia Spółki na koniec roku.

Wywiad z Prezesem ds. strategii

Według wiceprezesa Tomasza Zielińskiego, odpowiedzialnego w Spółce za strategię, planowana restrukturyzacja Grupy powinna w tym roku przynieść kilkanaście mln PLN wpływów, a w 2010 roku kolejne 90 mln PLN. Środki mogłyby być uwolnione poprzez sprzedaż podmiotów zależnych, przede wszystkim zajmujących się transportem oraz remontami. Część z nich mogłaby trafić na New Connect. Police rozważają także pozyskanie partnerów do niektórych projektów. Zarząd pracuje obecnie nad aktualizacją strategii rozwoju i nie wyklucza, że mimo trudnej sytuacji Spółki utrzymane zostaną plany inwestycyjne, głównie dzięki oczekiwanemu dofinansowaniu niektórych projektów przez środki unijne. Planów dezinvestycyjnych

Polic idą w dobrym kierunku, aczkolwiek kluczowe będą w tym wypadku ostateczne transakcje sprzedaży poszczególnych podmiotów. Jeśli chodzi o 3 spółki remontowo-budowlane przeznaczone na sprzedaż to ich łączne przychody w 2008 roku sięgnęły 224 mln PLN, a zysk netto 13,2 mln PLN. Spółka transportowa Transtech wygenerowała 34 mln PLN przychodów i 0,8 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że spółki te świadczą usługi przede wszystkim dla Polic, tak więc ich sprzedaż będzie się wiązać ze zmniejszeniem zysku skonsolidowanego.

Walka cenowa na rynku nawozowym

Na rynku nawozowym nasila się walka cenowa inicjowana przez zagranicznych producentów. W szczególności do presji na ceny przyczynia się oferta koncernu Yara oraz import z Czech i Węgier. W dużej mierze odpowiedzialny jest za to mocny złoty oraz relatywnie wysokie ceny gazu w Polsce. Taki obraz rynku jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że wbrew oczekiwaniom krajowych producentów obecna sytuacja nie pozwoli na odbudowę cen w sezonie jesiennym po czerwcowych mocnych obniżkach. Na razie ZAP czy ZAK zapowiadają, że dalej z cenami w dół schodzić nie zamierzają i chcą walczyć o klienta warunkami płatności. Może to być jednak nieuniknione jeśli kurs polskiej waluty się nie osłabi. Obecnie średni koszt gazu w europejskiej części koncernu Yara wynosi około 220-240 USD/tys. m³, podczas gdy polskie spółki płacą ponad 300 USD/tys. m³. Ta utrata konkurencyjności odbije się zarówno na utracie przez nich rynków eksportowych, a także osłabieniu pozycji w kraju.

Zarząd planuje wyjść na plus w grudniu

Zarząd Polic spodziewa się, że kolejne kwartały powinny przynieść już mniejsze straty operacyjne w relacji do pierwszego półrocza. Spółka oczekuje dodatniego EBIT w grudniu i poprawy wyników w 2010 roku. Kierownictwo zdecydowało wstępnie o zamknięciu 1 z 2 linii amoniaku i 2 z 6 linii nawozów NPK uznając je za trwale nierentowne. Police po zredukowaniu kosztów zamierzają skoncentrować się na rynku krajowym. Perspektywa osiągnięcia break even w końcówce roku jest możliwa aczkolwiek w obecnych okolicznościach jest to raczej optymistyczny scenariusz. Rosnąca konkurencja na rynku krajowym przy umacniającej się złotówce i oczekiwany spadek rentowności na sprzedaży mocznika (jedyne produkty przynoszące w ostatnich kwartałach dodatnia marżę dla Polic) mogą stanowić spore wyzwanie. Pewnym zaskoczeniem jest decyzja o trwałym wyłączeniu z eksploatacji części linii technologicznych (szczególnie amoniaku w związku z planowaną jeszcze do niedawna rozbudową instalacji mocznika o 200 tys. ton). Będzie to oznaczać, że obecne cięcia kosztów nie przełożą się na skokowy wzrost wyników w przypadku powrotu koniunktury, gdyż w dużej mierze mają związek z ograniczeniem potencjału produkcyjnego.



ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 80,5 PLN

Cena docelowa: 82,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 413,0	-3,6%	2 148,2	-11,0%	2 370,4	10,3%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	471,1	8,9%	173,8	-63,1%	234,7	35,1%	MC (cena bieżąca)	1 538,8
marża EBITDA	17,3%	19,5%		8,1%		9,9%		EV (cena bieżąca)	1 078,4
EBIT	358,7	402,9	12,3%	102,7	-74,5%	156,0	51,8%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	259,7	-21,5%	127,7	-50,8%	143,8	12,6%		
P/E	4,7	5,9		12,1		10,7		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	3,8	4,7		7,7		6,9		Zmiana ceny: 6m	63,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-18,7%
EV/EBITDA	2,4	1,7		6,2		5,0		Max (52 tyg.)	99,0
Dyid (%)	2,1	5,3		5,1		2,5		Min (52 tyg.)	38,1



W sierpniu m.in. ze względu na opublikowany przez Zarząd komunikat w sprawie gorszych wyników kwartalnych kurs ZA Puławy zachowywał się nieco gorzej od szerokiego indeksu (+6,5% vs. 7,6%). Rezultaty wypracowane przez Spółkę w ostatnim kwartale roku obrotowego rzeczywiście okazały się słabsze od oczekiwań i choć w dużej mierze wynikało to z jednorazowych rezerw na świadczenia emerytalne, to wyniki oczyszczone zwiastują pogorszenie marż w kolejnych kwartałach. Spadki cen nawozów w kraju przy niezmiennym poziomie kosztów gazu i innych surowców oraz trudna sytuacja w segmencie melaminy nie pozwolą w naszej opinii na osiągnięcie break even w perspektywie najbliższego półrocza. W tym negatywnym scenariuszu jedynym wsparciem dla kursu w krótkim okresie będzie możliwa wypłata wysokiej dywidendy (nawet ponad 20 PLN na akcję), której ostateczna skala zostanie ustalona na WZA być może jeszcze we wrześniu. Do tego momentu utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki gorsze od oczekiwań ze względu na rezerwy

Wyniki ZAP za 4Q roku obrotowego 2008/09 na poziomie zysków okazały się gorsze od naszych oczekiwań, aczkolwiek w dużej mierze wynikało to z wyższego o 17 mln PLN ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w związku z zawiązaniem dodatkowych rezerw na świadczenia emerytalne. W relacji do szacunków wyników podanych przez ZAP miesiąc temu, negatywne odchylenie pojawiło się tylko na poziomie przychodów (komunikat sugerował sprzedaż na poziomie 700-800 mln PLN). Struktura przychodów wskazuje na wyższą niż oczekiwaliśmy sprzedaż saletry amonowej (+31 mln PLN) przy jednoczesnym niższym poziomie sprzedaży mocznika (-13,1 mln PLN) i melaminy (-13,6 mln PLN). Po stronie kosztów ZA Puławy zanotowały wyższe niż się spodziewaliśmy wydatki na surowce i energię, aczkolwiek z uwagi na brak szczegółowego rozbicia tej kategorii trudno te rozbieżności komentować. Ostatecznie, po uwzględnieniu wspomnianego wyższego ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej kwartałny EBIT był niższy od naszych prognoz o ponad 10 mln PLN. Z uwagi na niższe niż oczekiwaliśmy dodatnie saldo na działalności finansowej (+34 mln PLN vs. +47 mln PLN) odchylenie na wyniku netto jest większe. Przychody finansowe z odsetek (8,5 mln PLN) oraz wycena hedgingu (+39 mln PLN) były zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale Spółka odwróciła część wcześniej raportowanych zysków z tytułu różnic kursowych (-13 mln PLN) czego nie uwzględniliśmy w naszych szacunkach.

Na uwagę w wynikach za 4Q zasługuje także mocny ujemny cash flow z działalności operacyjnej (-80 mln PLN) związany ze wzrostem zapasów (-40 mln PLN z tego tytułu) oraz spadku zobowiązań (-109 mln PLN), co wynikało przede wszystkim z zamykania opcji walutowych (zobowiązania z tego tytułu spadły o 110 mln PLN, w części także z uwagi na umocnienie złotego). Po uwzględnieniu wydatków inwestycyjnych (-56 mln PLN) gotówka netto ZAP obniżyła się do 581 mln PLN, co po oczyszczeniu o pozostałe do spłaty zobowiązania z tytułu hedgingu (-33 mln PLN) implikuje poziom środków pieniężnych na koniec roku obrotowego na poziomie 548 mln PLN, czyli ponad 28 PLN na akcję.

Propozycja dywidendy 2,55 na akcję

Zarząd ZAP przedstawił Radzie Nadzorczej propozycję wypłaty dywidendy za rok obrotowy 2008/09 w kwocie 48,7 mln PLN, czyli 2,55 PLN na akcję (stopa wypłaty wg. tej propozycji wyniosłaby tylko 25%). W naszej opinii możliwa jest znacznie wyższa wypłata, a w kontekście planowanej na przyszły rok przez MSP prywatyzacji ZAP resort może wnioskować o wypłatę z kapitału zapasowego. Wartość gotówki netto ZAP na koniec roku 2008/09 kwartału, po uwzględnieniu zobowiązań z transakcji zabezpieczających, wynosiła około 548 mln PLN, czyli ponad 28 PLN na akcję.

Walka cenowa na rynku nawozowym

Na rynku nawozowym nasila się walka cenowa inicjowana przez zagranicznych producentów.



W szczególności do presji na ceny przyczynia się oferta koncernu Yara oraz import z Czech i Węgier. W dużej mierze odpowiedzialny jest za to mocny złoty oraz relatywnie wysokie ceny gazu w Polsce. Taki obraz rynku jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że wbrew oczekiwaniom krajowych producentów obecna sytuacja nie pozwoli na odbudowę cen w sezonie jesiennym po czerwcowych mocnych obniżkach. Na razie ZAP czy ZAK zapowiadają, że dalej z cenami w dół schodzić nie zamierzają i chcą walczyć o klienta warunkami płatności. Może to być jednak nieuniknione jeśli kurs polskiej waluty się nie osłabi. Obecnie średni koszt gazu w europejskiej części koncernu Yara wynosi około 220-240 USD/tys. m³, podczas gdy polskie spółki płacą ponad 300 USD/tys. m³. Ta utrata konkurencyjności odbije się zarówno na utracie przez nich rynków eksportowych, a także osłabieniu pozycji w kraju.

Górnictwo węgla



LW Bogdanka (Trzymaj)

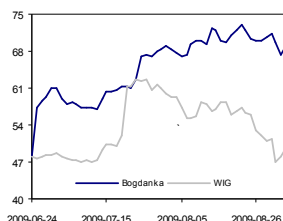
Cena bieżąca: 68,9 PLN Cena docelowa: 68 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 163,0	12,6%	1 184,0	1,8%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	385,9	13,6%	377,9	-2,1%	MC (cena bieżąca)	2 343,5
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,2%		31,9%		EV (cena bieżąca)	2 167,3
EBIT	121,4	203,5	67,7%	236,3	16,2%	189,1	-20,0%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	184,1	18,0%	141,9	-22,9%		
P/E	16,8	10,2		12,7		16,5		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	7,3	5,4		7,0		7,1		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,6	4,7		5,6		6,4		Max (52 tyg.)	73,0
Dyid (%)	3,2	0,4		3,8		0,8		Min (52 tyg.)	48,0



W IH2009 spółka wypracowała 173,7 mln EBITDA i 82,5 mln PLN zysku netto. Wynik obciążony jest jednorazowym zdarzeniem, tj. rezerwą na nagrody dla pracowników z tytułu prywatyzacji spółki w wysokości 36 mln PLN. W naszej ocenie kluczowym parametrem opisującym 2H br. będzie wolumen sprzedaży. Wyniki pierwszego półrocza zostały osiągnięte przy sprzedaży na poziomie 2,32 mln ton. Zarząd deklaruje, że tegoroczna prognoza na poziomie 5,3 mln ton zostanie zrealizowana, co potwierdza sprzedaż w lipcu i sierpniu na poziomie 1 mln ton. Oznacza to, że nawet przy rosnących kosztach (realizacja kolejnych etapów inwestycji w polu Stefanów) i niższych cenach sprzedaży węgla (obniżka o 4,5%) większy o 1 mln ton wolumen sprzedaży i brak zdarzeń jednorazowych powinny spółce zapewnić lepszy wynik niż w 1H2009. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 68 PLN za akcję (+5,4% wzrost w związku ze wzrostem wyceny porównawczej).

1H2009 i kolejne dwa kwartały

W IH2009 spółka wyprodukowała 2,48 mln ton węgla z czego sprzedała 2,32 mln ton. Średnia cena sprzedaży wyniosła 215 PLN/t a szacowany przez nas jednostkowy koszt produkcji ok. 155 PLN/t, co oznacza 60 zysku brutto na każdej sprzedawanej tonie węgla. W drugim półroczu oczekujemy, że przy rosnących kosztach jednostkowych (natężenie prac wiertniczo-górnich i wzrost kosztów materiałowych) związanych z pracami w Polu Stefanów, jednostkowy koszt produkcji wzrośnie do 168 PLN/t przy jednoczesnym spadku ceny sprzedaży węgla do 204 PLN/t. Oznacza to spadek jednostkowego zysku brutto do 36 PLN/t, jednak przy 3 mln wolumenu sprzedaży powinno wygenerować 190 mln PLN EBITDA z działalności górniczej. Biorąc pod uwagę pozostałą działalność spółki oraz odsetki jakie powinny pojawić się po tym jak spółka pozyskała 523 mln PLN z emisji akcji nasza tegoroczna prognoza powinna zostać osiągnięta (w założeniach podwyższamy prognozowaną sprzedaż węgla w br. z 5,15 mln ton do 5,3 mln ton, w roku kolejnym obniżamy prognozę z 5,8 mln ton to 5,5 mln ton).

Rok 2010 będzie trudniejszy

W przyszłym roku spodziewamy się, że zwiększone koszty operacyjne związane z inwestycją w Stefanowie będą utrzymywały się w całym roku (jednostkowy koszt produkcji równy 174 PLN/t, +3% r/r), co przy zakładanej przez nas średniorocznej cenie węgla na poziomie 205 PLN/t powinno oznaczać ponad 20% spadek zysku netto r/r. Istotnej poprawy wyników spodziewamy się w roku 2011, kiedy nastąpi skokowy wzrost produkcji węgla (+35% r/r) w związku z uruchomieniem pierwszej ściany wydobywczej w Stefanowie.

Telekomunikacja

Polkomtel na sprzedaż

PGE podjęła decyzję o rozpoczęciu przygotowań do sprzedaży akcji Polkomtela i tym samym dołączyła do PKN, który taki proces uruchomił w lipcu br. PGE w najbliższym czasie ogłosi przetarg na wybór doradcy w tym procesie. PGE posiada 21,85% akcji operatora, PKN Orlen, KGHM i Vodafone każdy po 24,4% a Węgłokoks 4,98%. Biorąc pod uwagę prawo pierwokupu ze strony pozostałych akcjonariuszy decyzja PGE praktycznie wymusza na pozostałych polskich udziałowcach – przede wszystkim KGHM - również podjęcie decyzji o sprzedaży, chyba, że KGHM zadowolony się pozycją akcjonariusza mniejszościowego – tracąc jednocześnie możliwość uzyskania premii za oddanie kontroli w przypadku kupna akcji przez Vodafone. Naszym zdaniem jest mało realne, żeby KGHM chciał dalej zwiększać udział w Polkomtelu zachowując równowagę sił z Vodafone. W wariantcie giełdowym, operator może trafić na GPW ale jedynie za zgodą Vodafone, dla którego takie rozwiązanie może również okazać się korzystne – nie musi wykupywać wszystkich pozostałych udziałowców a przejmie kontrolę przy rozproszonym akcjonariacie mniejszościowym. Pojawienie się operatora, którego wartość można szacować na 15-17 mld PLN byłoby zagrożeniem dla akcji TP. Jest to pozytywna informacja dla akcjonariuszy PKN i KGHM.

Polkomtel wchodzi w rynek TP

Za 11,8 mln PLN Polkomtel nabył od Romana Karkosika i NFI Midas 100% udziałów w spółce Nordisk Polska (NP.), która posiada rezerwację częstotliwości 410MHz, umożliwiającą wykorzystanie technologii CDMA. Dotychczas jedynym liczącym się operatorem wykorzystującym CDMA była TP, która dzięki tej technologii była w stanie wykazywać wzrost liczby użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu (obszary o mniejszym nasyceniu usługami). Naszym zdaniem opóźnienie Polkomtela w zakresie budowy infrastruktury CDMA jest na tyle duże, że w najbliższym półroczu nie będzie stanowił istotnego zagrożenia dla pozycji TP. Problem może pojawić się w połowie 2010. Informacja negatywna dla TP, jednak jej wpływ na wycenę oceniamy jako niewielki (TP posiada 34 tys. abonentów CDMA, co stanowi 1,6% bazy ADSL+CDMA).

Niższe MTR przenoszą się na dystrybutorów

Polkomtel zaproponował nowe umowy dystrybutorom w zakresie sprzedaży doładowań elektronicznych kart telefonicznych pre-paid, z którymi niektóre firmy nie godzą się. Polkomtel wypowiedział dotychczasowe umowy, co oznacza, że jeśli nie dojdzie do porozumienia pomiędzy stronami we wrześniu w części punktów sprzedaży terminale nie będą obsługiwać Polkomtela. Operator twierdzi, że nowe umowy zostały uzgodnione z największymi dystrybutorami a ponadto prowadzi rozmowy z nowymi dystrybutorami, którzy akceptują warunki brzegowe i mogą zastąpić dotychczasowych, którzy nie podpiszą nowych umów. Operatorzy próbują szukać oszczędności, po tym jak pogorszyły się ich wyniki w wyniku wojny cenowej w segmencie pre-paid. Polkomtel nie jest odosobnionym przypadkiem, w tym tygodniu umowę Ruchowi wypowiedział Centertel. Negocjacje są niewątpliwie nerwowe, bo chodzi o duże pieniądze. Na końcu drogi uważamy jednak, że strony dojdą do porozumienia na czym stracą przede wszystkim dystrybutorzy – operatorzy już ponieśli straty związane ze spadkiem cen.

Duże straty P4

W 1H2009 P4 (operator sieci Play) miał 326 mln PLN straty netto w stosunku do 835 mln PLN straty w całym 2008 roku. W 1Q2010 operator zapłaci pierwszą ratę od kredytu udzielonego przez China Development Bank na kwotę 540 mln EUR o a to oznacza dodatkowe 150 mln PLN samych kosztów odsetkowych. P4 zbliża się do celu na ten rok, tj. 3 mln abonentów, co należy uznać za duży sukces. Tym niemniej uważamy, że stopniowe niwelowanie asymetrii stawek MTR oraz prawdopodobnie nienajlepsza sytuacja bilansowa operatora mogą przyspieszyć decyzję o sprzedaży spółki. Jeżeli P4 nie zbuduje w wymaganym czasie własnej infrastruktury telekomunikacyjnej (brak danych) to jego zdolność do trwałego konkurowania z trzema zasiedzającymi operatorami zniknie. Biorąc pod uwagę wyniki spółki i jeszcze do niedawna problemy z finansowaniem bankowym, P4 może mieć z tym problem. Podtrzymujemy opinię z czasów kiedy P4 wchodziło na rynek, nie jest problemem zbudowanie bazy abonenckiej ale osiągnięcie wymaganej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Nadal uważamy, że P4 nie uda się ta sztuka. Nie będzie też pieniędzy na kolejną wojnę cenową. Im gorsza sytuacja P4 tym lepiej dla pozostałych operatorów mobilnych.

CenterNet i Mobyland razem

NFI Midas (CenterNet, R. Karkosik) podpisał list intencyjny z Mobyland (Z. Solorz) dotyczący współpracy w zakresie m.in. połączenia i wspólnego użytkowania sieci telefonii komórkowych obu firm. Docelowo współpraca ma doprowadzić powstania jednego operatora oferującego mobilną sieć 4G (LTE). Krok w dobrym kierunku, operatorzy o charakterze niszowym nie zagrażają największym podmiotom na rynku.



Netia (Trzymaj)

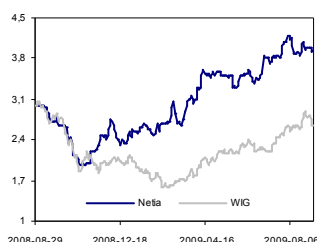
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 487,6	33,7%	1 524,0	2,4%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	274,1	60,6%	287,1	4,7%	MC (cena bieżąca)	1 537,2
marża EBITDA	20,4%	15,3%		18,4%		18,8%		EV (cena bieżąca)	1 374,1
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-15,7	-84,3%	1,3		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-22,7		8,9			
P/E		6,7				173,1		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/CE	272,6	3,1		5,8		5,2		Zmiana ceny: 6m	46,3%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	32,1%
EV/EBITDA	9,2	7,9		5,0		4,6		Max (52 tyg.)	4,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Wyniki spółki za 2Q2009 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przed nami ostatni kwartał, kiedy Netia będzie mogła pochwalić się wysoką dynamiką wzrostu przychodów związanego z efektem bazy po przejęciu Tele2 Polska. Segmenty detaliczne, w których koncentruje się strategia Netii - szerokopasmowy dostęp do internetu i WLR - będą coraz trudniejsze ze względu na działania konkurencji (przede wszystkim telefonii komórkowej) i nasycanie się rynku. W obszarze BSA spółka utrzymuje wysoki 63% udział a w WLR 65% (spadek o 10 pkt. proc. r/r). W najbliższych latach poprawę EBITDA upatrujemy głównie po stronie redukcji kosztów i tu pozytywnie oceniamy obecne działania zarządu (redukcja zatrudnienia). Zwracamy uwagę na to, że na bazie naszych prognoz FCF/EV dla spółki przekracza poziom 10% dopiero w roku 2011, w przypadku TPSA już dziś wynosi blisko 14%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki za 2Q2009

W 2Q2009 spółka osiągnęła przychody na poziomie 373 mln PLN (-0,5% q/q, prognoza DI BRE 370 mln PLN), EBITDA w wysokości 69,4 mln PLN (prognoza DI BRE 55 mln PLN) oraz stratę netto równą 14,5 mln PLN (prognoza DI BRE -15,1 mln PLN). Lepszy wynik operacyjny to przede wszystkim niższe koszty programu oszczędnościowego „profit”, który miał kosztować w całym roku spółkę 25 mln PLN (z czego zakładaliśmy że w 2Q będą one najwyższe i wyniosą 17 mln PLN, spółka zaraportowała 4,3 mln PLN). Słabszy wynik na poziomie netto w stosunku do pozytywnego zaskoczenia na EBITDA to efekt straty na transakcjach zabezpieczających przepływy pieniężne w wysokości 6,3 mln PLN.

Korekta rocznej prognozy

Po wynikach za 2Q spółka podnosi prognozę EBITDA do 275 mln PLN z 265 mln PLN. Jednocześnie zakłada, że liczba abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu zwiększy się do 510 tys. (poprzednio 525 tys.) a usług głosowych do 1,2 mln (poprzednio 1,15 mln). W związku z wcześniejszą sprzedażą aktywów transmisyjnych dla P4, całoroczne przychody wyniosą 1,5 mld PLN (poprzednio 1,52 mld PLN). Należy pamiętać, że niższe koszty operacyjne są również efektem wolniej rosnącej bazy abonenckiej (koszt pozyskania abonenta – inwestycja w przyszłe przychody).



TP SA (Kupuj)

Cena bieżąca: 16,4 PLN

Cena docelowa: 19,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-31

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 964,6	-6,6%	16 477,4	-2,9%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 627,2	-13,1%	6 667,1	0,6%	MC (cena bieżąca)	21 904,6
marża EBITDA	42,3%	42,0%		39,1%		40,5%		EV (cena bieżąca)	27 121,6
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 412,5	-27,2%	2 586,3	7,2%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 583,1	-27,6%	1 826,8	15,4%		
P/E	10,1	10,3		13,8		12,0		Zmiana ceny: 1m	13,1%
P/CE	3,4	3,5		3,8		3,7		Zmiana ceny: 6m	-9,0%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-29,3%
EV/EBITDA	3,7	3,7		4,1		3,8		Max (52 tyg.)	23,5
Dyid (%)	11,6	10,4		9,1		8,7		Min (52 tyg.)	14,4



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

Kara dla TP

Prezes UKE nałożył na TP 15 mln PLN kary za niewypełnianie obowiązków w zakresie dostępu do infrastruktury telekomunikacyjnej a konkretnie kanalizacji kablowej. Kara została nałożona na podstawie kontroli przeprowadzonej w latach 2008-9, w której stwierdzono ponad 4,8 tys. uchybień. Urząd zaznaczył, że kanalizacja jest jednym z najbardziej wrażliwych i ważnych miejsc infrastruktury telekomunikacyjnej dla każdego operatora. Jej budowa pochłania znaczną ilość finansowych środków inwestycyjnych podmiotów chcących zaistnieć na rynku usług telekomunikacyjnych, a jej budowa w miastach jest w chwili obecnej praktycznie niemożliwa. Bez dostępu do kanalizacji nie można wybudować żadnej znaczącej sieci telekomunikacyjnej opartej na liniach światłowodowych i kablowych. Nie ulega wątpliwości, że TP nadużywa swojej pozycji dominującej i utrudnia dostęp do kanalizacji. Kara jest na tyle niewielka – biorąc pod uwagę roczne wyniki spółki, że nie wpływa na wycenę spółki. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Kolejna korzystna decyzja dla TP

NSA uchylił decyzję UKE w sprawie odmowy przyznania TP dopłaty do kosztów usługi powszechnej (m.in. utrzymywanie budek telefonicznych, obowiązek podłączania nowych klientów do sieci i tańsza oferta dla osób niepełnosprawnych, dostęp do biura numerów oraz spisów abonentów). TP otrzyma 140 mln PLN dopłaty. Do kosztów TP dopłacać mają firmy telekomunikacyjne, których przychód przekroczył 4 mln PLN w danym roku. Wysokość udziału w dopłacie nie może przekroczyć 1% przychodów przedsiębiorstwa. Kwotę, jaką mają zapłacić poszczególne firmy, ustala prezes UKE. W czerwcu 2007 roku TP zwróciła się do UKE o dopłatę na kwotę 140 mln PLN za okres maj-grudzień 2006 rok, jednak Urząd odmówił przyznania dopłaty. UKE tłumaczył, że TP nie udowodniła, iż usługa powszechna była nieopłacalna. Wyrok jest prawomocny. Trudno ostatecznie oceniać jaką kwotę otrzyma TP za świadczenie usługi powszechnej, która bez wątpienia należy się operatorowi zgodnie z unijną dyrektywą. W kolejnych miesiącach będzie trwało ustalenie warunków pomiędzy UKE a TP. Nie zmienia to faktu, że TP pozyska dodatkowe środki, które nie były uwzględniane przez analityków w prognozach, po stronie operatorów alternatywnych pojawia się dodatkowe koszty. W przypadku Netii może to być kwota maksymalnie 15 mln PLN rocznie.

Nie będzie podziału TP

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami UKE zawarła porozumienie z TP w sprawie podziału operatora. Regulator zawiesza postępowanie na 1,5 roku. Jeżeli TP będzie wywiązywała się z postanowień „układu” pod koniec 2010 roku podział zostanie całkowicie wstrzymany. Do końca miesiąca zespoły robocze TPSA i operatorów alternatywnych pracujące pod egidą UKE opracują wzory umów dotyczących zasad współpracy operatora zasiedziatego z alternatywnymi. O pozytywnej decyzji dla TP pisaliśmy już przed kilkoma miesiącami. Uważamy, że w dłuższej perspektywie takie rozwiązanie jest również korzystne dla całego rynku telekomunikacyjnego. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki.



MSP rozważy sprzedaż akcji TP

Ministerstwo Skarbu Państwa, które ma 4,15% TP, będzie zainteresowane sprzedażą tego pakietu, gdy cena akcji telekomu na GPW wzrośnie powyżej 6- miesięcznej średniej, czyli 19,3 PLN. Naszym zdaniem pakietem po niższej cenie powinien być zainteresowany FT. Cena wyznaczona przez MSP (19,3 PLN) jest zbliżona do naszej ceny docelowej, tj. 19,4 PLN. Bez wpływu na kurs.

Media

Pierwsze półrocze na rynku reklamowym okiem Starlinka

Według danych Starlink wartość rynku reklamowego w pierwszym półroczu spadła o 11,4%. Jedynym segmentem, który zanotował wzrost wartości był Internet, w którym wydatki wzrosły z 385,0 do 424,3 mln PLN, czyli o 10,2%. Najmocniej spadły wpływy dzienników (o ponad 20%) i magazynów (-15,5%). Stosunkowo słabo radziła sobie też telewizja, gdzie spadki sięgnęły 12,8% i radio (-13%). Wydatki w outdorze spadły o 11,2%. Dane za półrocze potwierdzają naszą tezę, że w całym 2009 roku czeka nas około 12% spadek wartości rynku reklamowego. Po w miarę dobrym pierwszym kwartale i bardzo słabym drugim, powinny nas teraz czekać dwa kwartały z ujemną dynamiką kształtującą się pomiędzy wskazaniemi tych okresów.

TV Puls nie dla PMPG?

Zarząd TV Puls poinformował o rezygnacji z prowadzenia dalszych negocjacji z PMPG w kwestii zakupu przez Point Group kontrolnego pakietu stacji. Jednocześnie PMPG deklaruje utrzymanie swojego zainteresowania stacją i gotowość do ponowienia oferty w przyszłości.



Agora (Akumuluj)

Cena bieżąca: 21,9 PLN

Cena docelowa: 24,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 138,0	-10,9%	1 148,3	0,9%	Liczba akcji (mln)	52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	125,3	-2,4%	158,1	26,2%	MC (cena bieżąca)	1 147,3
marża EBITDA	15,6%	10,0%		11,0%		13,8%		EV (cena bieżąca)	1 044,5
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	41,1	-7,9%	73,6	79,1%	Free float	64,1%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	33,9	44,9%	61,9	82,6%		
P/E	12,0	51,4		33,8		18,5		Zmiana ceny: 1m	18,3%
P/CE	6,7	11,2		9,7		7,8		Zmiana ceny: 6m	82,3%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-24,8%
EV/EBITDA	5,1	8,5		8,3		6,1		Max (52 tyg.)	29,7
Dyid (%)	1,5	0,0		1,5		2,7		Min (52 tyg.)	11,0



W ostatnich kilku dniach Akcje Agory uległy istotnej przecenie tracąc od szczytów ponad 14%. Choć rynek reklamowy pozostanie według nas słaby nie tylko w tym roku, ale również w następnym to Agora dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia, a także korzystnemu kształtowaniu się kursu euro ma szansę na sporą poprawę wyników bez odbicia na rynku reklamowym. Choć wycena spółki wydaje się wymagająca na wskaźniku P/E to zwracamy uwagę na wciąż istotne dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA, co przy stabilnej polityce dywidendowej spółki oraz przeprowadzanych skupach akcji ma naszym zdaniem kluczowe znaczenie. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

Pozytywne zaskoczenie

Wyniki Agory w drugim kwartale ukształtowały się powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Na poziomie przychodów spółka wypracowała 297,8 mln PLN, przy 284,9 mln PLN naszej prognozy. Wpływy reklamowe spadły przy tym o 25,2%, przy przewidywanym przez nas 28% spadku. Wyższe od przez nas zakładanych były również przychody ze sprzedaży kolekcji wydawniczych, gdzie spółka uzyskała aż 29,2 mln PLN wpływów, podczas gdy przed rokiem było to zaledwie 10,9 mln PLN, a nasza prognoza przewidywała osiągnięcie 24,0 mln PLN.

Na poziomie kosztów dużo wyższe od naszych przewidywań były koszty materiałów i energii (+25,7% r/r). Pozytywnym zaskoczeniem były natomiast niższe koszty wynagrodzeń, które spadły o 14% r/r, przy 4% spadku według naszych prognoz. Powyższe czynniki przełożyły się na 14,9 mln PLN zysku operacyjnego, przy 30,2 mln PLN wypracowanych przed rokiem. Przy neutralnym saldzie działalności finansowej pozwoliło to wypracować 12,2 mln zysku netto.

Wyniki Agory oceniamy pozytywnie. Pokazują one duży stopień zaawansowania programu redukcji zatrudnienia. W swoich prognozach zakładaliśmy wprowadzanie cięć w łagodniejszej formie bardziej skoncentrowanej w trzecim i czwartym kwartale. Przełoży się to na wyższy tegoroczny poziom oszczędności z tytułu kosztów osobowych. Niższy od zakładanego przez nas spadek przychodów reklamowych również stanowi potencjał do podwyższenia naszych założeń dotyczących tegorocznej dynamiki przychodów reklamowych. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.

Sprzedaż dzienników w czerwcu

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w czerwcu o 2,3% w porównaniu do ubiegłego roku. W tym samym czasie sprzedaż *Dziennika* wzrosła o 1,0%, a *Rzeczpospolitej* spadła o 13,4%. Sprzedaż egzemplarzowa *Gazety Prawnej*, z którą będzie się łączyć *Dziennik* zmalała o 6,4%. W naszych prognozach zakładaliśmy ostrożnie, że silniejszy spadek sprzedaży *Gazety* w maju jest efektem wprowadzonych podwyżek i utrzyma się w kolejnych miesiącach. Mniejsze spadki w czerwcu i ewentualne utrzymanie ich tempa do końca roku stanowią więc potencjalny upside w stosunku do naszych prognoz.

Zgoda UOKiK na połączenie *Gazety Prawnej* i *Dziennika*

UOKiK wydał zgodę dla Axel Springer i Infor Biznes na połączenie swoich tytułów. Axel Springer obejmie 49% udziałów w Infor Biznes w zamian za co przekaże swoją część majątku związaną z wydawaniem *Dziennika*. Wciąż brak jest informacji na temat kształtu jaki ma przyjąć nowy tytuł jednak podtrzymujemy naszą opinię, że na pewno będzie w większym stopniu ukierunkowany na konkurencję z *Rzeczpospolitą*, a mniej z *Gazetą* niż dotychczasowy *Dziennik*. Nowy tytuł doprowadziłby zatem do złagodzenia presji konkurencyjnej ciąży na Agorze. Sposobem na wykorzystanie tego faktu może być zmniejszenie kosztów promocji, bądź też wprowadzenie kolejnej podwyżki cen egzemplarzowych.

Zakup KP Media?

Według spekulacji *Parkietu* Agora miałaby być zainteresowana zakupem udziałów ukraińskiego wydawcy KP Media. Potencjalna kwota inwestycji to około 15 mln USD. Cały portal według

bieżącej wyceny rynkowej (jest notowany na ukraińskiej giełdzie) wart jest około 30 mln USD przy bardzo niskiej płynności. W ubiegłym roku spółka miała około 20 mln USD przychodów. Nie sądzimy by wchodzenie w tym momencie na rynek ukraiński było najlepszym posunięciem. Agora ma do uporządkowania wiele kwestii w ramach obecnej struktury Grupy i dodatkowy balast nie jest jej z pewnością potrzebny. Należy też zwrócić uwagę na wciąż trudną sytuację Ukrainy, w której wzrostu rynku reklamowego najprawdopodobniej ciężko będzie się spodziewać w najbliższych 2-3 latach. Spółka póki co nie komentuje doniesień.

Zarząd chce wykorzystać kryzys do przejęć

Zdaniem zarządu obecne spowolnienie gospodarcze może stanowić dla spółki dobrą okazję do dokonania kilku przejęć podmiotów z branży medialnej. Prezes Niemczycki stwierdził, że interesują ich podmioty na rynku polski, czym wyraźnie naszym zdaniem odciął się od spekulacji prasowych na temat zainteresowania ukraińskim KP Media. Inwestorzy wciąż mają w pamięci drogą i póki co nierentowną inwestycję w trader.com, stąd każda pogłoska o potencjalnym przejęciu przyjmowana jest z rezerwą. Naszym zdaniem spółkę stać na atrakcyjne przejęcie, co pokazują zakupy AMS i segmentu czasopism w okresie poprzedniego spowolnienia na rynku reklamowym.

Przegrany proces z serwisem praca.pl

Sąd Apelacyjny w Warszawie uznał, że działalność portalu praca.pl nie jest nieuczciwą konkurencją wobec prowadzącej serwis gazetaprac.pl Agory. Agora sprzeciwiała się faktowi, że wpisanie np. ciągu znaków www.gazeta.praca.pl prowadziło nie na serwis gazetaprac.pl, który należy do Agory, lecz na konkurencyjny praca.pl. Przegrany proces utrzymuje jedynie status quo w otoczeniu konkurencyjnym spółki. Bez wpływu na kurs.

Porządki w Dzienniku po wejści Inforu

Infor, który od 17 sierpnia przejął wydawanie *Dziennika* ma zamiar zwolnić 33 osoby. Pozostałym pracownikom zmieni warunki wynagrodzenia. Zamknięty ma zostać dodatek stołeczny dziennika oraz ekonomiczny, ukazujący się pod marką *Wall Street Journal Polska*. Powyższe kroki mają na celu przystosowanie *Dziennika* i *Gazety Prawnej* do wspólnego tytułu poprzez eliminację dublujących się działów.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

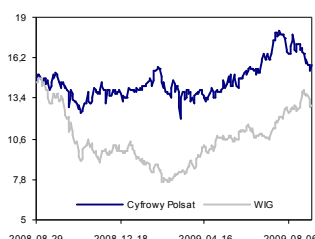
Cena bieżąca: 15,7 PLN

Cena docelowa: 14,55 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 351,4	18,9%	1 446,0	7,0%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	389,9	12,1%	491,9	26,2%	MC (cena bieżąca)	4 218,1
marża EBITDA	20,8%	30,6%		28,9%		34,0%		EV (cena bieżąca)	3 927,4
EBIT	145,1	324,3	123,4%	361,0	11,3%	462,2	28,0%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	296,2	9,8%	381,5	28,8%		
P/E	37,2	15,6		14,2		11,1		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	31,4	14,4		13,0		10,3		Zmiana ceny: 6m	13,0%
P/BV	69,0	14,2		10,2		7,0		Zmiana ceny: 12m	5,4%
EV/EBITDA	24,6	11,6		10,1		7,8		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,0	0,9		4,2		4,6		Min (52 tyg.)	12,0



Środowisko walutowe zmienia się powoli na bardziej sprzyjające spółce. Nasz niepokój budzą jednak wyhamowanie wzrostu rynku płatnej telewizji oraz planowana na jesieni ofensywa ITI Neovision, która może doprowadzić do znacznego zaostrzenia walki o klienta. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Cyfrowego Polsatu.

Oznaki nasycenia segmentu „Premium”

Wyniki Cyfrowego Polsatu w drugim kwartale były słabsze od naszych oczekiwań i od konsensusu rynkowego. Pierwszą rzeczą wyraźnie rzucającą się w oczy jest struktura przyłączeń abonentów netto. W Pakietach rodzinnych przyrost ten wyniósł zaledwie 61 użytkowników przy 42,0 tys. nowych abonentów w pakiecie mini. Nie znamy wyników sprzedażowych Cyfry+, ale biorąc pod uwagę, że liczba abonentów platformy 'n' wzrosła o około 8,0 tys. użytkowników (bez telewizji na kartę, która wzrosła o 53 tys. użytkowników), można zaryzykować tezę, że wyższy segment uległ chwilowo nasyceniu i najprawdopodobniej wzrosty liczby użytkowników w poszczególnych platformach w tym segmencie nastąpią dopiero po ustabilizowaniu się sytuacji gospodarczej.

Specyficzna struktura pozyskanych abonentów netto wpłynęła na niższe w porównaniu do naszych założeń przychody abonamentowe spółki (-10,0 mln PLN względem prognozy). Nieco niższa od naszych oczekiwań była też aktualizacja wartości wytworzonych dekodów umieszczona w przychodach (-3 mln PLN), co przełożyło się na sprzedaż na poziomie 322,8 mln PLN vs 335,8 mln PLN naszych oczekiwań.

Na poziomie kosztów operacyjnych różnica w strukturze pozyskania abonentów wpłynęła na niższe od zakładanych przez nas koszty opłat licencyjnych (-9,0 mln PLN względem naszej prognozy). Dużo wyższe od oczekiwań były natomiast koszty dystrybucji i marketingu (61,1 mln PLN vs 52 mln PLN naszych szacunków). Na odchyleniu zaważył przy tym wzrost kosztów utrzymania call center o 8,7 mln PLN związany z uruchomieniem programu utrzymaniowego dla abonentów. Wprowadzenie programu retencyjnego jest przy tym konsekwencją wzrostu churnu do 10,8% za okres ostatnich 12 miesięcy w porównaniu do 8,0% przed rokiem. Zwracamy przy tym jeszcze raz uwagę, że wobec znikomych wzrostów u konkurencji, wyższy churn można chyba w dużym stopniu przypisać nasyceniu rynku niż uzyskaniu przewagi przez któregoś z konkurentów.

W rezultacie powyższych tendencji zysk operacyjny ukształtował się na poziomie 68,2 mln PLN wobec 99,4 mln PLN przed rokiem.

Saldo różnic kursowych z uwzględnieniem wyceny zrealizowanych i niezrealizowanych kontraktów forward było w przybliżeniu neutralne dla spółki, co przełożyło się na zysk netto w wysokości 58,1 mln PLN wobec 79,8 mln PLN przed rokiem i 65,4 mln PLN naszej prognozy.

Słabość wyników Cyfrowego Polsatu wynika w dużej mierze z wysokich kursów dolara i euro wpływających na wartość kosztów licencyjnych. W drugim półroczu środowisko walutowe powinno już naszym zdaniem w większym stopniu sprzyjać spółce.

Niepokojące wydają nam się sygnały świadczące o przynajmniej przejściowym nasyceniu wyższego segmentu rynku. Zagrożeniem dla Cyfrowego Polsatu mogą być również zmiany jakie zachodzą w TVN. Zmiana kierownictwa oraz zwiększenie tegorocznych nakładów kapitałowych na 'n' są według nas wyraźnymi sygnałami, że 'n' szykuje się do dużej ofensywy promocyjnej pod koniec roku.

Zygmunt Solorz-Żak nie zamierza zmniejszać zaangażowania w Cyfrowym Polsacie

Solorz-Żak nie zamierza zmniejszać zaangażowania w Cyfrowym Polsacie, koncentruje się jednak także na rozwoju innych przedsięwzięć w sektorze telekomunikacyjnym. Chodzi tu głównie o sieć telekomunikacyjną przejętej Sferii, do końca roku chce zainwestować w nią jeszcze około 100 mln PLN, aby stanąć do walki o klientów Internetu.



Postępowanie w UOKiK

Zarząd otrzymał zawiadomienie o wszczęciu postępowania w sprawie stosowania przez Spółkę praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów, polegających na stosowaniu w regulaminie świadczenia usług zakazanych zapisów (m.in. zmiany w ofercie programowej nie oznaczają zmiany umowy i regulaminu, co pozwalałoby na rezygnację z usługi). Spółka, od kilku miesięcy prowadzi prace, we współpracy z UOKiK i Urzędem Komunikacji Elektronicznej, nad zmianą Regulaminu. Zmieniony Regulamin wejdzie w życie w najbliższym czasie. Zgodnie z ustawą Prezes UOKiK może nałożyć na Spółkę karę pieniężną w wysokości nie większej niż 10% przychodu osiągniętego w roku rozliczeniowym poprzedzającym rok nałożenia kary.



TVN (Akumuluj)

Cena bieżąca: 13,4 PLN

Cena docelowa: 16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 163,3	14,0%	2 451,5	13,3%	Liczba akcji (mln)	346,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	627,1	-11,8%	631,2	0,7%	MC (cena bieżąca)	4 642,1
marża EBITDA	35,5%	37,5%		29,0%		25,7%		EV (cena bieżąca)	6 860,1
EBIT	480,5	631,9	31,5%	463,8	-26,6%	406,2	-12,4%	Free float	38,4%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	321,4	-11,6%	267,6	-16,7%		
P/E	19,2	12,9		14,4		17,3		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	14,8	10,6		9,6		9,4		Zmiana ceny: 6m	28,4%
P/BV	3,3	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m	-24,0%
EV/EBITDA	9,7	8,0		10,9		10,9		Max (52 tyg.)	18,3
Dyid (%)	2,8	2,6		4,3		3,5		Min (52 tyg.)	8,4



W ciągu nieco ponad tygodnia akcje TVN straciły na wartości ponad 16%. Skłania nas to do podniesienia rekomendacji dla spółki do akumuluj. Za główny czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji uznajemy możliwość pojawienia się nieoczekiwanych zmian w strukturze Grupy i intensywniejszych niż to jest uzasadnione obecna sytuacją gospodarczą kraju inwestycji w rozwój platformy 'n'. Uważamy jednak, że przynajmniej częściowo ten czynnik jest już uwzględniony w wycenie.

Wielka pozytywna niespodzianka

Wyniki TVN za pierwszy kwartał były zdecydowanie lepsze od naszych prognoz i konsensusu rynkowego, przy czym główne pozytywne zaskoczenie pochodzi z redukcji kosztów operacyjnych. Na poziomie przychodów wpływy reklamowe spadły o 17,3% przy oczekiwanych przez nas 18%. Niższe od naszych oczekiwań były wpływy z tytułu sprzedaży licencji programowych oraz przychody 'n'. Najprawdopodobniej niedoszacowany z naszej strony został poziom wyłączeń konsolidacyjnych. W rezultacie przychody Grupy ukształtowały się około 40 mln poniżej naszych oczekiwań.

W przypadku kosztów operacyjnych trudno doszukać się głównego źródła oszczędności ze względu na nieporównywalność danych. Z pewnością pozytywne zaskoczenie nie pochodzi z platformy 'n', gdzie strata EBITDA wyniosła 24,0 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 27,0 mln PLN straty. Duże oszczędności pojawiają się na poziomie kosztów wynagrodzeń, gdzie wydatki spadły w porównaniu do pierwszego kwartału mimo sezonu wiosennego i trzymiesięcznej konsolidacji ITI Neovision. Bardzo niskie wydają się też koszty amortyzacji produkcji własnej. Częściowo na tak niską pozycję wpływało wcześniejsze o około 2 tygodnie przejście na sezon powtórkowy, jednak mimo to spadek kosztów wydaje się znaczący. W sumie uwzględniając niedoszacowanie z naszej strony efektu konsolidacji oraz wyższą od naszych oczekiwań amortyzację (52 mln PLN vs 42 mln PLN oczekiwań) redukcja kosztów w Grupie musiała wynieść co najmniej 50 mln PLN.

Wynik operacyjny wyniósł około 138,6 mln PLN, przy 94 mln PLN naszych oczekiwań.

Na poziomie salda działalności finansowej zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka pokazała ponad 30 mln PLN na plusie za czym stoi przeszacowanie zobowiązań walutowych (senior notes, dług ITI Neovision, zobowiązanie warunkowe względem ITI z tytułu zakupu platformy 'n'). Po uwzględnieniu dodatkowo podatku i straty akcjonariuszy mniejszościowych pozwoliło to spółce wypracować zysk netto na poziomie 148 mln PLN.

Wyniki TVN oceniamy jako bardzo dobre. Z pewnością stanowią one dla nas przesłankę do poniesienia naszej tegorocznej prognozy oraz ceny docelowej dla akcji.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w lipcu

Według danych AGB Nielsen oglądalność kanału TVN spadła z 13,7% przed rokiem do 12,8% w lipcu bieżącego roku. W tym samym czasie oglądalność TVP1 spadła z 21,9% do 19,4%, TVP2 z 15,6% do 14,3%, a Polsatu z 15,3% do 14,2%. Oglądalność całej Grupy TVN spadła z 20,4% do 19,3%. W grupie docelowej oglądalność kanału TVN zmalała z 17,2% do 15,4%. Mocno w swojej grupie docelowej ucierpiał też TVN7, którego oglądalność zmalała z 3,5% do 2,2%. Oglądalność kanału TVN znajduje się w wyraźnym trendzie spadkowym. Lipiec przyniósł jednak spadki proporcjonalnie słabsze niż u głównych konkurentów. W minionym miesiącu wszystkie stacje przeszły już bowiem na sezon powtórkowy, co spowodowało, że oglądalność TVN cierpiała, poza faktem rozszerzenia panelu pomiarowego o nowe stacje, także ze względu na mocniejszą programowo konkurencję. Obecna tendencja wciąż jest jednak niepokojąca zwłaszcza wobec bieżącej sytuacji, w której lwia część czasu reklamowego sprzedawana jest w punktach ratingowych.

Point Group podpisuje list intencyjny na finansowanie zakupu TV Puls

Platforma Mediowa Point Group podpisała list intencyjny z Media SKOK w sprawie

finansowania transakcji nabycia akcji TV Puls. PMPG prowadzi negocjacje w tej sprawie również z innymi podmiotami. Podpisanie umowy jest zależne od ostatecznego wyniku negocjacji z obecnymi akcjonariuszami TV Puls oraz z prowadzonego badania ksiąg. Przejęcie TV Puls przez PMPG powoli staje się faktem. Według nas strategia nowego właściciela nie będzie zakrojona na tak szeroką skalę jak to było za czasów News Corp i celem będzie zapewne uzyskanie 1-2% zasięgu w oparciu o treści programowe posiadane przez PMPG w magazynach (Machina, Film). Nie byłby to przynajmniej na początku konkurent zdolny do rywalizowania z głównymi programami TVP, Polsatu czy TVN.

TVN oczekuje poprawy na rynku reklamowym w 2H, bez cięć w jesiennej ramówce

Zdaniem Edwarda Miszczaka, dyrektora programowego TVN, stacja zaprezentuje na początku września mocną jesienną ramówkę nieprzewidującą oszczędności w porównaniu do ubiegłego roku. TVN wierzy w poprawę na rynku reklamowym w drugim półroczu, co pozwoli spółce uniknąć znacznych cięć w kosztach programowych. Zgadza się, że drugie półrocze powinno charakteryzować się już dużo słabszymi ujemnymi dynamikami rynku reklamowego niż drugi kwartał, choć nie sądzimy by mogła pojawić się istotna poprawa w stosunku do pierwszego półrocza, choćby ze względu na fakt, że w miarę udany pierwszy kwartał poprawia znacznie jego obraz. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka nie zdecyduje się na głębsze oszczędności programowe. Jest to słuszną decyzją z punktu widzenia długofalowego interesu spółki (utrzymanie przewagi konkurencyjnej, podtrzymanie wysokich barier wejścia), choć spółka okupi to według nas słabymi wynikami finansowymi.

TVN obniża ceny reklam o 10%

We wrześniowym cenniku czasu reklamowego średnia cena jest o 10% niższa niż rok temu. Stacja rozpoczęła sprzedaż reklam na wrzesień. Tydzień temu sprzedaż reklam rozpoczęła Telewizja Polska. Średnia cena reklam pozostała na poziomie z zeszłego roku, zaś cena reklam w tzw. prime time wzrosła o 4%.

Oglądalność stacji telewizyjnych w sierpniu

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



WSiP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,9 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analityk: 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)	418,2
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,0%		21,5%		EV (cena bieżąca)	380,1
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	9,1	10,7		13,7		13,1		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/CE	8,3	9,8		12,1		11,6		Zmiana ceny: 6m	30,4%
P/BV	3,7	3,8		4,1		4,0		Zmiana ceny: 12m	6,6%
EV/EBITDA	10,9	7,8		9,2		8,9		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	6,3	10,7		9,3		7,3		Min (52 tyg.)	11,5



Drugi kwartał przyniósł Wydawnictwom stosunkowo słabe wyniki finansowe za czym jednak w dużym stopniu stały koszty promocyjne poniesione przez spółkę awansem w tym okresie. Zarząd stoi na stanowisku, że pierwsze półrocze według budżetu miało zakończyć się ujemnym wynikiem finansowym i słabszy rezultat pierwszych sześciu miesięcy roku spółka powinna odrobić dzięki wzrostowi sprzedaży w okresie trzeciego kwartału. Dlatego też WSiP podtrzymują tegoroczną prognozę jednostkowego zysku netto na poziomie 30,0 mln PLN. W swoich ocenach jesteśmy nieco bardziej konserwatywni od kierownictwa spółki i obniżamy nasze założenia dotyczące skonsolidowanego wyniku netto do poziomu 30,5 mln PLN co uwzględnia 1,5 mln PLN zysku netto wypracowanego przez wydawnictwo Zielona Sowa. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki finansowe 2Q2009

Wyniki za drugi kwartał zaprezentowane przez WSiP oceniamy jako przeciętne, przy czym częściowo kiepski obraz wyników jest spowodowany poniesionymi awansem kosztami związanymi głównie z promocją podręczników. Przychody wzrosły co prawda dynamicznie o 18,9% jednak odbyło się to przy dużym spadku marży brutto, która spadła z 65,7% do 59,6%. Znacząco wzrosły też koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (z 16,8 mln PLN do 32,7 mln PLN). Około 6 mln PLN wzrostu kosztów wynika z przesunięcia części akcji promocyjnych z trzeciego kwartału na drugi w związku z wcześniejszą od pierwotnie planowanej akceptacją podręczników WSiP przez MEN. W rezultacie powyższych czynników zysk operacyjny spółki spadł z 17,6 mln PLN do 4,2 mln PLN. Saldo działalności finansowej zamknęło się kwotą -0,3 mln PLN przy +0,3 mln PLN przed rokiem, co jest przede wszystkim efektem niższych stanów gotówkowych w spółce. Zwrot podatku dochodowego kwocie 1,0 mln PLN pozwolił WSiP osiągnąć w drugim kwartale 5 mln PLN zysku netto przy 17,2 mln PLN w 2Q2008.

Sektor IT

Asseco Slovakia

Portfel zamówień na 2H2009 wynosi 34,5 mln EUR

Skonsolidowany portfel zamówień na II połowę 2009 r. spółki informatycznej Asseco Slovakia wynosi 34,45 mln EUR. Dodatkowo spółka określiła, że wartość kontraktów określanych jako "w trakcie finalizacji" wynosi 16,61 mln EUR. W ubiegłym roku przychody spółki w przeliczeniu na EUR wyniosły w drugim półroczu około 85 mln EUR, co przy sfinalizowaniu wspomnianych wyżej kontraktów da portfel kontraktów na poziomie około 60% (82,5% w ujęciu całorocznym).

Pierwsze przejęcie jeszcze w tym roku

Zdaniem prezesa Kleina Asseco Slovakia prowadzi negocjacje dotyczące akwizycji z pięcioma firmami z Węgier, Austrii i Słowacji. Priorytetem ma być sfinalizowanie do końca roku jednej transakcji na Węgrzech. Plany akwizycyjne dotyczących tych regionów spółka miała jeszcze pod koniec zeszłego roku, jednak kryzys finansowy w tym regionie utrudniał ocenę sytuacji finansowej spółek i Asseco przejściowo zawiesiło swoje plany.

Comarch

Nabycie udziałów w SoftM Polska

Comarch nabył 100% udziałów w spółce SoftM Polska za kwotę 298,3 tys. PLN. Transakcja nastąpiła na podstawie wcześniejszej umowy zakupu udziałów w SoftM Software und Beratung i ma na celu uporządkowanie kompetencji poszczególnych podmiotów w ujęciu geograficznym. Informacja techniczna.

Bardzo słabe wyniki SoftM

Według wstępnych danych finansowych zaprezentowanych w komunikacie przez Comarch SoftM miał w pierwszym półroczu 6,3 mln EUR straty operacyjnej i 5,4 mln EUR straty netto, podczas gdy po pierwszym kwartale było to odpowiednio - 1,6 mln EUR i -1,3 mln EUR straty. Bardzo słabe wyniki w SoftM przełożą się najprawdopodobniej na wysoką sięgającą 18-20 mln PLN w skali półroczną stratę operacyjną w Grupie Comarch.

Kontrakt z PGNiG

Comarch dostarczy oprogramowanie biurowe i licencje dla PGNiG o wartości 37,77 mln PLN. Kryterium udzielenia zamówienia była najniższa cena. Zamówienie obejmuje m.in. licencje bezterminowe dla 6.038 użytkowników na oprogramowanie Microsoft Office Professional Plus lub równoważne oraz jego aktualizacje, licencje na uaktualnienie systemu operacyjnego Microsoft Windows do wersji najbardziej aktualnej oraz prawo do podłączenia 6.038 użytkowników do systemów serwerowych Microsoft-u istniejących w strukturze sieci PGNiG. Informacja o zwycięstwie Comarchu w przetargu pojawiła się jeszcze w lipcu.

NTT System

Zatrudnienie może spaść o 20%

Według wypowiedzi prezesa Tadeusza Kurka wolumenowa sprzedaż komputerów stacjonarnych spadła w pierwszym półroczu o połowę, za czym stoi przede wszystkim brak przetargów ze strony sektora publicznego. Wobec spadku obrotu spółka przygotowuje się do dalszego etapu cięcia kosztów, którego elementem będzie zwolnienie do 20% załogi. Cięcia mają też objąć logistykę, marketing i usługi obce.



AB (Kupuj)

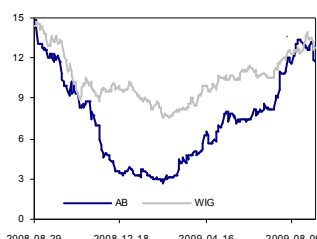
Cena bieżąca: 11,8 PLN

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)	187,7
marża EBITDA	1,3%	3,0%		1,5%		1,8%		EV (cena bieżąca)	363,2
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	11,7	6,8		9,4		7,9		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	9,2	5,7		7,4		6,4		Zmiana ceny: 6m	166,9%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	9,8	4,4		9,0		6,8		Max (52 tyg.)	13,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Wyniki drugiego kwartału były niższe od naszych oczekiwań wciąż jednak lepsze od ubiegłorocznych osiągnięć spółki. Ponadto pozytywnie należy rozpatrywać fakt, że spółce udało się wreszcie istotnie ograniczyć kapitał obrotowy i zredukować zadłużenie netto do około 96 mln PLN. Jednocześnie akcje spółki uległy w ostatnich dniach znacznej przecenie w naszej opinii nie uzasadnionej sytuacją finansową spółki oraz jej perspektywami. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Lepiej niż w zeszłym roku, ale co się stało z ATC?

Wyniki AB w drugim kwartale były gorsze od naszych oczekiwań wciąż jednak lepsze od zeszłorocznych osiągnięć. Główną przyczyną odchylenia in minus od naszych prognoz jest postawa czeskiego AT Computers. Wyniki jednostkowe samego AB oceniamy jako bardzo dobre, z dużą nadwyżką wypełniające nasze pierwotne założenia.

Na poziomie przychodów Grupa zanotowała spadek obrotu o 12,4% do 475,5 mln PLN. Spadek sprzedaży leży wyłącznie po stronie ATC, gdyż AB zanotowało nieznaczny wzrost przychodów o 0,5% do 323,2 mln PLN. Marża brutto spadła do 4,4%, co też jest w dużym stopniu spowodowane słabą postawą czeskiej spółki zależnej. Marża na jednostkowym sprawozdaniu AB również nie była zbyt wysoka i wyniosła 5,1%. Nasza prognoza przewidywała osiągnięcie marży brutto na poziomie 6,8% w skali Grupy.

Na bardzo niskim poziomie są natomiast koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Wyniosły one 16,1 mln PLN, co jest najniższym poziomem od czasu przejęcia ATC pod koniec 2007 roku.

Saldo pozostałej działalności finansowej zamknęło się kwotą -2,7 mln PLN przy -5,5 mln PLN zakładanych przez nas w prognozie. Skonsolidowany EBIT wyniósł 3,0 mln PLN (przy czym EBIT jednostkowy wyniósł aż 4,1 mln PLN) przy 7,5 mln PLN naszych oczekiwań.

Saldo działalności finansowej wyniosło -0,8 mln PLN. W naszych założeniach przewidywaliśmy dużo większy wpływ ujemnych różnic kursowych i saldo działalności finansowej na poziomie -4,9 mln PLN.

Na wyniku brutto Grupa osiągnęła 2,2 mln PLN przy 2,5 mln PLN naszej prognozy jednak dużo wyższa od oczekiwanej przez nas efektywna stawka podatkowa (53,4% vs 21% prognozy) przełożyła się na zaledwie 1,0 mln PLN zysku netto przy zakładanych przez nas 2,0 mln PLN.

Podsumowując, na wynikach swoje piętno odcisnęła najprawdopodobniej zmiana trendu na kursach walutowych, która spowodowała, odchylenie marży brutto in minus w stosunku do naszych prognoz, przy jednoczesnym odchyleniu in plus na poziomie salda na działalności finansowej, gdzie spółka z reguły pokazywała przeszacowania sald zobowiązań. Wpływ tych zmian był jednak neutralny dla wyniku netto. W bieżącym roku obrotowym spodziewamy się podobnej struktury wyniku, tj z niższym EBIT przy zachowanym poziomie zysku netto (przy niezmiennych warunkach ekonomicznych).

Drugą kwestią są słabe wyniki ATC. Z porównania danych skonsolidowanych i jednostkowych można szacować, że obroty czeskiej spółki spadły w drugim kwartale o ponad 30%. Ubytek ten wraz z niższą marżą został częściowo zneutralizowany niższymi kosztami SCOG jednak wciąż słabszy wynik wpływał na ujemne odchylenie od naszych prognoz.



Action (Trzymaj)

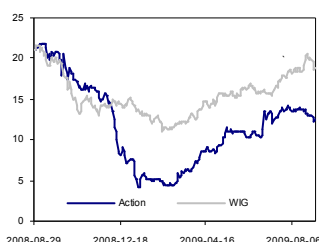
Cena bieżąca: 12,4 PLN

Cena docelowa: 12,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-03

(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%	3 320,6	41,7%	2 489,8	-25,0%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	59,3	-10,5%	50,5	-14,9%	MC (cena bieżąca)	214,3
marża EBITDA	2,1%	2,8%		1,8%		2,0%		EV (cena bieżąca)	325,2
EBIT	30,4	58,3	91,9%	46,3	-20,6%	41,5	-10,4%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	25,6	-24,4%	24,3	-4,8%		
P/E	9,3	6,3		8,4		8,8		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	7,0	5,1		5,6		6,4		Zmiana ceny: 6m	130,4%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	-41,6%
EV/EBITDA	7,2	5,5		5,5		6,9		Max (52 tyg.)	21,9
Dyid (%)	0,0	2,1		11,1		2,4		Min (52 tyg.)	4,1



W połowie września Action publikuje raport za czwarty kwartał roku obrotowego, którego najprawdopodobniej nie zaliczył do udanych. Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do spółki w okresie najbliższego miesiąca.



ASBIS (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,5 PLN

Cena docelowa: 3,45 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(m ln USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 157,0	-22,6%	1 275,0	10,2%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	9,6	-47,4%	17,3	80,8%	MC (cena bieżąca)	193,1
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,8%		1,4%		EV (cena bieżąca)	216,0
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	6,7	-56,4%	14,4	115,0%	Free float	34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-0,4		6,5			
P/E	3,6	16,6				10,2		Zmiana ceny: 1m	31,3%
P/CE	3,2	9,8		26,9		7,1		Zmiana ceny: 6m	364,0%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-56,3%
EV/EBITDA	2,3	4,7		7,8		4,6		Max (52 tyg.)	8,0
Dyid (%)	3,9	13,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,6



Drugi kwartał w Asbisie pokazał znaczną poprawę wyników w porównaniu do pierwszych trzech miesięcy roku, choć wciąż nie udało się osiągnąć rentowności netto. Naszym zdaniem drugie półrocze będzie stało pod znakiem kontynuacji pozytywnego trendu i dalszej poprawy wyników, dzięki czemu spółka odrobi większość strat poniesionych w pierwszym półroczu. Za poprawą wyników będą stały mniejsze ujemne dynamiki sprzedaży (wpływ osłabienia dolara amerykańskiego w stosunku do walut regionu Europy Środkowo Wschodniej, poprawa otoczenia makroekonomicznego na części tamtejszych rynków) oraz odbudowa marż na co z kolei wpływ będzie miało wprowadzenie przez spółkę zabezpieczeń przed ryzykiem kursowych oraz zakończenie planu redukcji kosztów. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki.

Jednak niewielka strata

Wyniki drugiego kwartału ukształtowały się w Asbisie nieznacznie poniżej naszych oczekiwań na poziomie zysku netto. Na poziomie wyniku operacyjnego odchylenie od prognoz było większe i wynikało z dwóch czynników. Po pierwsze, mniejsze od naszych oczekiwań była sprzedaż spółki (231,3 mln PLN vs 344,7 mln USD przed rokiem i 251,6 mln USD naszych szacunków), przy czym odchylenie od prognoz powstało przede wszystkim w związku z niższą od zakładanej przez nas sprzedażą na od niedawna eksplorowane przez spółkę rynki Bliskiego Wschodu i Afryki. Sprzedaż na rynki krajów byłego ZSRR była nieznacznie powyżej naszych prognoz, natomiast przychody z rynków Europy Wschodniej były zgodne z oczekiwaniami.

Zgodnie z przewidywaniami w drugim kwartale nastąpiła odbudowa marży brutto na sprzedaży (5,1% vs 3,0% w ubiegłym kwartale i 5,1% w naszej prognozie). Drugim poza niższymi przychodami czynnikiem wpływającym na odchylenie od naszych szacunków były wyższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 11,5 mln USD przy 10,8 mln USD według naszych prognoz.

Saldo działalności finansowej zamknęło się kwotą -1,0 mln USD, przy 1,9 mln USD naszych szacunków (efekt wysokich przychodów z odsetek w kwocie 0,63 mln USD). Zwrot 0,4 mln USD podatku dochodowego pozwolił spółce wypracować stratę netto na poziomie -0,3 mln USD, przy 0,2 mln USD zysku w naszych prognozach.

Wyniki drugiego kwartału w Asbisie, choć słabsze od naszych oczekiwań, odbieramy pozytywnie. Spółce udało się odbudować marżę brutto na sprzedaży i znacznie zredukować poziom straty. Kontynuacji poprawy wyników oczekujemy w drugim półroczu, gdzie spółka dzięki wprowadzonym zabezpieczeniom walutowym powinna ustrzec się przed stratami na różnicach kursowych, co przy stabilizującej się sytuacji na rynku rosyjskim powinno wpływać na znaczną poprawę wyników w ujęciu r/r.



Asseco Poland (Kupuj)

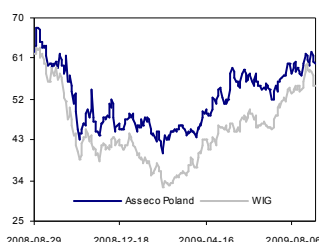
Cena bieżąca: 60 PLN

Cena docelowa: 72,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-02

(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%	643,5	8,7%	681,7	5,9%	MC (cena bieżąca)	4 653,9
marża EBITDA	21,4%	21,2%		21,3%		21,3%		EV (cena bieżąca)	4 974,4
EBIT	236,7	494,3	108,9%	538,3	8,9%	574,9	6,8%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	349,0	8,5%	366,8	5,1%		
P/E	28,9	14,5		13,3		12,7		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	23,4	11,1		10,2		9,8		Zmiana ceny: 6m	30,4%
P/BV	2,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-11,8%
EV/EBITDA	17,8	8,1		7,7		7,0		Max (52 tyg.)	68,0
Dyid (%)	0,6	1,7		2,2		2,4		Min (52 tyg.)	40,0



Wyniki drugiego kwartału pozytywnie zaskoczyły przede wszystkim osiągniętą rentownością brutto na sprzedaży. Fakt, że znacząca poprawa nastąpiła zarówno w spółce dominującej jak i w podmiotach zależnych wskazuje, że nie materializuje się ryzyko ubytku marży związku ze spowolnieniem w branży informatycznej i poszukiwaniem oszczędności ze strony kontrahentów, przede wszystkim z segmentu publicznego. Pozytywnie odbieramy również fakt, że poprawa rentowności nie jest przypisana jedynie do jednostki dominującej, ale również, a nawet w przeważającym stopniu do podmiotów zależnych. Dobre wyniki kwartalne skłaniają nas do podtrzymania rekomendacji kupuj.

Lepiej od oczekiwań

Wyniki drugiego kwartału w Asseco Poland oceniamy pozytywnie. Na poziomie przychodów spółka co prawda zanotowała spadek sprzedaży o 6,2% do 707,3 mln PLN jednak spadek ten z nadwyżką został zrekompensowany wyższą rentownością brutto na sprzedaży, która wzrosła w porównaniu do zeszłego roku z 32,0% do 36,7%. Źródłem spadku przychodów w podziale na obszary działalności były sektor bankowy z dynamiką sprzedaży na poziomie -16,7% (do 249,5 mln PLN) oraz sektor publiczny (spadek sprzedaży o 11,6% do 198,5 mln PLN). Wzrosły natomiast przychody z sektora przedsiębiorstw, które wyniosły 259,2 mln PLN, czyli o 13,1 % więcej niż przed rokiem.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły ze 120,9 mln PLN do 124,5 mln PLN (oczekiwaliśmy nieco wyższych kosztów na poziomie 130,1 mln PLN), co przełożyło się na wynik operacyjny spółki na poziomie 137,9 mln PLN wobec 120,6 mln PLN przed rokiem i 127,7 mln PLN naszych oczekiwań. Na poziomie salda z działalności finansowej spółka zgodnie z oczekiwaniami nie była w stanie powtórzyć wyczynu z poprzedniego roku, gdzie dzięki wysokim dodatnim różnicom kursowym udało jej się wypracować dodatnie saldo na poziomie ok. +26 mln PLN. Tym razem saldo było ujemne na co poza różnicami kursowymi złożył się efekt rozwodnienia akcji w jednostce zależnej na poziomie 12,0 mln PLN. Mimo to niska efektywna stawka podatkowa (8,8%) oraz niższy od zakładanego przez nas wynik przynależny akcjonariuszom mniejszościowym pozwolił Asseco osiągnąć wynik netto dla akcjonariuszy na poziomie 101,4 mln PLN, przy 93,4 mln PLN naszej prognozy.

Podsumowując, wyniki Asseco Poland oceniamy dobrze. Cieszy zwłaszcza wysoka marża brutto na sprzedaży świadcząca o tym, że mimo trudnej sytuacji na rynku informatycznym spółka jest w stanie chronić swoje poziomy rentowności, a nawet poprawiać je r/r. Warto przy tym zauważyć, że poprawa rentowności dotyczy zarówno spółki matki (wzrost marży brutto z 46,6% do 49,0%) jak i pozostałych podmiotów z Grupy (z 25,1% do 30,6%). Poziomy wyników drugiego kwartału skłania nas najprawdopodobniej do podniesienia tegorocznych założeń dotyczących wyniku operacyjnego i wyniku netto w tym roku. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji Asseco.

Zakup IT Practice A/S

Asseco poinformowało o nabyciu 51,65% kapitału zakładowego duńskiej spółki IT Practice. Całkowite koszty transakcji nie przekroczą 73,7 mln DKK (40,64 mln PLN). Pierwsza transza w kwocie 59,9 mln DKK (33,0 mln PLN) płatna jest w momencie podpisania umowy. Druga transza w kwocie 23,8 mln DKK płatna będzie po publikacji audytowanych wyników finansowych duńskiej spółki za 2010 rok pod warunkiem przekroczenia przez nią zysku nie mniejszego niż 35,2 mln DKK (19,4 mln PLN) w latach 2009-2010. W ramach umowy Asseco nabyło również opcje zakupu dodatkowych 3,35% akcji w okresie między 20 grudnia 2009 roku a 31 stycznia 2010 roku. Asseco już wcześniej informowało o zainteresowaniu duńską spółką i o zaawansowanych rozmowach sprawie zakupu jej udziałów. Warunki zakupu wydają się atrakcyjne. Po historycznym zysku z 2008 roku (17,8 mln DKK kwota transakcji uwzględniająca również dodatkową płatność implikuje wskaźnik P/E na poziomie P/E =8,0, a



zatem stanowić będzie kreacje wartości dla akcjonariuszy Asseco. Jednocześnie warunek drugiej transzy zapewnia utrzymanie wyników w najtrudniejszym z punktu widzenia spółek informatycznych okresie.

Kontrakt dla ABG

Spółka zależna Asseco podpisała umowę z Urzędem Oficjalnych Publikacji Wspólnoty Europejskiej. Podpisana umowa trwa rok i zawiera klauzulę przedłużenia jej do trzech razy o kolejny rok, tak że maksymalnie może trwać cztery lata. Całkowity budżet na kontrakty trwające maksymalnie cztery lata to 1,6-2,8 mln EUR. Kwota kontraktu posiada minimalne znaczenie przy skali działalności operacyjnej zarówno ABG jak i Asseco Poland.



Komputronik (Trzymaj)

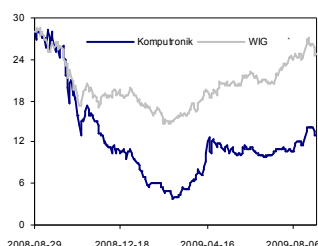
Cena bieżąca: 12,9 PLN

Cena docelowa: 10,48 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	757,9	45,9%	848,0	11,9%	980,8	15,7%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	12,1	10,8	-10,5%	9,8	-9,5%	15,2	56,1%	MC (cena bieżąca)	105,3
marża EBITDA	2,3%	1,4%		1,2%		1,6%		EV (cena bieżąca)	164,2
EBIT	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%		
P/E	9,3	18,7		25,8		11,1		Zmiana ceny: 1m	19,0%
P/CE	7,9	9,8		10,8		6,9		Zmiana ceny: 6m	195,4%
P/BV	1,1	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-53,9%
EV/EBITDA	5,3	11,4		16,8		11,1		Max (52 tyg.)	28,2
Dyid (%)	0,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



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

Rozczarowujący kwartał

Wyniki drugiego kwartału w Komputroniku oceniamy jako bardzo słabe. Przychody były zgodne z naszymi oczekiwaniami i wyniosły 171,8 mln PLN, tj. 7,4% więcej niż przed rokiem. Na poziomie wyniku brutto udało się osiągnąć 23,8 mln PLN zysku, przy czym widoczna była poprawa rentowności w porównaniu do wcześniejszych kwartałów. Na poziomie sprawozdania skonsolidowanego marża brutto wyniosła 13,9%, co jest wynikiem najlepszym od roku. Poprawa rentowności po okresie jej załamania to częściowo zasługa Karen, gdzie marża wyniosła 10,0%, przy 8,3% w pierwszym kwartale.

Pozytywny efekt wzrostu rentowności brutto został zniwelowany wysokimi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu, które wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku z 20,3 mln PLN do 26,5 mln PLN, na co miał wpływ m.in. wysoki kurs EUR, który zwiększył koszty najmu lokalizacji. Wzrost wynika częściowo z zaksięgowania kosztów programu motywacyjnego dla kadry kierowniczej, który obciążył wynik kwotą 1,4 mln PLN.

Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej spółka zanotowała dodatnie saldo na poziomie 1,1 mln PLN, z czego około 1,0 mln PLN pochodzi z odwrócenia strat KEN TI z pierwszego kwartału w wyniku wyłączenia spółki zależnej z konsolidacji. Strata operacyjna wyniosła -1,5 mln PLN wobec -1,3 mln PLN straty według naszych oczekiwań i 3,0 mln PLN zysku odnotowanych przed rokiem.

Saldo finansowe zamknęło się kwotą -2,4 mln PLN, co znacznie przekroczyło nasze wcześniejsze oczekiwanie (-0,4 mln PLN). Według sprawozdania finansowego najważniejszą pozycją kosztów finansowych w pierwszym półroczu były „koszty finansowe firmy KEN Technologie Informatyczne Sp. z o.o. za okres 01-03.2009 - związane z zawartymi w 2008r. transakcjami typu CIRS”. Kwota ta nie była widoczna w sprawozdaniu za pierwszy kwartał, więc najprawdopodobniej to właśnie późniejsze zaksięgowanie tych kosztów jest źródłem tak wysokiego ujemnego salda. Wynik netto zamknął się stratą na poziomie 3,5 mln PLN wobec 0,5 mln PLN straty według naszych oczekiwań i 0,7 mln PLN zysku osiągniętego przed rokiem.



Sygnity (Zawieszona)

Cena bieżąca: 15 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-21

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	838,2	-15,8%	877,7	4,7%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		51,1	-9,6%	49,6	-3,0%	MC (cena bieżąca)	177,9
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		6,1%		5,7%		EV (cena bieżąca)	137,2
EBIT	-72,0	11,5		12,1	5,3%	12,8	5,1%	Free float	64,5%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	4,3		8,1	90,1%		
P/E				41,6		21,9		Zmiana ceny: 1m	-11,4%
P/CE		4,1		4,1		4,0		Zmiana ceny: 6m	-11,9%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-35,2%
EV/EBITDA		3,4		2,7		2,6		Max (52 tyg.)	26,9
Dyid (%)	11,5	-0,3		0,7		1,4		Min (52 tyg.)	14,4



W związku z komunikatem bieżącym na temat wyników drugiego kwartału zawiesiliśmy naszą rekomendację dotyczącą spółki. Wznowione zalecenie inwestycyjne pojawi się wkrótce w osobnym raporcie.

Sygnity – pierwsze wrażenia po wynikach

W opublikowanym raporcie półrocznym spółka zaprezentowała wyniki zdecydowanie poniżej naszych oczekiwań, o czym informowała w raporcie bieżącym. Opublikowane wyniki są nieco lepsze od wytycznych zawartych w komunikacie. Przychody zgodnie z informacją wyniosły 141,1 mln PLN. Łączna kwota odpisów wyniosła około 67 mln PLN, z czego 32 mln PLN ma charakter bezgotówkowy i wynika z urealnienia stanu zapasów i odpisów na zagrożone należności. 35 mln PLN wynika z potencjalnych kar umownych od zawieszonych umów i ta grupa rezerw ma szansę w przyszłości stanowić obciążenie gotówkowe dla spółki. Strata operacyjna spółki wyniosła 85,4 mln PLN, a stara netto 75,4 mln PLN.

Na pozycję gotówkową spółki składa się dług obligacyjny i kredyty w kwocie około 95 mln PLN i około 40 mln PLN gotówki, co daje około 55 mln PLN długu netto. Wartości te nie uwzględniają wpływów ze sprzedaży KPG w kwocie około 6 mln PLN oraz części wpływów ze sprzedaży Web Innu i nieruchomości. W sumie wpływy te powinny powiększyć zasoby gotówkowe o około 10 mln PLN. Przy założeniu zmaterializowania się w 100% obrezerwowanych kar, dług netto spółki kształtowałby się więc na poziomie około 80 mln PLN.

W raporcie dość pobieżnie przedstawione zostały założenie programu oszczędnościowego zakładającego osiągnięcie jeszcze w tym roku „kilku milionów złotych”.

Podsumowując, wydźwięk wyników jest nieco bardziej pozytywny niż komunikat bieżący uprzedzający o rezerwach. Kluczowa dla dalszej sytuacji spółki wydaje się postawa kredytodawców i obligatariuszy. W przypadku pozytywnego odzewu wierzycieli wydaje się, że spółka nie powinna mieć problemów z dalszą obsługą zadłużenia.

Kontrakt na 7,15 mln EUR

Sygnity wygrało przetarg organizowany przez Miejski Ośrodek Dokumentacji Geodezyjnej i Kartograficznej w Łodzi na dostawę baz danych w ramach Systemu Informacji o Terenie dla miasta Łodzi. Wartość kontraktu to 7,15 mln EUR bez VAT. Zamówienie finansowane jest z Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Łódzkiego na lata 2007-2013. To dodatkowo około 25 mln PLN do portfela kontraktów, choć najprawdopodobniej kwota będzie rozłożona w przychodach na co najmniej dwa najbliższe lata.

Podpisanie kontraktu za 28,0 mln PLN brutto

Sygnity podpisało kontrakt z Miejskim Ośrodkiem Dokumentacji Geodezyjnej i Kartograficznej w Łodzi. Wartość kontraktu to 28 mln PLN brutto, a projekt ma być realizowany do końca 2011 roku. Informacja o wygraniu powyższego przetargu pojawiła się 13 sierpnia oraz już nastąpiło ostateczne podpisanie umowy. Dotychczasowy łączny backlog spółki wynosił około 600 mln PLN.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 98,5 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%	Liczba akcji (mIn)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%	MC (cena bieżąca)	908,7
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	1 213,8
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	108,1	-15,8%	119,6	10,7%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	64,4	1,7%	77,3	19,9%		
P/E	9,3	14,3		14,1		11,8		Zmiana ceny: 1m	15,9%
P/CE	6,1	7,3		7,2		6,5		Zmiana ceny: 6m	61,9%
P/BV	1,3	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	19,1%
EV/EBITDA	6,5	6,7		7,1		6,4		Max (52 tyg.)	102,6
Dyid (%)	4,1	4,6		4,7		4,9		Min (52 tyg.)	49,5



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Momentum w gospodarce oraz nadal słaby PLN powinny sprzyjać poprawie wyników spółki, co już widać w rosnących zamówieniach. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 2Q2009 uwiarygodnią prognozę roczną Zarządu na poziomie 62 mln PLN. Spółka przygotowuje się do sprzedaży SOP, jeżeli potencjalny nabywca (jeden z dużych koncernów europejskich) zapłaci odpowiednią cenę. Naszym zdaniem spółka powinna uzyskać ze sprzedaży wyższą wycenę SOP niż ta wynikająca w bieżącej kapitalizacji spółki (spółki opakowaniowe wyceniane są po wyższych wskaźnikach wyceny niż przetwórcy aluminium). Transakcja możliwa jest w 2010 roku.



KGHM (Redukuj)

Cena bieżąca: 83 PLN

Cena docelowa: 73 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 231,8	-9,5%	10 212,6	-0,2%	Liczba akcji (mIn)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 283,4	-19,5%	2 514,8	-23,4%	MC (cena bieżąca)	16 600,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		32,1%		24,6%		EV (cena bieżąca)	15 786,9
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 744,9	-23,7%	1 974,1	-28,1%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 285,6	-21,5%	1 839,5	-19,5%		
P/E	4,4	5,7		7,3		9,0		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	4,0	4,9		5,9		7,0		Zmiana ceny: 6m	88,2%
P/BV	1,9	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	14,3%
EV/EBITDA	2,8	3,6		4,8		6,0		Max (52 tyg.)	95,8
Dyid (%)	20,5	10,8		14,1		5,5		Min (52 tyg.)	21,4



Wyniki KGHM za 2Q2009 są zbliżone do oczekiwania. 845 mln PLN zysku netto to jednak w niemalże mierze efekt dywidendy od Polkomtela i spółek zależnych (341 mln PLN) oraz pozytywnego wpływu transakcji zabezpieczających (131 mln PLN). Obserwowany wzrost cen surowców pozytywnie wpłynie na wyniki spółki w kolejnych kwartałach, co skłania nas do podwyższenia rocznej prognozy zysku netto z 2 mld PLN do 2,29 mld PLN i ceny docelowej. Zwracamy uwagę, że w 2Q2009 KGHM zawarł transakcje zabezpieczające cenę miedzi dla 108 tys. ton sprzedawanych w 2H2009 i 39 tys. ton w 2010. Powoduje to, że spółka nie w pełni partycypuje w rosnących cenach na LME, co naszym zdaniem uwzględnia obecna wycena akcji KGHM. Mając w świadomości wysokie ryzyko prognozowania dalszej sytuacji na LME, uważamy, że obecne ceny miedzi nie utrzymają się w kolejnych miesiącach, co negatywnie wpłynie na zachowanie się akcji spółki. Biorąc to pod uwagę, podtrzymujemy rekomendację redukcji z ceną docelową 73 PLN.

Dwa największe związki weszły w spór zbiorowy z zarządem

Związki sprzeciwiają się sprzedaży akcji przez MSP. Związki domagają się gwarancji zatrudnienia przez okres 10 lat, utrzymania w tym okresie układu zbiorowego pracy oraz corocznej waloryzacji pensji przynajmniej na poziomie niwelującym skutki inflacji. Wielokrotnie pisaliśmy, że związki przy okazji potencjalnej transakcji będą chciały „ugrać” coś dla siebie. Podzielamy opinię zarządu, że problem sprzedaży akcji przez SP nie uprawnia do wszczęcia sporu zbiorowego. Na obecną chwilę, spór nie jest groźny do momentu ograniczenia produkcji górniczej, która i tak w br. będzie niższa niż w 2008. Najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem sporu jest wypłata 100-150 mln PLN dodatkowej premii pracowniczej.

Korekta budżetu rozczarowuje

Rada Nadzorcza KGHM zatwierdziła korektę budżetu na 2009 rok, w której prognozę przychodów ze sprzedaży podwyższono do 9,662 mld PLN a zysku netto do 1,95 mld PLN. Obecna prognoza jest odpowiednio o 7% i 2% wyższa niż dotychczasowa. W stosunku do poprzedniej prognozy zarząd podwyższył prognozowaną wielkość produkcji miedzi o 1% (do 500,9 tys. ton), z czego 87,3% będzie pochodziło ze wsadów obcych. To o 7,8% więcej niż prognozował dotychczas, co oznacza, że de facto produkcja z pełną marżą wydobywczą będzie nieco niższa (-1,3 tys. ton). O 3% wzrosła planowana produkcja srebra (do 1,203 tys ton). Zarząd podniósł również średnioroczną cenę miedzi z 3 800 USD/t do 4 500 USD/t, srebra z 12,6 USD/troz do 13 USD/troz oraz zmienił kurs walutowy USD/PLN z 3,25 do 3,10. W efekcie wyższych cen miedzi spółka podnosi prognozę jednostkowego kosztu produkcji z 10 659 PLN/t do 11 160 PLN/t (+4,7%). Jako efekt wypłaty wyższej dywidendy niż spodziewał się i rekomendował zarząd została obniżona prognoza (-39,3%) wydatków na inwestycje kapitałowe (do 369 mln PLN) przy utrzymaniu CAPEXU na poziomie 1,235 mld PLN. Jednocześnie zarząd zapowiada, że w związku z utrzymującą się wysoką zmiennością cen miedzi i kursu USD/PLN będzie dokonywać korekty założeń po wynikach za 3Q2009. W budżecie na uwagę zwracają dwie kwestie: spółka potwierdza, że transakcje zabezpieczające będą obniżały wyniki spółki w stosunku do oczekiwań budowanych na obecnych cenach LME oraz założona średnioroczna cena miedzi na poziomie 4,5 tys. USD/t – tj. średnia jaka utrzymuje się od początku roku (obecnie 6 tys. USD/t). Naszym zdaniem zarząd jest tu zbyt zachowawczy, tym niemniej podtrzymujemy opinię, że w kolejnych miesiącach ceny miedzi znajdą się pod presją rosnącej produkcji, przy mniejszym popycie ze strony Chin (SRB), co powinno skutkować spadkiem cen. Zakładamy, że średnioroczna cena Cu wyniesie 4 900 USD/t i przy takim założeniu tworzymy tegoroczną prognozę zysku netto (2,285 mld PLN). Naszym zdaniem, po wynikach kolejnego kwartału zarząd podwyższy plany budżetowe.



10% KGHM na sprzedaż

Rząd podjął decyzję, że w przyszłym roku sprzeda do 10% akcji KGHM. Związki zawodowe przygotowują kolejną akcję protestacyjną ze strajkiem generalnym włącznie. Czas transakcji jest na tyle odległy, że po kilku dniach powinien przestać negatywnie oddziaływać na rynek. Inwestorzy znów skoncentrują się na cenach miedzi. Tu, w perspektywie najbliższych dni oczekujemy 10-15% korekty, co powinno dalej obniżać kurs akcji spółki.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w lipcu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w lipcu 10,7% r/r i 5,5% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 8,1% r/r i 5,2% m/m.

Budownictwo drogowe

Budowa dróg jest znacznie tańsza niż kosztorysy inwestora

Niedługo podpisany ma być kontrakt na budowę trasy ekspresowej S19 na odcinku Międzyrzecz Podlaski – Lubartów. W ramach kontraktu powstaną też obwodnice Kocka i Woli Skromowskiej. Wykonawca, Strabag, wycenił prace na 169,3 mln PLN, czyli 54% kosztorysu, który wynosił 314,6 mln PLN). Zgodnie z wypowiedzią dyrektora ds. rozwoju firmy Strabag, spółki kwestia zaniżania cen w kontraktach nie dotyczy. Strabag działa na polskim rynku od wielu lat, spółka posiada wysoką płynność, realizuje wiele kontraktów, posiada własne kamieniołomy i wytwórnie mas bitumicznych. W efekcie spółce łatwo jest dostosować koszty do obecnych realiów rynkowych. W przypadku kontraktu na budowę obwodnicy Trójmiasta kosztorys inwestorski sięga 1,7 mld PLN, najniższą ofertę zaś, 0,92 mld PLN, złożyła firma Bilfinger Berger (również 54% kosztorysu). Rzecznik spółki podkreśla, że Bilfinger Berger zawsze kalkuluje kontrakty z marżą, a doświadczenie spółki na rynku pozwala jej lepiej przygotować się do realizacji kontraktu.

Od początku roku GDDKiA zaoszczędziła 4 mld PLN

Od początku roku GDDKiA otworzyła przetargi warte 10,5 mld PLN. Złożone oferty opiewały na kwotę o 4 mld PLN niższą. Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa Polskiego Związku Pracodawców Budownictwa od początku roku ceny spadły o 40%. Trend ten będzie się utrzymywał. Związany jest m.in. z niedoborem inwestycji.

Duże firmy interesują małe przetargi

Strabag zapowiedział kontynuację strategii brania udział także w niewielkich, lokalnych przetargach. Również rzecznik Polimexu – Mostostalu przyznaje, że rynek zamówień w wysokości 20-30 mln PLN leży w kręgu zainteresowań spółki. Rzecznik Skanska przyznaje, że grupa nie od dziś obecna jest w przetargach lokalnych.

Rozstrzygnięcie przetargu na budowę odcinka A2 Wiskitki – Tłuste

Rozstrzygnięto przetargi na budowę 5 odcinków autostrady A2. Najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka Wiskitki-Tłuste o długości 17,6 km złożyło konsorcjum z udziałem firm Strabag, Mota-Engil. Wartość oferty to 643,8 mln PLN (8,9 EUR/km). Kosztorys inwestora wynosił 1004,5 mln PLN (13,9 EUR/km, oferta konsorcjum to 64,0% kosztorysu). Oferty złożyło 6 firm, wartość kolejnej oferty, konsorcjum firm PBG, Aprivia, SRB Civil Engineering, Hydrobudowa Polska i Henpol jest o 1,5% droższa.

Rozstrzygnięcie przetargu na budowę odcinka A2 Nieborów - Wiskitki

Rozstrzygnięto przetargi na budowę 5 odcinków autostrady A2. Najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka Nieborów - Wiskitki o długości 20 km złożyło konsorcjum z udziałem firm China Overseas Engineering Group, Shanghai Construction, China Railway Tunnel Group, Decoma. Wartość oferty to 534,5 mln PLN (6,5 EUR/km). Kosztorys inwestora wynosił 1170,7 mln PLN (14,3 EUR/km, oferta konsorcjum to 46,4% kosztorysu). Oferty złożyło 9 firm, wartość kolejnej oferty, konsorcjum firm PBG, Aprivia, SRB Civil Engineering, Hydrobudowa Polska i Henpol jest o 22,9% droższa.

Rozstrzygnięcie przetargu na budowę odcinka A2 Stryków - Łyszkowice

Rozstrzygnięto przetargi na budowę 5 odcinków autostrady A2. Najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka Stryków - Łyszkowice o długości 20 km złożyło konsorcjum z udziałem firm China Overseas Engineering Group, Shanghai Construction, China Railway Tunnel Group, Decoma. Wartość oferty to 754,6 mln PLN (6,3 EUR/km). Kosztorys inwestora wynosił 1790,0 mln PLN (15,0 EUR/km, oferta konsorcjum to 42% kosztorysu). Oferty złożyło 9 firm, wartość kolejnej oferty, konsorcjum firm PBG, Aprivia, SRB Civil Engineering, Hydrobudowa Polska i Henpol jest o 28% droższa.

Budownictwo kolejowe

Bilfinger Berger ma najkorzystniejszą ofertę na łącznicę kolejową do Okęcia

Konsorcjum, którego liderem jest Bilfinger Berger Polska, złożyło najkorzystniejszą ofertę w postępowaniu na wykonawcę budowy łącznicy kolejowej do lotniska Okęcie. Wartość oferty złożonej przez konsorcjum Bilfinger Berger wynosi prawie 192 mln PLN netto i blisko 234 mln PLN brutto. Wśród odrzuconych ofert znalazły się m.in. oferty złożone przez konsorcja z

udziałem spółek giełdowych: Hydrobudowy Polska, Trakcji Polskiej, Mostostalu Warszawa i Budimexu Dromexu.

Elektrotim

Zarząd nadal spodziewa się pogorszenia sytuacji w 2010 roku

Pomimo bardzo dobrych wyników Q2 2009, zarząd pozostaje ostrożny w ocenie przyszłości. O Q3 2009 prezes jest spokojny, ale już Q4 2009 jest trudny do przewidzenia. Zauważalny jest spadek popytu i marż, który przełoży się na spadek zysku operacyjnego w przyszłości. W 2010 roku „krew się poleje (...) w branży i wiele firm będzie mieć problemy finansowe”.

Energomontaż Południe

Emisja akcji: jak nie do PBG, to do inwestorów finansowych

Prezes Energomontażu Południe szykuje dwie emisje akcji, z których jedna może być skierowana do PBG, które planuje objąć 25% udziałów w kapitale firmy za cenę 3,4-3,5 PLN/akcję. Gdyby negocjacje z PBG nie powiodły się, papiery zostaną zaoferowane krajowym instytucjom finansowym. W tym tygodniu PBG przystąpi do due diligence Energomontażu. Uchwały o podwyższeniu kapitału mają zapasć podczas NWZA, zwołanego na 4 września. Akcjonariusze mają wówczas przyjąć także program motywacyjny. Na początku lipca zarząd szacował, że jednostkowy zysk netto Energomontażu przekroczy 9 mln PLN (uwzględniając dywidendę z Amontexu), przychody zaś wyniosą około 120 mln PLN. Prezes zapowiada, że wypracowane wyniki nie będą odbiegać istotnie od tych szacunków. Ostatecznie, zapowiadane wyniki zostały zrealizowane na poziomie jednostkowym, wyniki grupy były jednak istotnie niższe.

Prezes obiecuje kolejne kontrakty

Prezes uważa, że w związku z osłabieniem rynku, druga połowa roku dla branży energetycznej może być słabsza. Mimo to, prezes nie dostrzega zagrożenia dla tegorocznego planu, który zakłada skonsolidowaną sprzedaż powyżej 300 mln PLN. Prezes duże nadzieje wiąże z rynkami eksportowymi. Eksport ma przynieść w 2010 roku przynajmniej 50% skonsolidowanych przychodów. Na koniec roku 2009 sięgnie 30%. W najbliższych dwóch latach prezes deklaruje zainteresowanie budową elektrowni w Niemczech, Holandii i Szwajcarii. Obecnie negocjowane są kontrakty w sumie na kilkaset mln PLN. Prezes liczy, że jeszcze w tym roku spółka podpisze umowy na przynajmniej 100 mln PLN, a może nawet 200 mln PLN.

Energopol Południe

Duże kontrakty za 83,3 mln PLN

Energopol podpisał cztery kontrakty z dziedziny budownictwa ekologicznego o łącznej wartości 76,0 mln PLN i 1,79 mln EUR (7,3 mln PLN). Łączna wartość kontraktów to 83,3 mln PLN (96% kapitalizacji spółki, 94% zeszłorocznych przychodów). Portfel zamówień spółki wynosi obecnie 120 mln PLN. Są to głównie zlecenia z segmentu ochrony środowiska. W portfelu nie ma na razie dużych kontraktów drogowych. Prezes zakłada, że tegoroczne przychody będą większe niż w roku ubiegłym. O wygranych w przetargu spółka informowała w lipcu b.r.

Mostostal Płock

Komentarz do wyników kwartalnych

Mostostal Płock zaprezentował wyniki półroczne. Przychody w Q2 2009 wyniosły 36,8 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży 8,4 mln PLN (marża: 22,8%), zysk operacyjny 6,8 mln PLN (marża: 18,4%), zysk netto zaś 8 mln PLN (marża: 21,8%). Na tak wysokie wyniki wpływ miało zaksięgowanie w przychodach ze sprzedaży jednorazowego zdarzenia z tytułu wyroku sądowego zasądzającego odszkodowanie od firmy Bilfinger Berger. Sprawa dotyczy kontraktu sprzed 4 lat. Z tego tytułu przychody zostały podwyższone o 3,6 mln PLN, zysk z tytułu odsetek zaś o 2,1 mln PLN. Przychody oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniosły 33,3 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży 4,8 mln PLN (marża: 14,5%), zysk operacyjny 3,2 mln PLN (marża: 9,7%), zysk netto zaś 3,4% (marża: 10,35%). W ramach komentarza do wyników, prezes Mostostalu przyznał, że liczy, że tegoroczny zysk będzie co najmniej na takim poziomie jak w roku ubiegłym. Na razie kryzys spółkę omija, w związku z tym prezes jest spokojny o drugie półrocze. W najbliższym czasie spółka nie pochwali się już raczej wygraniem tak dużej umowy jak kontrakt z PERN na 83 mln PLN. Kolejnych inwestycji PERN można się jednak spodziewać w 2010 roku. W związku z kończeniem się programów inwestycyjnych polskich rafinerii, Prezes Mostostalu Płock deklaruje zainteresowanie inwestycjami w Możejkach, pracami w ramach budowy stadionu we Wrocławiu oraz przy projektach energetycznych.

Mostostal Zabrze

Kontrakt za 59,2 mln PLN

Mostostal Zabrze podpisał kontrakt za 59,2 mln PLN (5,4% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów, 1,1 mld PLN) na zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych związanych z budową kotła opalanego biomasą w Elektrowni Szczecin. Termin realizacji prac upływa w październiku 2011 roku.

Mostostal ma kontrakt na zadanie stadionu za 70 mln PLN

Konsorcjum z udziałem Mostostalu Zabrze podpisało kontrakt na budowę zadania Stadionu Narodowego w Warszawie. Wartość udziału Mostostalu Zabrze to 70 mln PLN (6,4% prognozowanych na ten rok przychodów spółki w wysokości 1,1 mld PLN). W ramach kontraktu Mostostal wykona czynności montażowe. Termin realizacji prac przypada na 20 kwietnia 2011 roku.

Komentarz do wyników Q2 2009

Mostostal Zabrze w Q2 2009 wygenerował 264,3 mln PLN przychodów, 25,8 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża: 9,8%, Q1 2009: 15%), 12,45 mln PLN zysku operacyjnego (marża: 4,7%) oraz 11,2 mln PLN zysku netto (marża: 4,3%). Zarząd tłumaczy spadek rentowności wzmożoną konkurencją w branży i koniecznością oferowania niższych cen w celu pozyskiwania nowych kontraktów. Prezes Juchniewicz uważa, że 1 mld PLN przychodów na koniec roku jest w zasięgu możliwości spółki.

Naftobudowa

Wyniki Q2 2009

Przychody wyniosły 56,3 mln PLN (+6,7% r/r), zysk brutto ze sprzedaży 9,7 mln PLN (marża: 17,3%), na niskim poziomie utrzymały się też koszty ogólne. Zysk operacyjny wyniósł 6,96 mln PLN (marża 12,4%, Q1: 9,6%). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły aż 7,6 mln PLN, z tego ujemne różnice kursowe to 3,25 mln PLN, koszty poniesione w związku z rozliczeniem instrumentów finansowych zaś to 4,1 mln PLN. W efekcie, strata netto w Q2 2009 wyniosła 1,3 mln PLN.

Pol-Aqua

Pol-Aqua zbuduje kolektor za 84,5 mln PLN

Oferta konsorcjum z udziałem Pol-Aqua okazała się najkorzystniejsza w przetargu na budowę kolektora w Poznaniu. Zleceniodawcą jest firma Aquanet. Cena zaproponowana przez spółkę to 84,5 mln PLN (5,9% przychodów spółki możliwych do wygenerowania w tym roku – 1,4 mld PLN).

Przychody przekroczą w tym roku 1,5 mld PLN

Zarząd Pol-Aqua zapowiada, że przychody spółki przekroczą w tym roku 1,5 mld PLN. Łączna wielkość portfela zamówień spółki to 1,7 mld PLN, firma zaś złożyła oferty na 16 mld PLN. Ze względu na sezonowość, Q3 i Q4 pod względem przychodów powinny być znacznie lepsze.

Projprzem

Komentarz zarządu przed wynikami Q2 2009

Trudna sytuacja utrzymuje się na rynku pomostów przeładunkowych. Nadal realizowana jest tylko 1/3 planowanych zamówień. W zakresie budownictwa przemysłowego pozyskano ostatnio jedynie kilka mniejszych zleceń. Najlepiej radzi sobie segment konstrukcji stalowych, gdzie przychody mogą przekroczyć nawet 70 mln PLN w skali roku. Portfel w segmencie jest w pełni obłożony. Dodatkowo, spółka może wykazać kilkanaście mln PLN przychodów w Q3 2009 wraz z zakończeniem projektu deweloperskiego.

Remak

Komentarz do wyników Q2 2009

Remak wygenerował w Q2 2009 70,9 mln PLN przychodów, 8,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża: 12,1%), 5,0 mln PLN zysku operacyjnego (marża: 7,1%) oraz 2,86 mln PLN zysku netto. Na wynik miały wpływ pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 1,05 mln PLN (ujemne różnice kursowe).

Remak chce utrzymać rentowność z pierwszego półrocza

Remak spodziewa się w drugim półroczu niższej dynamiki przychodów niż w półroczu pierwszym, ale rentowność brutto na sprzedaży powinna utrzymać się na poziomie z pierwszego półrocza. Na wysokość wyników wpływ będzie miała zmienność kursów walut.

Perspektywy przed spółką są dobre, przychody i zyski powinny w najbliższych latach rosnać. Spółka rozszerza działalność o nowe kraje, a w tych, w których już działa, działalność rozwija. Jednocześnie, prezes Brejwo przyznaje, że ze względu na niepewność związaną z kształtowaniem się kursów walutowych, ostrożnie zakładałby zysk netto w całym roku poniżej 10 mln PLN. W pierwszym półroczu 80,5% przychodów wygenerowanych zostało z działalności eksportowej. Proporcja ta nieprędko się zmieni, gdyż realizacja dużych inwestycji w kraju ruszy najszybciej w drugiej połowie 2010 roku. Remak obecnie negocjuje prace na rok 2010 – są duże szanse, że spółka pochwali się kolejnymi istotnymi umowami w dwóch najbliższych miesiącach.

Żurawie Wieżowe

Szczegóły dotyczące fuzji z Gastel

Do 31 stycznia powinno się zakończyć połączenie Żurawi Wieżowych z firmą Gastel. Po połączeniu spółka będzie dysponować około 250 żurawiami i dźwigami. Podmiotem przejmującym będą giełdowe Żurawie i to one wyemitują akcje dla właścicieli Gastel. Przedmiotem fuzji jest cały Gastel, wraz z częścią zajmującą się montażem i produkcją prefabrykatów. Wstępnie ustalony parytet zakłada wymianę 1371 akcji Żurawi na 100 akcji Gastel. Zgodnie z informacjami dostarczonymi przez gazetę Parkiet, wg. wstępnego parytetu akcji po połączeniu akcjonariusze Gastel mają objąć 54,5% przedsiębiorstwa. Do 20 października spółki chcą złożyć w sądzie plan połączenia, wcześniej zamierzają zakończyć wzajemne badanie ekonomiczno-prawne. W pierwszym półroczu Żurawie wypracowały 12 mln PLN przychodów oraz 1,6 mln PLN zysku netto. W tym samym czasie przychody Gastel wyniosły 37 mln PLN, zysk netto zaś przekroczył 3 mln PLN.



Budimex (Akumuluj)

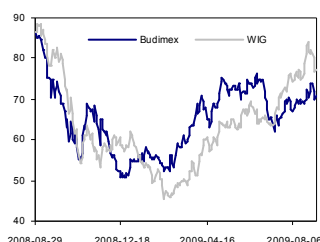
Cena bieżąca: 70,9 PLN

Cena docelowa: 74 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 451,0	3,0%	4 154,7	20,4%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	219,8	63,8%	168,8	-23,2%	MC (cena bieżąca)	1 810,1
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,4%		4,1%		EV (cena bieżąca)	1 843,9
EBIT	28,0	112,2	300,1%	196,9	75,5%	160,3	-18,6%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	157,8	50,6%	134,6	-14,7%		
P/E	120,1	17,3		11,5		13,5		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	46,8	14,3		10,0		12,7		Zmiana ceny: 6m	22,3%
P/BV	3,4	2,8		2,8		2,3		Zmiana ceny: 12m	-17,1%
EV/EBITDA	30,4	11,0		8,4		9,4		Max (52 tyg.)	85,5
Dyid (%)	0,0	0,0		8,2		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Budimex jest spółką z największą ekspozycją na segment drogowy z firm notowanych na GPW. Ze względu na realizację znacznej liczby długich kontraktów budowlanych, firma w tym roku zaprezentuje rekordowe wyniki finansowe. Kontrakty te będą stopniowo kończone, mimo to w 2010 roku jeszcze około 900 mln PLN przychodów zostanie zrealizowane z wysoko marżowych kontraktów pozyskanych przed 2009 rokiem. Minister infrastruktury deklaruje, że jeszcze w tym roku powinny zostać ogłoszone wszystkie przetargi na budowę autostrad. Zgodnie z naszymi analizami będzie to zdecydowana większość. Większych rozstrzygnięć przetargów spodziewamy się w drugiej połowie bieżącego roku i w drugiej połowie roku 2010. Spodziewamy się, że w drugim półroczu 2009 roku na rynku pojawią się zlecenia o łącznej wartości 8,9 mld PLN, z czego przy założeniu konkurencji w wysokości średnio 10 firm Budimex mógłby pozyskać kontrakty o wartości około 890 mln PLN. Portfel zamówień na rok 2010 jest zapełniony w około 70% (wyluczając działalność deweloperską, produkcyjną, pozostałą). Wyniki Q2 2009 oceniamy pozytywnie (bardzo wysoka marża brutto na sprzedaży). Kolejne kwartały będą lepsze pod względem przychodów, gorsze zaś jeśli chodzi o procentową rentowność brutto na sprzedaży. Ze względu na planowaną rewizję wyceny spółek deweloperskich, przygotowujemy się także do rewizji wyceny działalności spółki Budimex Nieruchomości. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q2 2009

Marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 17,2%, podczas gdy my oczekiwaliśmy 10,4%. Zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do Q1 2009, saldo rezerw na kontraktach w Q2 2009 wzrosło, o 5,4 mln PLN (w Q1 2009 rewalacyjna marża brutto na sprzedaży zawdzięczana była m.in. rozwiązaniu rezerw na kontrakty). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły w Q2 36,2 mln PLN (prognoza: 35,4 mln PLN). Jednocześnie, wyniki zostały zaburzone bardzo dużymi pozostałymi kosztami operacyjnymi netto w wysokości 74,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 7,5 mln PLN). Strata z tytułu wyceny instrumentów pochodnych wyniosła w Q2 26,9 mln PLN (oczekiwaliśmy 23,0 mln PLN). Ze względu na znaczne odpisy i rezerwy, wynik operacyjny był niższy o 20,6% od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych przychodów finansowych wyniosło 1,1 mln PLN, tzn. było o 3,1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Zysk jednostek podporządkowanych wyniósł 0,15 mln PLN, tzn. był o 1 mln PLN niższy od oczekiwań. Stopa opodatkowania była wysoka, gdyż wyniosła 29,2%. W efekcie, zysk netto w wysokości 37,1 mln PLN jest o blisko 24% niższy od naszej prognozy. Generalnie, nasza ocena wyników Budimexu za Q2 2009 jest pozytywna. Zwracamy uwagę, że gdyby nie duże odpisy i rezerwy, wynik netto Budimexu za kwartał zbliżyłby się do 95 mln PLN. Negatywna tendencja w przepływach pieniężnych odwróciła się, tzn. w drugim kwartale Budimex wygenerował 162,3 mln PLN dodatnich przepływów operacyjnych. Uważamy, że stany gotówki netto w spółce będą stopniowo spadać, będzie to jednak postępowało stopniowo, wraz z finalizacją starych kontraktów budowlanych.

Kontrakt na obwodnicę Mrągowa za 110,4 mln PLN

Budimex podpisał z GDDKiA kontrakt na budowę obwodnicy Mrągowa. Wartość zlecenia to 110,4 mln PLN, czyli 3,2% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu. Termin zakończenia prac przypada na 18 miesięcy od daty podpisania umowy. Płatności będą następowały w terminie 49 dni od dostarczenia zamawiającemu faktury.

Kontrakt na 51,4 mln PLN

Budimex w konsorcjum z firmą Wakoz podpisał kontrakt na przebudowę stadionu przy ul. Olimpijskiej w Gdyni. Wartość udziału Budimexu w kontrakcie to 51,4 mln PLN (1,5% prognozowanych na rok 2009 przychodów Budimexu).

List intencyjny o wartości 137 mln PLN netto

Budimex podpisał list intencyjny z Ikea Centre Polska na zbudowanie miasteczka handlowego Bulwary Poznańskie. Wartość prac to 137 mln PLN (4% prognozowanych na ten rok przychodów). W liście intencyjnym Ikea wybrała ofertę Budimexu i wyraziła zamiar zawarcia umowy na realizację inwestycji. Prace miałyby się zakończyć w marcu 2011 roku.

Nowy stary warunkowy kontrakt mieszkaniowy za 64,75 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na budowę zespołu budynków mieszkalno-usługowych z garażem podziemnym, będącego częścią centrum biurowo-usługowego Maraton w Poznaniu, w zakresie nie obejmującym stanu „0”, który został wybudowany na podstawie poprzedniej umowy z 2 czerwca 2008 roku. Wartość bieżącego kontraktu to 64,75 mln PLN (1,9% prognozowanych na ten rok przychodów). Wartość kontraktu z 2 czerwca 2008 wynosiła 89,1 mln PLN. Obecny kontrakt jest kontraktem warunkowych. Wejście w życie umowy warunkowane jest dostarczeniem przez inwestora w ciągu 60 dni potwierdzenia pozyskania kredytu. Inwestorem obiektu jest spółka Restaura Maraton Gardens. Termin rozpoczęcia prac przewidziano na sierpień b.r., termin zakończenia zaś na wrzesień roku 2010.

Oferta PBG, Hydrobudowy i SRB odrzucona, wybór oferty Budimexu

GDDKiA odrzuciła ofertę konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa i SRB Civil Engineering o wartości 330,6 mln PLN brutto na budowę odcinka autostrady A2 Tłuste – Konotopa o długości 7,1 km. Wybrana została oferta konsorcjum Budimexu i Ferrovialu o wartości 425,5 mln PLN brutto. Wybrana oferta jest o 28,7% droższa. Zgodnie z komunikatem GDDKiA powodem odrzucenia oferty było przekroczenie maksymalnego udziału kosztu projektu w wartości inwestycji (próg zakładał maksymalny pułap 5% wartości inwestycji). Od chwili rozstrzygnięcia przetargu wykonawcy mają 10 dni na składanie protestów, następnie GDDKiA ma 10 dni na ich rozstrzygnięcie. Następnie wykonawcy mają 10 dni na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej. Wartość oferty konsorcjum Budimexu i Ferrovialu to 348,8 mln PLN netto (10,1% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu).



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 184 PLN

Cena docelowa: 170,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	819,9	1,1%	800,9	-2,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,1	-10,1%	60,4	-15,0%	MC (cena bieżąca)	873,6
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		7,5%		EV (cena bieżąca)	803,7
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,6	-13,6%	50,7	-17,6%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	52,5	-12,9%	47,4	-9,7%		
P/E	22,4	14,5		16,6		18,4		Zmiana ceny: 1m	13,6%
P/CE	19,4	12,8		14,1		15,3		Zmiana ceny: 6m	40,6%
P/BV	7,0	3,5		3,1		2,8		Zmiana ceny: 12m	2,9%
EV/EBITDA	15,7	10,0		11,3		12,8		Max (52 tyg.)	202,5
Dyid (%)	1,1	1,4		2,0		1,8		Min (52 tyg.)	121,0



Wyniki Elektrobudowy Q2 2009 okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań i znacznie lepsze od konsensusu prognoz. Uważamy, że wynik netto spółki w całym 2009 roku może być wyższy niż prognozowaliśmy, jednocześnie, istnieje ryzyko niższych przychodów. Bardzo wysokie wyniki EBIT spółka wypracowała w segmencie wytwarzania energii i dystrybucji energii i to właśnie one były znacznie wyższe od naszych prognoz. W segmencie wytwarzania energii wyniki podwyższyło rozliczenie kontraktu na budowę bloku energetycznego w Suwałkach oraz wejście w etap realizacji kontraktu w elektrowni Olkiluoto. Bardzo dobry wynik w segmencie dystrybucji energii wynika z rozliczenia kontraktów, korzystnych tendencji kosztowych oraz w zakresie kursów walutowych. Generalnie, uważamy, że w kolejnych kwartałach wyniki nie będą już aż tak korzystne. Podtrzymujemy neutralne nastawienie, ze względu na relatywnie wysoką wycenę spółki oraz ryzyko erozji rentowności / spadku przychodów w kolejnym roku (m.in. w zakresie instalacji – segment przemysłu i produkcji rozdzielnic – głównie segment dystrybucji energii). Uważamy, że spółka byłaby w stanie przeciwdziałać tym negatywnym tendencjom, zdobywając nowe kontrakty w atrakcyjnych obszarach działalności, to jednak nie jest pewne. Elektrobudowa ma 9 konkurentów, jeśli chodzi o zlecenie na budowę instalacji Stadionu Narodowego. Konkurentów jeśli chodzi o prace dla metra warszawskiego może być 3-4 (wykonawca jeszcze nie rozpoczął pozyskiwania ofert). Z potencjalnych kontraktów, które mogłyby wpłynąć pozytywnie na wyniki spółki, najbardziej atrakcyjne wydają się kontrakty na prace w elektrowniach jądrowych w Skandynawii.

Wyniki Q2 2009

Przychody Elektrobudowy są zbliżone do naszych oczekiwań, natomiast znacznie wyższy niż oczekiwany okazał się zysk brutto ze sprzedaży. Marża brutto na sprzedaży wyniosła ona aż 15,9% (konserwatywnie prognozowaliśmy 10,6%). Jednocześnie, potwierdzają się zapowiedzi prezesa, że wynik w Q2 2009 jest lepszy od założeń budżetowych. Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 3,75 mln PLN (prognozowaliśmy 4,8 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne w Q2 2009 wyniosły 5,1 mln PLN, podczas gdy my zakładaliśmy pozostałe przychody operacyjne w kwocie 1,5 mln PLN. W całym półroczu na pozycję z tytułu pozostałych kosztów operacyjnych netto w wysokości 1,9 mln PLN wpływ miały takie czynniki jak: odpisy aktualizacyjne (-4,7 mln PLN), odsetki z tytułu nieterminowych zapłat (1,3 mln PLN) oraz różnice kursowe z wyceny (2,5 mln PLN). Z uwzględnieniem znacznych pozostałych kosztów operacyjnych netto, EBIT wyniósł 20 mln PLN, tzn. ciągle był o 30% wyższy od naszych oczekiwań i o 22,5% wyższy od konsensusu prognoz. Saldo pozostałych kosztów finansowych wyniosło 0,45 mln PLN, udział jednostek podporządkowanych zaś 1,0 mln PLN. W efekcie, zysk na poziomie brutto wyniósł 21,4 mln PLN, tzn. był o 40,6% wyższy od naszej prognozy. Spółka w Q2 2009 zaksięgowała stosunkowo wysoki podatek (efektywna stopa podatkowa = 27,3%), w efekcie zysk netto wyniósł 15,5 mln PLN (wynik o 26% wyższy od naszych oczekiwań i o 19,4% od konsensusu PAP).

Jest szansa na przekroczenie prognoz

Prezes Faltynowicz przyznał, że istnieje szansa na przekroczenie prognoz w tym roku, jednak na razie spółka nie skoryguje ich. Spółka zamierza w 2009 roku wygenerować 806 mln PLN przychodów i 48 mln PLN zysku netto. Spółka szuka zleceń na rok kolejny. Przyszłoroczne przychody nie powinny być gorsze od tych z bieżącego roku. Firma w większym stopniu zamierza szukać zleceń za granicą, eksport w tym roku ma wzrosnąć z 71 mln PLN do 99 mln PLN. Spółka liczy na udział przy budowie elektrowni jądrowych w Białorusi, Finlandii i Szwecji. Najszybciej może rozstrzygnąć się kontrakt w Finlandii. Spółka nie wyklucza też rozszerzenia umowy na montaż instalacji elektrycznych w elektrowni atomowej Olkiluoto 3 (kontrakt pierwotnie na 33,6 mln EUR). W kraju spółka pragnie uczestniczyć w pracach infrastrukturalnych, w ramach rozbudowy metra, tras kolejowych czy trakcji miejskich.



Elektrobudowa zamierza zwiększyć przychody w zakresie automatyki do 100 mln PLN w 2012 roku.

Połączenie spółek zależnych

Sąd zarejestrował połączenie spółek Energotest-Energopomiar i Energoefekt. Połączenie ma poprawić pozycję Elektrobudowy na rynku automatyki i wygenerować oszczędności kosztowe.



Erbud (Trzymaj)

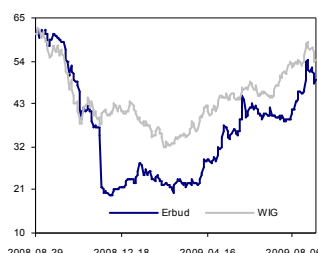
Cena bieżąca: 49 PLN

Cena docelowa: 49,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	900,0	-15,0%	1 090,0	21,1%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	55,9	-21,7%	56,3	0,8%	MC (cena bieżąca)	616,0
marża EBITDA	5,2%	6,7%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	512,6
EBIT	32,8	64,8	97,7%	49,5	-23,6%	49,9	0,8%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	40,5	289,6%	42,6	5,2%		
P/E	19,3	59,3		15,2		14,5		Zmiana ceny: 1m	17,3%
P/CE	18,3	36,4		13,1		12,6		Zmiana ceny: 6m	104,6%
P/BV	3,2	3,1		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	-18,3%
EV/EBITDA	15,8	8,5		9,2		8,9		Max (52 tyg.)	62,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Wysoko oceniamy kompetencje zarządu Erbudu, jak i wyniki kontraktacji w trudnym roku 2009. Portfel zamówień na rok 2010 w zakresie generalnego wykonawstwa w kraju wynosi ponad 520 mln PLN, tzn. jest zapełniony w ponad 69%. Zarząd spółki nie zakłada dużej ekspansji w zakresie pozyskiwania nowych kontraktów kubaturowych w kraju, uważamy jednak, że ze względu na szerokie relacje biznesowe i doświadczenia we współpracy z inwestorami prywatnymi, Erbud mógłby skorzystać z przewidywanego odbicia w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Uważamy, że znaczna ilość nowych kontraktów mieszkaniowych ma szansę pojawić się już na przełomie 2009 i 2010 roku. Oferta wybranych deweloperów kończy się, sytuacja na rynku ustabilizowała się, wyniki sprzedaży zaś nie spadły w okresie wakacji. Podtrzymujemy opinię, że pozyskane kontrakty powinny oferować korzystną rentowność. Wyniki Q2 2009 są naszym zdaniem dobre. Ze względu na wzrost notowań spółki oraz relatywnie wysoką wycenę na tle branży, obniżamy rekomendację do trzymaj.

Wyniki Q2 2009

Wyniki Erbudu są bliskie naszych oczekiwań. Odchylenia w prognozie przychodów i zysku brutto ze sprzedaży są bardzo niewielkie. Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się koszty zarządu i sprzedaży (DI BRE: 13,2 mln PLN, Q2 2009: 10,4 mln PLN; Q1 2009: 12,9 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów wyniosło 1,2 mln PLN, tzn. było o 1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Różnica wynika głównie z odpisów na należności. W efekcie, zysk operacyjny okazał się wyższy od naszych oczekiwań o 2,6 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów finansowych wyniosło 3,5 mln PLN, tzn. o 3 mln PLN więcej niż oczekiwaliśmy. Główną przyczyną wyższego salda kosztów jest odwrócenie pozytywnych różnic kursowych z Q1 2009. W efekcie, zysk brutto i zysk netto jest niższy od naszych oczekiwań. W Q2 2009 Erbud najwyższą rentowność wygenerował w ramach generalnego wykonawstwa w kraju. Wyniki są bardzo dobre, mimo braku zakończenia istotnych kontraktów budowlanych. W Q1 2009, gdy spółka zakończyła 7 znacznych kontraktów, rentowność brutto wyniosła 22,5%. Niższe przychody (Q1: 63 mln PLN, Q2: 48 mln PLN) i niższa rentowność została wygenerowana w ramach działalności eksportowej (marża brutto w Q2: 9,9%, Q1: 13,7%). Dobre wyniki Erbud zaprezentował w ramach drogownictwa (przychody w Q1: 5,8 mln PLN). Wzrosły przychody z działalności deweloperskiej (Q1: 12 mln PLN), spadła zaś rentowność sprzedaży (Q2: 4,6%, Q1: 29,7%). Sądymy, że zmiany rentowności są efektem czysto księgowym (przeniesienie wyniku między kwartałami), sądymy, że należy raczej patrzeć na wynik półrocza (przychody PSr 2009: 39,5 mln PLN, rentowność: 12,2% brutto na sprzedaży).

Komentarz zarządu do wyników

Prezes Zubelewicz przyznał, że zmniejszenie obrotów ma związek z widocznym spowolnieniem, zwłaszcza w budownictwie kubaturowym. Rentowność jednak wzrosła, co ma związek z przyjętą strategią realizacji wyłącznie krótkich kontraktów budowlanych. Do tego, coraz większy wpływ na wyniki ma eksport, który jest bardziej rentowny od prac krajowych. Wartość portfela zleceń Erbudu wynosi obecnie 1,16 mld PLN, z czego 525 mln PLN ma zostać zrealizowane jeszcze w tym roku. Na koniec sierpnia portfel w zakresie drogownictwa wynosił 88 mln PLN. Spółka zamierza podwoić udział segmentu drogownictwa w przychodach, w perspektywie roku – półtora, w stosunku do stanu z początku 2009 roku. Obecnie spółce najbardziej zależy na kontraktach drogowych, pragnie uczestniczyć w budowie dróg krajowych i autostrad jako członek konsorcjum. Spółka spodziewa się kolejnego kontraktów w zakresie budownictwa energetycznego, o wartości 10-15 mln PLN. Spółka prowadzi też rozmowy nt. dużych projektów dla energetyki, w których odpowiedzialna byłaby za część budowlaną. W ofertach spółka ma złożone kontrakty o wartości 3,4 mld PLN, podpisuje zaś wyłącznie umowy, których marża brutto sięga 5-6%. Patrząc na obecny portfel, na koniec 2009 roku spółka wypracuje najwięcej przychodów w segmencie obiektów handlowych (40%) i użyteczności publicznej (30%). Mieszkaniówka i budowa dróg zapewnią po 13%. Najmniej, bo 4%, będzie

pochoǳić z energetyki. W przyszłości władze Erbudu planują zmniejszyć udział mieszkaniówki do 3% na korzyść innych segmentów. Docelowo 20-30% przychodów powinno pochoǳić z drogownictwa.

Duży kontrakt drogowy Erbudu na 42,8 mln PLN

Erbud w konsorcjum z PRM „Mosty Łódź” i PRD podpisał kontrakt na projekt i rozbudowę i wzmocnienie drogi krajowej nr. 1 na odcinku o długości 12 km. Wartość udziału spółek z Grupy Erbud to 42,8 mln PLN (5% prognozowanych na ten rok przychodów). Prace rozpoczną się w ciągu 30 dni od podpisania umowy, zaś zakończą w czasie 12 miesięcy od daty podpisania umowy.

Nowy kontrakt za 39,5 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt z firmą Braaten+Pedersen na budowę parkingu wielopoziomowego, jako obiektu towarzyszącego galerii handlowej Agora Bytom. Wartość kontraktu to 39,5 mln PLN, z tego 8 mln PLN przypada na rok 2009. Prace zakończą się w październiku 2010 roku.

Nowy kontrakt za 39,9 mln PLN

Erbud podpisał nowy kontrakt na budowę Centrum Handlowo – Usługowego „Turzyn” w Szczecinie. Wartość kontraktu to 39,9 mln PLN (4,4% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin wykonania prac to 15 miesięcy od daty przekazania placu robót, tzn. 15 września 2009 roku. Wartość prac przypadających na rok 2009 to 10 mln PLN.

Kontrakt na 10,2 mln PLN i plany rozwoju w zakresie energetyki

Prezes Grzeszczak wyjawiał, że Erbud otrzyma kontrakt na 10,2 mln PLN na wykonanie fundamentów Instalacji Odsiarczania Spalin w Elektrociepłowni Siekierki. Dotychczas Erbud wykonywał roboty związane z budową elektrowni (stany surowe) we Francji i w Niemczech. Prezes spodziewa się, że budownictwo energetyczne czeka w ciągu 3-5 najbliższych lat dynamiczny rozwój. W tym roku już segment ten ma zapewnić grupie 50 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Erbud zamierza uczestniczyć w konsorcjach budujących elektrownie czy spalarnie śmieci. Są szanse, że jeszcze w tym roku spółka pozyska kolejne zlecenia. Firma chce także dokonać akwizycji w segmencie, najpóźniej do końca przyszłego roku. Wcześniej zarząd przyznawał, że szuka krajowej spółki o obrotach 50 mln PLN rocznie. Wartość portfela zamówień Erbudu sięga 1,05 mld PLN (750 mln PLN rok temu). Spółka nie zamierza na siłę zwiększać sprzedaży, podpisuje tylko kontrakty gwarantujące określoną marżę. Nie zawiera też długoterminowych umów, które w ostatecznym rozrachunku mogą okazać się mniej rentowne niż na początku oczekiwano. Marże brutto, które wypracuje grupa skalkulowane są na poziomie 5-6%. Zdaniem prezesa to dwukrotnie więcej niż u większości konkurentów.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 73,3 PLN

Cena docelowa: 79,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 711,1	25,8%	2 864,1	5,6%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	189,4	39,0%	158,8	-16,2%	MC (cena bieżąca)	1 466,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		7,0%		5,5%		EV (cena bieżąca)	1 301,6
EBIT	58,9	113,4	92,6%	165,7	46,1%	134,7	-18,7%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	112,8	49,3%	100,4	-11,0%		
P/E	27,7	19,4		13,0		14,6		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	20,2	14,9		10,7		11,8		Zmiana ceny: 6m	69,7%
P/BV	5,1	4,4		3,4		3,1		Zmiana ceny: 12m	35,7%
EV/EBITDA	16,4	9,6		6,9		8,1		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,1	0,0		2,6		3,8		Min (52 tyg.)	36,3



Wskaźniki wyceny Mostostalu Warszawa zbliżyły się do wskaźników Budimexu, można by więc odnieść wrażenie, że dyskonto w notowaniach Mostostalu w stosunku do najbliższego rywala zanikło. Nie jest to jednak do końca prawda, gdyż Mostostal, w przeciwieństwie do Budimexu, posiada pozycję gotówkową, która nie wynika wyłącznie z systemu rozliczeń ze zlecającymi i podwykonawcami. Portfel zamówień spółki wynosi 3,6 mld PLN, tzn. o 100 mln PLN więcej niż na koniec lipca 2008. W efekcie, można naszym zdaniem mówić o szansie na zauważalną dynamikę przychodów w roku kolejnym. Szans dla Mostostalu dopatrujemy się tak w segmencie budownictwa energetycznego, jak i ze względu na oczekiwane rozstrzygnięcia przetargów infrastrukturalnych (oczekujemy rozstrzygnięcia przetargów o wartości 8,9 mld PLN do końca roku). Wyniki Q2 2009 były lepsze od naszych oczekiwań i konsensus prognoz, pozytywne zaskoczenie wystąpiło przede wszystkim na wynikach pozostałych konsolidowanych spółkach zależnych (Mostostal Puławy, Mostostal Kielce, Wrobis). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q2 2009

Wyniki Mostostalu Warszawa są lepsze od naszych oczekiwań i lepsze od konsensusu prognoz. Przychody okazały się o 8,5% niższe od naszych oczekiwań, znacznie wyższy zaś okazał się zysk brutto na sprzedaży (marża: 13,1%, oczekiwaliśmy 10,0%). Koszty sprzedaży i zarządu wyniosły 23,3 mln PLN (prognoza: 22,8 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów operacyjnych netto wyniosło 7,5 mln PLN, tzn. było o 2,5 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Marża zysku operacyjnego wyniosła 8,2%, w porównaniu do oczekiwanych 5,9%. Saldo pozostałych kosztów finansowych było wyższe od naszych oczekiwań. Wyniosło ono 2,0 mln PLN, my zaś oczekiwaliśmy ujemnego salda kosztów finansowych netto w wysokości 4,8 mln PLN (tzn. różnica wyniosła 6,8 mln PLN). Podejrzewamy, że różnica wynika z wygenerowanych przez spółkę ujemnych różnic kursowych oraz niższej niż oczekiwana pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych. Stopa opodatkowania oraz zysk akcjonariuszy mniejszościowych był zbliżony do oczekiwań, w efekcie, zysk netto był wyższy od prognozy o blisko 10% i o 7,8% wyższy od konsensusu.

Wywiady z prezesem Popiołkiem

Prezes Popiołek potwierdził plan zwiększenia przychodów w tym roku o 15%. Prezes nie spodziewa się większych zaskoczeń, tak pozytywnych, jak i negatywnych, w prezentowanych wynikach kwartalnych. Ostrzega też przed oceną firmy budowlanej na podstawie wyników jednego kwartału. Prezes przyznał, że spółka notuje opóźnienia na kontrakcie na budowę stadionu we Wrocławiu i będzie te opóźnienia wyrównywać w trzecim kwartale. Prezes przyznał, że opóźnienia te wynikały z pewnych trudności na etapie projektowania. Celem Mostostalu jest stanie się spółką o zasięgu ogólnokrajowym, w tym celu wykorzystane zostaną też spółki zależne. Obecna wartość portfela zleceń spółki to 3,6 mld PLN.

Oferta PBG, Hydrobudowy i SRB odrzucona, wybór oferty Mostostalu Warszawa i Polimexu

GDDKiA odrzuciła ofertę konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa i SRB Civil Engineering o wartości 706,6 mln PLN brutto na budowę odcinka autostrady A2 Łyszkowice – Nieborów o długości 17 km. Wybrana została oferta konsorcjum Mostostalu Warszawy, Acciony oraz Polimexu Mostostal o wartości 843,6 mln PLN brutto. Wybrana oferta jest o 19,4% droższa. Zgodnie z komunikatem GDDKiA powodem odrzucenia oferty było przekroczenie maksymalnego udziału kosztu projektu w wartości inwestycji (próg zakładał maksymalny pułap 5% wartości inwestycji). Od chwili rozstrzygnięcia przetargu wykonawcy mają 10 dni na składanie protestów, następnie GDDKiA ma 10 dni na ich rozstrzygnięcie. Następnie wykonawcy mają 10 dni na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej.



PBG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 213 PLN

Cena docelowa: 224,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 902,0	38,9%	3 457,4	19,1%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	350,1	29,5%	377,7	7,9%	MC (cena bieżąca)	2 860,6
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,1%		10,9%		EV (cena bieżąca)	3 458,9
EBIT	109,4	223,4	104,3%	299,1	33,9%	326,5	9,1%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	202,5	28,1%	229,6	13,4%		
P/E	28,0	18,1		14,1		12,5		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	21,9	14,0		11,3		10,2		Zmiana ceny: 6m	1,9%
P/BV	3,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-17,8%
EV/EBITDA	23,2	13,7		9,9		7,9		Max (52 tyg.)	266,0
Dywid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	175,3



Uważamy, że wycena PBG jest wysoka (P/E 2009 = 14,1). Nie dostrzegamy jednak potencjału do negatywnych zaskoczeń w najbliższym roku. Nie wykluczamy, że ze względu na duży udział ryzyk technicznych w kontraktach stadionowych, wynik na realizacji może być wyższy lub niższy niż budżetowany przez spółkę. Jest zdecydowanie za wcześnie, aby na ten temat wyrokować. Zapelnienie portfela zamówień PBG sięga aż 89% na rok 2010, przy czym w kalkulacji nie bierzemy pod uwagę działalności drogowej, gdzie portfela zamówień na rok 2010 brak. Nie jest wykluczone, że PBG zdobędzie kolejne kontrakty i w efekcie przekroczy nasze prognozy przychodów. Z drugiej strony, powoli zauważalna staje się zmiana struktury marż PBG. Zgodnie z prognozą, udział segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej sięgnie w tym roku 32,9%, w 2010 roku 45,3%, w 2011 roku zaś aż 47,4%. Taka struktura przychodów rodzi obawy związane z dużym uzależnieniem od jednego klienta (PGNiG). Stosunkowo negatywnym zaskoczeniem było złożenie bardzo niskich cenowo ofert w przetargach na budowę 2 odcinków autostrady A2, wraz z irlandzkim konsorcjantem, a następnie odrzucenie ofert przez GDDKiA. Udział Grupy PBG w ofertach sięgał 25%. Grupa nie zdecydowała się złożyć odwołań od decyzji GDDKiA i przyznaje, że oferty nie były właściwie skonstruowane, uważa jednak, że nieprawidłowości leżą po stronie konsorcjanta, który miał realizować 75% wartości prac. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Grupy PBG w Q2 2009

Przychody PBG w Q2 2009 okazały się niższe od naszych oczekiwań o blisko 14%, co tłumaczymy zmianą w księgowaniu przychodów z kontraktów realizowanych w konsorcjach. Na poziomie brutto ze sprzedaży wynik jest niższy niż nasze oczekiwania, mimo to marża brutto na sprzedaży jest wyższa i wynosi 14,5%, w porównaniu do oczekiwanych 13%. Koszty ogólne wyniosły 31,9 mln PLN, tzn. były o 8,2% wyższe od naszych oczekiwań (spodziewaliśmy się 29,0 mln PLN). Wyższe niż nasze oczekiwania okazało się też saldo pozostałych kosztów operacyjnych. Wyniosło ono 12,9 mln PLN, oczekiwaliśmy zaś 8 mln PLN. W prognozie nie uwzględniliśmy zdarzenia jednorazowego: przeszacowania wartości nieruchomości PBM Dom o 5,7 mln PLN w związku z przeznaczeniem nieruchomości do zbycia. Na wynik na poziomie EBIT wpłynęły takie zdarzenia jak: przeszacowanie wartości działki Hydrobudowy 9 o 8,6 mln PLN, przeszacowanie wartości nieruchomości PBG Dom o 5,7 mln PLN, odpisy na należności w wysokości 3 mln PLN, odszkodowania z tytułu umów ubezpieczeń na 2,35 mln PLN. Wynik netto z tych zdarzeń to 9 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto o charakterze jednorazowym. EBIT skorygowany o zdarzenia jednorazowe wyniósłby 58,8 mln PLN. Odchylenie na poziomie zysku netto wynika z szacunku kosztów finansowych netto. Szacowaliśmy, że wyniosą one 13,0 mln PLN, wyniosły zaś 1,6 mln PLN. Różnica związana jest z szacunkiem dodatnich różnic kursowych oraz z szacunkiem kosztów odsetek. Wyższa niż oczekiwaliśmy jest też pozycja z tytułu zysku udziałowców mniejszościowych i podatku dochodowego – oczekiwaliśmy 14,9 mln PLN, jest 22,4 mln PLN.

Rentowność na kontrakcie na budowę stadionu w Poznaniu jest bezpieczna

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Hydrobudowy, większość robót w kontrakcie na budowę stadionu w Poznaniu została już zakontraktowana. W Poznaniu prezes nie dostrzega ryzyka dla wypracowania kilkuprocentowej marży. Na razie nie można takiej deklaracji złożyć w przypadku dwóch pozostałych stadionów, gdyż ciągle trwa tam procedura wyboru podwykonawców. Prezes widzi, że oferty podwykonawców w pewnych obszarach nie pokrywają się jeszcze z oczekiwaniami zarządu, jednak jest przekonany, że spółka wypełni prognozy. Raczej nie powinno być też mowy o podwyżce prognoz, gdyż sytuacja rozwija się zgodnie z planem. W przypadku stadionu w Gdańsku zakontraktowane już zostały prace za około 200 mln PLN (wartość kontraktu to 427,7 mln PLN). W przypadku stadionu w Warszawie zakontraktowano prace o wartości 560 mln PLN (kontrakt ma wartość 1,25 mld PLN).

Oferta PBG, Hydrobudowy i SRB odrzucona, wybór oferty Budimexu

GDDKiA odrzuciła ofertę konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa i SRB Civil Engineering o wartości 330,6 mln PLN brutto na budowę odcinka autostrady A2 Tłuste – Konotopa o długości 7,1 km. Wybrana została oferta konsorcjum Budimexu i Ferrovialu o wartości 425,5 mln PLN brutto. Wybrana oferta jest o 28,7% droższa. Zgodnie z komunikatem GDDKiA powodem odrzucenia oferty było przekroczenie maksymalnego udziału kosztu projektu w wartości inwestycji (próg zakładał maksymalny pułap 5% wartości inwestycji). Od chwili rozstrzygnięcia przetargu wykonawcy mają 10 dni na składanie protestów, następnie GDDKiA ma 10 dni na ich rozstrzygnięcie. Następnie wykonawcy mają 10 dni na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej.

Oferta PBG, Hydrobudowy i SRB odrzucona, wybór oferty Mostostalu Warszawa i Polimexu

GDDKiA odrzuciła ofertę konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa i SRB Civil Engineering o wartości 706,6 mln PLN brutto na budowę odcinka autostrady A2 Łyszkowice – Nieborów o długości 17 km. Wybrana została oferta konsorcjum Mostostalu Warszawy, Acciony oraz Polimexu Mostostal o wartości 843,6 mln PLN brutto. Wybrana oferta jest o 19,4% droższa. Zgodnie z komunikatem GDDKiA powodem odrzucenia oferty było przekroczenie maksymalnego udziału kosztu projektu w wartości inwestycji (próg zakładał maksymalny pułap 5% wartości inwestycji). Od chwili rozstrzygnięcia przetargu wykonawcy mają 10 dni na składanie protestów, następnie GDDKiA ma 10 dni na ich rozstrzygnięcie. Następnie wykonawcy mają 10 dni na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

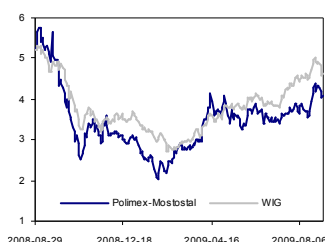
Cena bieżąca: 4,1 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 909,0	14,1%	4 449,6	-9,4%	Liczba akcji (mln)	476,7
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	335,6	12,4%	311,4	-7,2%	MC (cena bieżąca)	1 959,4
marża EBITDA	5,5%	6,9%		6,8%		7,0%		EV (cena bieżąca)	2 582,0
EBIT	160,4	228,1	42,2%	254,4	11,5%	210,1	-17,4%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	159,1	32,4%	138,4	-13,0%		
P/E	19,6	16,3		12,3		14,2		Zmiana ceny: 1m	12,3%
P/CE	13,5	10,3		8,2		8,2		Zmiana ceny: 6m	47,8%
P/BV	2,0	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-28,5%
EV/EBITDA	11,9	8,5		7,7		7,7		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,4	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Wycena Polimexu pozostaje atrakcyjna (P/E 2009 = 12,3). Zgodnie z naszymi szacunkami portfel zamówień na rok 2010 wynosi obecnie około 2,5 mld PLN (pomijając część produkcyjną, o umownym backlogu), wypełnienie portfela zleceń sięga więc 67%. Uważamy, że na tle branży Polimex może charakteryzować się ograniczonym ryzykiem erozji marż, co związane jest z charakterem grupy. W segmencie energetyki i chemii funkcjonują głównie spółki podwykonawcze o krótkich portfelach zleceń. Ponadto, same segmenty charakteryzują się ograniczoną konkurencją, ze względu na specjalistyczny charakter świadczonych w nich usług. Portfel w zakresie dróg i kolei jest na rok 2010 jest w znacznej części wypełniony. Pozytywnie oceniamy plany inkorporacji spółek zależnych, uważamy, że w ten sposób grupa będzie w stanie przygotować się do realizacji dużych zleceń w zakresie energetyki. Uważamy, że Polimex może ma szansę skorzystać także ze zbliżających się rozstrzygnięć przetargów infrastrukturalnych. Wyniki na poziomie operacyjnym nie są zbliżone do oczekiwań rynku. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki, ze względu na wzrost wyceny obniżamy jednak rekomendację do akumuluj.

Wyniki Q2 2009

Na poziomie operacyjnym wyniki Polimexu nie odchyliły się istotnie od konsensusu prognoz, są za to gorsze od naszych oczekiwań. Przychody ze sprzedaży oraz zysk brutto ze sprzedaży jest zbliżony do naszych oczekiwań, odchylenia nie przekraczają 2,5%. Wyższe niż prognozowane okazały się koszty zarządu i sprzedaży (65,6 mln PLN, w porównaniu do prognozowanych 56,5 mln PLN, 53,9 mln PLN w Q1 2009 oraz 59,4 mln PLN w Q4 2008). Koszty zarządu i sprzedaży są najwyższe w historii wyników kwartalnych spółki. Nie wykluczamy, że może mieć to swoje uzasadnienie, zaś wysokie koszty ogólne mogą nie być powtarzalne, na razie jednak trudno nam się na ten temat wypowiedzieć. Zysk operacyjny jest zbliżony do oczekiwań rynku. Odchylenie od prognoz występuje głównie na poziomie przychodów i kosztów finansowych, a także udziału w zysku jednostek podporządkowanych. Szacowaliśmy, że saldo tych zdarzeń będzie ujemne i wyniesie 25,7 mln PLN, zaś wpłynąć na nie miały zdarzenia takie jak negatywne różnice kursowe na 20,9 mln PLN oraz dodatni efekt wyceny instrumentów pochodnych na 8,9 mln PLN. W rzeczywistości, saldo zdarzeń finansowych wyniosło 10,3 mln PLN, ujemne różnice kursowe wyniosły 15,9 mln PLN, dodatni efekt wyceny instrumentów pochodnych zaś 9,9 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%, zysk akcjonariuszy mniejszościowych zaś 4,1 mln PLN (prognozowaliśmy 6,3 mln PLN). Zysk netto wyniósł 38 mln PLN, tzn. był o 13,3% wyższy od naszych prognoz, o 22,8% zaś wyższy od konsensusu prognoz. Różnica ta zawdzięczana jest głównie zdarzeniom finansowym.

Zysk netto w 2009 roku wzrośnie o 15%

Prezes Jaskóła spodziewa się, że w całym 2009 roku przychody spółki wzrosną o 10%, zysk netto zaś o 15%. W przyszłym roku spółka „nie zamierza bić rekordów sprzedaży”, będzie jednak dbała o wynik. Prezes spodziewa się wzrostu rentowności netto w przyszłym roku do co najmniej 4%, jeśli proces inkorporacji 7 spółek zależnych się powiedzie. Niższa dynamika sprzedaży i wzrost marż będą m.in. efektem zmiany sposobu rozpoznawania przychodów z kontraktów realizowanych w konsorcjach. Wartość portfela zamówień Polimexu sięga 6,9 mld PLN, z tego ponad 3 mld PLN przypadającą na rok 2010, zaś 1,2 mld PLN na rok 2011.

Planowana inkorporacja 7 spółek zależnych

Polimex zamierza inkorporować 7 spółek zależnych: Energomontaż Północ, Naftobudowę, ZRE Lublin, ZRE Kraków, EPE Rybnik, ECe Remont oraz Naftoremont. Ma to mieć miejsce na zasadzie emisji akcji Polimexu dla akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek. Prezes Jaskóła przewiduje wstępnie, że kapitał zakładowy Polimexu zostałby podwyższony w tym celu o 11-13%. Firmy mają być wycenione przez renomowanych doradców, na tej podstawie

skonstruowany ma zostać parytet wymiany. Prezes zakłada, że parytety będą znane do końca roku, zaś transakcje uda się sfinalizować już w Q1 roku przyszłego.

Polimex przedłużył kredyty o wartości 120 mln PLN

Polimex przedłużył do dnia 31 lipca 2010 roku następujące kredyty w banku Pekao S.A.: kredyt w rachunku bieżącym na 50 mln PLN, linię kredytową wielowalutową o wartości 70 mln PLN. Spółka przedłużyła też termin wystawiania gwarancji bankowych i podwyższyła go z 100 mln PLN do 120 mln PLN.

Oferta PBG, Hydrobudowy i SRB odrzucona, wybór oferty Mostostalu Warszawa i Polimexu

GDDKiA odrzuciła ofertę konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa i SRB Civil Engineering o wartości 706,6 mln PLN brutto na budowę odcinka autostrady A2 Łyszkowice – Nieborów o długości 17 km. Wybrana została oferta konsorcjum Mostostalu Warszawy, Acciony oraz Polimexu Mostostal o wartości 843,6 mln PLN brutto. Wybrana oferta jest o 19,4% droższa. Zgodnie z komunikatem GDDKiA powodem odrzucenia oferty było przekroczenie maksymalnego udziału kosztu projektu w wartości inwestycji (próg zakładał maksymalny pułap 5% wartości inwestycji). Od chwili rozstrzygnięcia przetargu wykonawcy mają 10 dni na składanie protestów, następnie GDDKiA ma 10 dni na ich rozstrzygnięcie. Następnie wykonawcy mają 10 dni na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej.

Wybór oferty o wartości 99,4 mln PLN

LW Bogdanka wybrała ofertę Polimexu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę odstawy urobku z szybu 2.1 w Polu Stefanów do Zakładu Przeróbki Mechanicznej Węgla w Polu Bogdanka. Wartość oferty to 99,4 mln PLN (2% prognozowanych na rok 2009 przychodów Grupy Polimex). Realizacja prac ma się zakończyć w terminie 12 miesięcy od daty podpisania umowy.



Rafako (Kupuj)

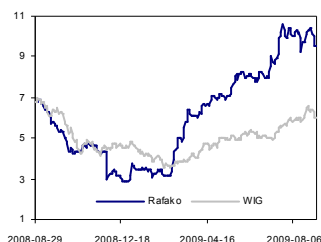
Cena bieżąca: 9,6 PLN

Cena docelowa: 11,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 062,0	-5,6%	1 310,2	23,4%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	68,4	-10,2%	84,9	24,2%	MC (cena bieżąca)	664,7
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,4%		6,5%		EV (cena bieżąca)	451,4
EBIT	22,1	60,8	175,6%	52,6	-13,5%	68,7	30,6%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		37,5		55,8	48,7%		
P/E	54,5			17,7		11,9		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	26,3	177,2		12,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	90,6%
P/BV	1,9	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	38,4%
EV/EBITDA	12,4	5,5		6,6		4,8		Max (52 tyg.)	10,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Uwzględniając potencjalny kontrakt na budowę instalacji odsiarczania w Bełchatowie, który najprawdopodobniej przyznany zostanie Rafako, portfel zamówień spółki na rok 2010 wynosi około 1,09 mld PLN, tzn. jest zapełniony w 83%. Podtrzymujemy opinię, że segment budownictwa energetycznego ma atrakcyjne perspektywy, z uwagi na zbliżający się cykl odtwarzania mocy produkcyjnych w polskiej energetyce (ostatni taki cykl miał miejsce w latach siedemdziesiątych). W najbliższym czasie możliwe jest rozstrzygnięcie kolejnych kontraktów, w tym na budowę elektrociepłowni o wartości 400-500 mln PLN. Poza potencjalnymi kontraktami, nie spodziewamy się w 2009 roku istotnych rozstrzygnięć. Rentowność raportowana przez spółkę powinna pozostać umiarkowana, co związane jest z wyjątkowo konserwatywną polityką księgową firmy. Rafako nie zamierza na razie rozwiązywać części rezerw zawiązanych w Q4 2008 i Q1 2009 na wypadek zdarzeń związanych z kryzysem finansowymi (np. brak zleceń), mimo, iż nie zapowiada się, aby ryzyka z nimi związane zmaterializowały się. Ponadto, spółka prowadzi ostrożną politykę księgową, podobnie jak w Erbudzie kontrakty są obrezerwowane, zaś znaczna część wynikowej rentowności pojawia się dopiero w momencie rozliczenia kontraktu. W roku bieżącym Rafako nie zakończy żadnego istotnego zlecenia. W efekcie, nie spodziewamy się, aby wyniki roku bieżącego mogły zaskoczyć pozytywnie. Wyniki Q2 2009 są zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie operacyjnym, niższe zaś na poziomie netto z uwagi na zdarzenie jednorazowe. Poprawy rezultatów spodziewamy się w roku kolejnym, przy tym w prognozie nie uwzględniamy rozwiązania rezerw „kryzysowych”. Podnosimy rekomendację do kupuj, przy niezmienionej cenie docelowej.

Wyniki Q2 2009

Przychody Rafako w Q2 2009 były o nieco ponad 6% wyższe od naszych oczekiwań, podobnie jak zysk brutto ze sprzedaży (marża brutto na sprzedaży jest dokładnie taka, jak oczekiwaliśmy i wynosi 10,9%). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 14,8 mln PLN, tzn. były o 0,1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów operacyjnych wyniosło 3,8 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy, że będzie ono równe 2,25 mln PLN. Wysokie ujemne saldo wynika głównie z utworzenia rezerw na gwarancje w wysokości 3,4 mln PLN. Po uwzględnieniu pozostałych kosztów operacyjnych, wynik netto wyniósł 10,9 mln PLN, tzn. był o 0,1 mln PLN wyższy od naszej prognozy. Znaczne odchylenia od prognozy miały za to miejsce na poziomie pozostałej działalności finansowej. Oczekiwaliśmy, że saldo pozostałych przychodów finansowych będzie dodatnie i wyniesie 4,7 mln PLN. Wycenę instrumentów pochodnych szacowaliśmy na +7,6 mln PLN. Jednocześnie, oczekiwaliśmy ujemnych różnic kursowych w wysokości 3,15 mln PLN. W rzeczywistości saldo to okazało się ujemne i wyniosło 3,3 mln PLN. Powstała w ten sposób różnica wynika z utworzenia rezerwy przed opodatkowaniem, na kwotę 8,7 mln PLN. Pozycja ta wynika z otrzymanego przez jednostkę w Q2 2009 wezwania do zapłaty z tytułu umowy kredytowej z ING BŚ z dnia 25 czerwca 2008 roku w zakresie solidarnej odpowiedzialności Rafako oraz Elwo za zobowiązania Elwo wynikające z umowy (niezapłacone zobowiązania kredytowe i gwarancyjne). Pomijając tą kwotę, rezultaty spółki są zgodne z oczekiwaniami (7,9 mln PLN zysku na wycenie instrumentów pochodnych, ale aż 6,4 mln PLN straty z tytułu różnic kursowych, kompensowane wyższymi niż oczekiwane wpływami odsetkowymi). W efekcie utworzonej rezerwy, wynik brutto przed opodatkowaniem jest o 50% gorszy od naszych oczekiwań. Wysoka też okazała się efektywna stopa podatkowa, gdyż wyniosła ona aż 44,5%, wskutek tego różnica w wyniku netto i prognozie jest jeszcze większa.

Kontrakt na modernizację kotła w Bełchatowie

Rafako będzie modernizowało elektrofiltre kotła w PGE Elektrowni Bełchatów. Wartość oferty wynosi około 79 mln PLN. PGE Elektrownia Bełchatów umieściła na swojej stronie internetowej informację o wyborze oferty Rafako jako najkorzystniejszej w przetargu na modernizację elektrofiltrów kotła bloków 5 i 6 w Elektrowni Bełchatów. Ofercie Rafako zostało przyznane 100



punktów, 97,44 punktów uzyskała oferta konsorcjum firm Balcke-Durr Polska, Balcke-Durr GmbH i Mostostal Puławy, 95,95 punktów zaś otrzymała oferta konsorcjum firm Alstom Power, Alstom Power Sweden i ABM Solid. Wartości ofert konkurencyjnych nie zostały ujawnione.

Dalszy ciąg spekulacji o potencjalnym inwestorze

Prasa przytacza przebieg NWZA Rafako, na którym bezskutecznie BZ WBK próbował wprowadzić własnego przedstawiciela do rady nadzorczej spółki. Nie zakończyło się to sukcesem, gdyż zakwestionowano pełnomocnictwa udzielone przez klientów Asset Management. Prasa przytacza opinie, że dążenie do objęcia udziału w radzie nadzorczej przez BZ WBK może świadczyć o tym, że pakiet akcji Rafako może wkrótce trafić na sprzedaż. Prezes Rafako nie obnosi się do tych doniesień. Firmy PBG i Polimex Mostostal przyznały, że Rafako to interesująca spółka, na razie jednak kwestia akcjonariatu jest niejasna. Zagraniczne podmioty nie odpowiedziały na zapytania dziennikarzy.



Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,9 PLN

Cena docelowa: 4,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	879,4	10,7%	892,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,3	36,8%	66,8	-19,9%	MC (cena bieżąca)	626,0
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		7,5%		EV (cena bieżąca)	374,5
EBIT	29,6	53,0	79,3%	66,9	26,2%	50,6	-24,4%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	64,6	18,2%	50,1	-22,5%		
P/E	17,7	11,4		9,7		12,5		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	14,6	10,0		7,7		9,4		Zmiana ceny: 6m	0,3%
P/BV	3,5	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-26,5%
EV/EBITDA	12,4	5,1		4,5		5,6		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Trakcja Polska wyceniana jest na około 630 mln PLN, z tego na koniec Q2 2009 95 mln PLN stanowiła gotówka netto. Stany gotówkowe w spółce mogą dodatkowo wzrosnąć, do około 140 mln PLN, gdy Trakcja spienięży posiadane przez PRK-7 aktywa deweloperskie. W efekcie, można powiedzieć, że działalność operacyjna Trakcji wyceniana jest na 480 mln PLN, co z punktu widzenia wyników 2009 roku czyni z Trakcji najtańszą dużą spółkę budowlaną na GPW. Oczywiście, każda róża ma kolce, a tymi jest w przypadku Trakcji niewielki portfel zleceń na rok 2010 (220 mln PLN). Portfel zamówień na rok 2010 może w najbliższym czasie wzrosnąć o około 120 mln PLN, w wyniku podpisania kontraktu, którego wartość zarząd spółki szacuje na 140 mln PLN, jednak na kolejne kontrakty należy jeszcze poczekać. Sądzymy, że kontrakt podwykonawczy ma szansę być podpisany w drugiej połowie września. Ze względu na liczne pytania, rozstrzygnięcie kontraktu na budowę LCS Działdowo zostało przesunięte na 5 października. Z informacji PKP PLK wynika, że jeszcze we wrześniu ogłoszony ma być przetarg na budowę odcinka Grodzisk – Skierniewice. Obydwa kontrakty mogą być potencjalnie warte 1 mld PLN. Zdobycie jednego z kontraktów warunkuje realizację prognozy wyników Trakcji na rok kolejny oraz osiągnięcie przez cenę akcji spółki wyznaczonej ceny docelowej. Uważamy, że oba przetargi prędzej czy później zostaną rozstrzygnięte. Zgodnie z naszymi informacjami, linia E-65 jest traktowana w PKP PLK priorytetowo, nie należy więc oczekiwać, aby przetargi nie zostały rozpisane. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q2 2009: lepiej od oczekiwań

Wyniki Trakcji Polskiej są lepsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym o 5,9%, od konsensusu prognoz zaś o 20,1%. W stosunku do naszych prognoz, odchylenie na poziomie przychodów jest niewielkie, wyższa zaś okazała się rentowność brutto na sprzedaży (wyniosła 16,8%, oczekiwaliśmy 15,1%). Zwracamy uwagę, że przychody zostały zaniżone przez wycenę instrumentów pochodnych, która w pierwszym półroczu roku wyniosła 16,2 mln PLN. Wielkość ta jest bardzo zbliżona do naszych oczekiwań. W Q2 2009 wpływ wyceny instrumentów pochodnych na poziom przychodów szacowaliśmy na 11,1 mln PLN. Koszty zarządu i sprzedaży w Q2 wyniosły 7 mln PLN, tzn. o 0,7 mln PLN więcej od naszych prognoz. O 1,1 mln PLN wyższe było też saldo pozostałych kosztów operacyjnych netto. Generalnie, odchylenie na poziomie EBIT jest ograniczone. Znacznie wyższe od naszych oczekiwań okazało się saldo pozostałych przychodów finansowych, gdyż wyniosło ono 5,4 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,7 mln PLN). Stopa efektywna opodatkowania była zgodna z oczekiwaniami. Zysk netto okazał się o 27,6% wyższy od naszej prognozy, czego źródłem są głównie pozostałe przychody finansowe. Zwracamy uwagę na znaczny spadek gotówki netto w ujęciu półrocznym, z czego 143 mln PLN wynikają z działalności operacyjnej (ujemny cash flow operacyjny w wysokości 143 mln PLN), a 70,8 mln PLN wynika z działalności inwestycyjnej (zakup udziałów w Eco-Wind Construction, zakup maszyny do robót torowych). Uważamy, że kolejne kwartały powinny przynieść dodatnie przepływy pieniężne, tak z działalności budowlanej, jak i deweloperskiej (sprzedaż i oddania mieszkań w projektach PRK-7). Naszym zdaniem ujemny cash flow operacyjny wynika z dążenia PKP PLK do wypłaty środków wykonawcom na koniec roku (tzn. stan gotówki na koniec 2008 roku był nienaturalnie wysoki). Tezę tą potwierdza struktura zmian cash flowu – w Q1 2009 zmalał aż o 133 mln PLN, jedynie 10 mln PLN przypada na Q2 2009.

Prezes Kozaczyński o oczekiwanych wynikach przyszłych kwartałów

Prezes Kozaczyński oczekuje, że sprzedaż w kolejnych kwartałach utrzyma się na ubiegłorocznym poziomie, wyższy r/r powinien być za to zysk netto.

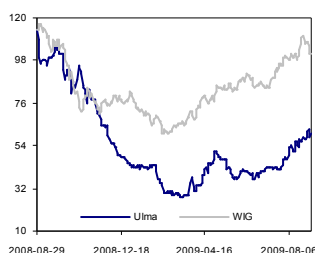


Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

	Cena bieżąca: 60 PLN			Cena docelowa: 58,8 PLN				
(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	222,6	241,5	8,5%	182,3	-24,5%	198,0	8,6%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	69,8	-32,4%	81,5	16,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	48,7%	42,8%		38,3%		41,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	17,8	-56,4%	29,4	64,5%	Free float
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	4,7	-81,6%	15,8	233,2%	
P/E	6,2	12,2		66,4		19,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,4	3,6		5,6		4,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,5	4,8		6,3		5,1		Max (52 tyg.)
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)



W roku obecnym wyniki Ulmy są pod presją pogorszenia koniunktury w budownictwie kubaturowym. Nadal przewidujemy poprawę wyników finansowych w drugim półroczu. Wynikać ona będzie z wejścia w etap realizacji kontraktów infrastrukturalnych oraz z redukcji kosztów związane z uruchomieniem centrów logistycznych. Poprawa wyników w roku 2010 wynika z odbudowy rynku budownictwa kubaturowego oraz wzrostu ilości realizowanych kontraktów drogowych. Oczekujemy, że do końca roku rozstrzygnięte zostaną przetargi o wartości 8,9 mld PLN, ogłoszone też zostanie większość przetargów na budowę autostrad. Sądzymy, że to właśnie segment infrastrukturalny, którego udział w przychodach Ulmy sięgnąć w tym roku może zgodnie z planami zarządu 30%, może wpłynąć na poprawę wyników już w roku kolejnym. Poprawy spodziewamy się głównie po stronie wzrostu rotacji majątku. Konserwatywnie nie zakładamy wzrostu cen dzierżawy, gdyż uważamy, że może to jeszcze nie nastąpić w roku kolejnym. Niższe niż oczekiwane wyniki Q2 2009 wynikają naszym zdaniem głównie z niekorzystnych czynników pogodowych, które opóźniły realizację wybranych kontraktów. Ulma jest istotnie tańsza niż Żurawie Wieżowe, zaś perspektywy spółki są naszym zdaniem bardziej atrakcyjne. Mimo to, nasza cena docelowa została już osiągnięta, w związku z tym obniżamy rekomendację do trzymaj.

Wyniki Q2 2009

Wyniki Q2 2009 są niższe od naszych oczekiwań, nie spodziewaliśmy się jednak, aby mogły one zaskoczyć inwestorów pozytywnie. O 1,4 mln PLN niższe od naszych oczekiwań okazały się przychody, o 1 mln PLN zaś wyższe koszty własne sprzedaży (które zgodnie z naszymi analizami są w około 90% stałe i niezależne od wielkości przychodów). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 4,7 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 4,1 mln PLN. Wyższe niż oczekiwane okazały się także pozostałe koszty operacyjne (0,7 mln PLN, prognoza: 0,4 mln PLN). Nieznacznie niższe niż oczekiwania okazało się saldo pozostałych kosztów finansowych, gdyż wyniosło ono 2,8 mln PLN (oczekiwaliśmy 3,1 mln PLN). W efekcie wszystkich zdarzeń, wynik netto wyniósł -2 mln PLN (prognozowaliśmy +0,9 mln PLN). Główną przyczyną słabych wyników Ulmy są niskie przychody, te zaś wynikają z niższych stawek za dzierżawę szalunków oraz niższej rotacji majątku. Zarząd przyznaje, że jednym z czynników wpływających na niższe przychody była powódź na południu Polski, skutkująca opóźnieniem realizacji prac w zakresie stanów surowych na wybranych kontraktach budowlanych. Przykładem może być kontrakt na budowę stadionu we Wrocławiu, gdzie zgodnie z wypowiedzią prezesa Popiołka Mostostal Warszawa w Q2 2009 zanotował opóźnienia, które spodziewa się odrobić w Q3 2009. Ulma dostarcza szalunków na budowę. Można spodziewać się, że opóźnienia w Q2 2009 będą skutkowały wyższymi niż uprzednio oczekiwane przychodami w Q3 2009.

Prezes zapowiada poprawę wyników

Początek roku był ciężki, ze względu na liczne opóźnienia wielu projektów budowlanych – zarówno w kraju, jak i za granicą. Mimo to, prezes zapowiada walkę o jak najlepsze wyniki w następnych półroczu. Przyznaje też, że spółka zauważa poprawę sytuacji w Kazachstanie.



Unibep (Akumuluj)

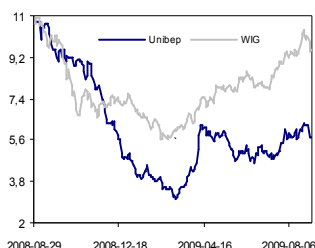
Cena bieżąca: 5,8 PLN

Cena docelowa: 6,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	542,5	7,9%	526,5	-3,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,3	-15,4%	21,8	-22,7%	MC (cena bieżąca)	195,1
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,2%		4,1%		EV (cena bieżąca)	219,9
EBIT	15,8	31,8	101,3%	23,8	-25,0%	17,3	-27,2%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	18,1	-34,4%	15,5	-14,8%		
P/E	13,3	7,1		10,8		12,6		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	12,3	6,7		8,6		9,8		Zmiana ceny: 6m	85,5%
P/BV	9,5	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-46,3%
EV/EBITDA	8,5	4,1		7,8		7,1		Max (52 tyg.)	10,8
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



W ostatnim miesiącu Unibep pozyskał 4 kontrakty mieszkaniowe o łącznej wartości 100 mln PLN. Z uwagi na ograniczoną wielkość kontraktów, spółka nie poinformowała jednak o tym w raportach bieżących. Podtrzymujemy opinię, że wyniki w przyszłych kwartałach mogą być pod presją agresywnie pozyskiwanych na początku 2009 roku kontraktów, uważamy jednak, że poprawa w zakresie działalności deweloperskiej pozwoli spółce uruchomić kolejne etapy Osiedla Santorini, co wpłynie na poprawę wyników i wskaźników finansowych w roku 2010 i 2011. W efekcie, wynik finansowy w kolejnych latach może być lepszy niż zakładamy. W przeciwieństwie do dużych firm budowlanych, Unibep jest firmą, dla której budownictwo mieszkaniowe jest jedną z głównych dziedzin działalności. Przewidywane „odbicie” budownictwa mieszkaniowego na przełomie 2009 i 2010 mogłoby naszym zdaniem pozwolić na znaczne zwiększenie portfela zleceń spółki. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

Wyniki Q2 2009

Na poziomie przychodów wyniki Q2 2009 Unibepu są niższe od naszych oczekiwań. Znaczny spadek przychodów r/r wynika z przejściowego spadku wielkości portfela zamówień w kraju oraz z wyczerpania portfela zamówień w ramach działalności eksportowej. Zysk brutto ze sprzedaży jest zbliżonych do naszych oczekiwań, marża zysku zaś jest wyższa niż zakładaliśmy (11,4%, w porównaniu do oczekiwanych 9,9%). Ponad 12% wyniosła marża brutto na sprzedaży w ramach działalności budowlanej w kraju. Przychody w segmencie generalnego wykonawstwa i drogownictwa w kraju wyniosły 67 mln PLN. Działalność eksportowa wygenerowała 16,4 mln PLN przychodów, przy rentowności na poziomie 11%. Działalność deweloperska zapewniła jedynie 5,7 mln PLN przychodów, przy rentowności nieznacznie przekraczającej 15%. Koszty zarządu wyniosły 4,9 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 5,35 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów wyniosło 0,11 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,25 mln PLN). Na skutek niższych kosztów ogólnych, Unibep wygenerował wynik EBIT o 9,3% wyższy od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów finansowych wyniosło 0,4 mln PLN (oczekiwaliśmy salda pozostałych przychodów finansowych w wysokości 0,26 mln PLN). Zysk brutto przed opodatkowaniem był o 5,3% niższy od naszych oczekiwań, niższy od prognozy był też zaksięgowany podatek (efektywna stopa podatkowa = 14%). W efekcie, zysk netto odchylił się od naszej prognozy jedynie o 3 tys. PLN, albo o 0,1%.

Unibep liczy na nowe kontrakty

W sierpniu prezes zapowiedział podpisanie w ciągu kilkunastu dni nowych umów o wartości 110 mln PLN. W ramach osiedla Santorini nabywców znalazło już 60% lokali. Trudno zaś o klientów na domki jednorodzinne. W ramach budowy domów prefabrykowanych, portfel zamówień składa się ze zleceń o wartości 10 mln PLN. Prezes spółki podtrzymał szacunki, zakładające, że w Q2 2009 przychody spółki mogą wynieść 100 mln PLN. Nie wykluczone też, że przychody w 2009 roku będą niższe r/r. Na słabsze wyniki wpłynie m.in. export. Spółka liczyła na 100 mln PLN przychodów, jednak ze względu na problemy z finansowaniem kontraktów, przychody wyniosą zaledwie połowę oczekiwań. Kilka projektów, o które starała się spółka, takie jak przejście graniczne w Sowiecku, odwołano.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Jakie mogą być wyniki sprzedażowe Q3 2009?

Wiceprezes Ganta przyznał, że w lipcu i sierpniu spółka sprzedała 80 mieszkań netto. Wyniki sprzedaży są więc niższe niż w poprzednich miesiącach. Prezes Dom Development przyznaje, że w przypadku spółki Q3 2009 nie musi być gorszy niż Q2 2009. Wręcz przeciwnie, dane pokazują, że spółka może poprawić wynik z drugiego kwartału. Zdaniem przedstawicielki J.W. Construction, w spółce rosnący trend sprzedaży utrzymał się też w okresie wakacyjnym. Prezes Ciurzyński przyznaje, że oczekuje sprzedaży w Q3 2009 na podobnym poziomie co w Q2 2009.

Deweloperzy nie chcą wystawić mieszkań na aukcji

Colliers, firma doradcza z rynku nieruchomości, zamierza, wzorem krajów takich jak USA, Wielka Brytania, czy Kanada, zorganizować aukcje mieszkań. Deweloperzy z GPW jednak nie są zainteresowani udziałem w aukcji. Uważają, że pomysł się w Polsce nie przyjmie, są przekonani o skuteczności własnej polityki sprzedaży, wreszcie twierdzą, że w aukcji mogą występować firmy w trudnej sytuacji, gotowe sprzedawać lokale poniżej kosztów budowy.

Jest bardzo drogo, będzie jeszcze drożej?

Prezes REAS przyznaje, że od 2004 roku doświadczyliśmy bardzo dużego wzrostu cen nieruchomości, w związku z tym nastąpiło dwukrotne pogorszenie relacji płac do cen nieruchomości. Za średnią płacę można kupić w Warszawie 0,49 m², we Wrocławiu 0,47 m², 0,42 m² w Krakowie, 0,52 m² w Poznaniu, 0,67 m² w Łodzi, 0,83 m² w Katowicach. Generalnie w mniejszych miastach te proporcje są bardziej korzystne. Przedstawiciel Instytutu Rozwoju Miast przyznaje, że w Niemczech i Francji za przeciętną płacę można kupić 2 m² mieszkania. Zdaniem prezesa REAS jesteśmy blisko dołka na rynku nieruchomości, więc relacje płacy do ceny mieszkania mogą się nawet pogorszyć. Przedstawiciel Instytutu Rozwoju Miast uważa, że za dwa lata mieszkań zacznie brakować, bo deweloperzy wstrzymują się z inwestycjami. Dlatego ceny nieruchomości mają rosnąć w przyszłości szybciej niż płace, a za przeciętne wynagrodzenie będzie można nabyć jeszcze mniej.

Segment komercyjny

Wartość transakcji na rynku obiektów komercyjnych spadnie o 50%

Zgodnie z raportem Cushman & Wakefield, w pierwszym półroczu 2009 w Europie właściciele zmienili obiekty komercyjne o wartości 24 mld EUR. Wprawdzie spadek r/r sięga aż 66%, lecz zauważalna jest niewielka tendencja wzrostowa (wzrost wartości transakcji Q2/Q1 = 2,5%). W Polsce inwestycji było o 165% więcej, ale stało się to dzięki kilku transakcjom. Inwestorzy wciąż koncentrują się na rynkach Europy Zachodniej, popyt zaś największy jest w krajach, gdzie odnotowano najwyższe spadki cen, m.in. w Wielkiej Brytanii.

Grunty

Miastu Warszawa nie udaje się sprzedawać działek

Padają przetargi na sprzedaż gruntów, z powodu braku chętnych na zakup. Wiceprezydent miasta przyznaje, że z tego tytułu wpływy do budżetu miasta będą niższe nawet o 150 mln PLN. Prezes firmy REAS uważa, że rynek gruntów ruszy się jako ostatni. Potencjalni nabywcy nie mogą zdobyć kredytów, gdyż banki nie chcą ich udzielać na zakup gruntów. Nikt nie wie, ile grunty są warte. Rynek jest martwy, nie ma bazy porównawczej do sporządzenia wycen. Dla miasta Warszawy stawki ustalają rzeczoznawcy, w oparciu o poprzednie transakcje, a te pochodzą z czasu hossy. Miastu z przyczyn formalnych tak ustalonych stawek nie wolno zmieniać.

Gant Development

Plany sprzedażowe i plany inwestycyjne

Gant sprzedał do tej pory (stan na koniec lipca) 391 mieszkań. Plan na ten rok zakłada zbycie 700 lokali. W lipcu sprzedane zostały 43 mieszkania, w sierpniu zaś 37, w porównaniu do 48 w czerwcu. Wiceprezes zapowiedział uruchomienie przed końcem roku sześciu nowych inwestycji: w Wrocławiu, Krakowie, Poznaniu (kolejny etap) i Warszawie.

LC Corp

WZA zdecydowało o skupie 20 mln akcji

WZA zdecydowało o skupie 20 mln akcji spółki. Spółka przeznaczy na ten cel do 30 mln PLN, program będzie trwał nie dłużej niż 3 lata, akcje będą kupowane po cenie nie wyższej niż 1,5 PLN za sztukę.

Marvipol

Niska cena zapewnia doskonałą przedsprzedaż nie rozpoczętego projektu

Marvipol planował, że z kampanią marketingową promującą najnowszą inwestycję, Villa Cavaletti, wystartuje po wakacjach. Mimo to, deweloperowi udało się sprzedaż aż 24 lokale z planowanych 40 mieszkań powstających przy al. Wyścigowej. Przyczyną bardzo dobrych wyników sprzedażowych jest niska cena – lokale były oferowane po 6-7 tys. PLN / m². Wiceprezes dewelopera uważa, że 7 tys., to poziom, poniżej którego ceny w tej lokalizacji nie powinny już spadać, a nawet mają w przyszłości potencjał do wzrostu. Wiceprezes przyznaje, że ostatnio ceny zostały nieznacznie podniesione, jednak dotychczasowe także gwarantowały osiągnięcie przyzwoitej marży. Marvipol, który realizuje obecnie dwie inwestycje: Melody Park na Mokotowie i Villa Avanti na Pradze Południe (obie inwestycje są bardzo zaawansowane), chce szybko poszerzyć swoją ofertę. W przygotowaniu jest inwestycja przy ul. Bernardyńskiej. Do września Marvipol powinien pozyskać pozwolenie na budowę, prawdopodobnie jeszcze w tym roku rozpocznie się budowa pierwszego etapu, liczącego 150 mieszkań.

Marvipol rozpocznie nową inwestycję finansowaną przez bank

Deweloperowi udało porozumieć się z bankiem Pekao i podpisać tzw. potwierdzenie warunków finansowania w sprawie kredytowania około 60% kosztów budowy. Do końca października potwierdzenie powinno przekształcić się w umowę kredytową. Inwestycja ma charakter biurowy (biurowiec przy ul. Prostej). Wartość kredytu może wynieść około 40 mln PLN.

Ronson

Ronson o nowych projektach i sytuacji na rynku

Ronson pragnie w tym roku uruchomić kilka nowych projektów. W związku z wzrostem ilości przekazywanych mieszkań, w II połowie 2009 roku deweloper powinien poprawić wyniki finansowe. Przedstawiciele spółki dostrzegają poprawę sytuacji na rynku, co znajduje potwierdzenie w poprawie dostępności kredytów bankowych, tak dla klientów indywidualnych, jak i deweloperów. Zarząd szacuje, że obecna nadpodaż mieszkań na rynku zostanie skonsumowana przez rosnący popyt w okresie roku.

Prawie 80% mieszkań sprzedanych w projekcie Imaginarium II

Ronson sprzedał prawie 80% mieszkań (51 z 65) w projekcie Imaginarium II. Właśnie rozpoczęło się przekazywanie klientom lokali. Aby zachęcić do zakupu pozostałych mieszkań, część z nich została objęta promocją w wysokości 12% rabatu. Po upuście ceny zaczynają się od 9,56 tys. PLN/m². Jeszcze w tym roku deweloper planuje rozpocząć realizację trzeciego etapu projektu. Będzie on obejmował 2 budynki liczące łącznie 45 lokali.

GTC

Kredyt na refinansowanie działalności spółki Rodamco CH1

Spółka Rodamco CH1 otrzymała kredyt na refinansowanie działalności od banków Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG z siedzibą w Berlinie, Niemcy, Westdeutsche Immobilienbank AG z siedzibą w Monachium, Niemcy i Landesbank Berlin AG z siedzibą w Berlinie. Wartość kredytu to 205 mln EUR, spłata kredytu nastąpić ma najpóźniej 15 grudnia 2016 roku, zaś marża odsetkowa to 3M Euribor + 2,25%. Spółka Rodamco CH1 posiada udziały w Galerii Mokotów, w której GTC posiada 50% udziałów.

Podpisany wcześniej kredyt pozwoli zmniejszyć koszty odsetkowe

Zgodnie z wypowiedzią Ezeja Boniela, GTC powinien zaoszczędzić na kosztach odsetkowych na kredycie refinansującym działalność Galerii Mokotów. Wartość kredytu to 205 mln EUR, pożyczka zaś została dokonana przy wycenie obiektu równej 378 mln EUR. Negocjacje z konsorcjum banków trwały ponad trzy miesiące. Oprocentowanie kredytu wynosi obecnie EURIBOR 3M + 2,25%. Łączny koszt odsetek wyniesie rocznie około 3,6-3,7%, oprocentowanie poprzedniego kredytu zaś wynosiło 7,9%. Ponadto, kwota kredytu jest większa niż kwota zadłużenia Galerii Mokotów, które spółka planuje spłacić. Po spłacie zadłużenia pozostanie 120 mln EUR, które będzie można wykorzystać na inwestycje, w tym jako wkład własny. Tegoroczne wydatki inwestycyjne GTC mają wynieść 350 mln EUR. Plany na rok przyszły nie są jeszcze sprecyzowane. Prawdopodobnie suma będzie podobna jak w roku bieżącym, jeśli natomiast sytuacja w gospodarce zacznie się poprawiać, suma ta prawdopodobnie wzrośnie.

Wyniki Q2 2009

GTC zaprezentowało wyniki Q2 2009. Przychody wyniosły 38,3 mln EUR (konsensus: 36,2 mln EUR), EBIT -17,8 mln EUR (konsensus: 12,9 mln EUR), zysk netto zaś -11,9 mln EUR (konsensus: 2,3 mln EUR). Na wynik wpłynęła ujemna pozycja z tytułu wyceny nieruchomości w wysokości 28,7 mln EUR.



Dom Development (Zawieszona)

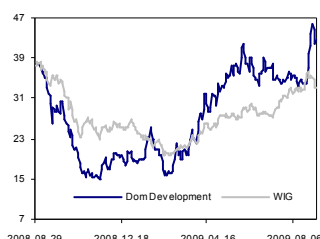
Cena bieżąca: 42,7 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	639,1	-8,5%	556,8	-12,9%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	138,1	-17,8%	25,0	-81,9%	MC (cena bieżąca)	1 048,7
marża EBITDA	27,7%	24,1%		21,6%		4,5%		EV (cena bieżąca)	1 046,2
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	135,7	-18,1%	22,6	-83,3%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	121,1	-11,6%	33,0	-72,7%		
P/E	5,2	7,7		8,7		31,8		Zmiana ceny: 1m	20,0%
P/CE	5,2	7,5		8,5		29,6		Zmiana ceny: 6m	108,9%
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	12,4%
EV/EBITDA	4,3	7,9		7,6		26,6		Max (52 tyg.)	45,7
Dyid (%)	0,0	4,8		1,9		0,0		Min (52 tyg.)	14,8



Okres wakacji nie przyniósł pogorszenia wyników przedsprzedaży mieszkań i zaostreżenia się konkurencji między deweloperami, co zakładaliśmy w prognozach w scenariuszu bazowym. Ceny ofertowe mieszkań pozostały stabilne, deweloperzy nie zdecydowali się na znacznie większe rabaty pomimo stopniowego wzrostu ilości gotowych mieszkań, czekających na nabywców. Uważamy, że nawet na słabym rynku, oferta części deweloperów będzie się powoli wyczerpywać, w związku z tym rozpoczną oni kolejne projekty. Jesteśmy w trakcie aktualizacji modeli wyceny deweloperów, uwzględniających kontynuację działalności. Zdecydowaliśmy się zawiesić naszą bieżącą rekomendację. W ciągu najbliższego tygodnia przedstawimy zaktualizowane rekomendacje.

Wyniki Q2 2009

Wyniki Dom Development w Q2 2009 nominalnie są gorsze od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Wyższe niż szacunki analityków okazały się jedynie przychody. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 27% (oczekiwaliśmy 34%, Q1 2009: 37%). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 16,0 mln PLN, tzn. były niższe o 2,5 mln PLN od naszych oczekiwań. Na wyniki wpłynęło zdarzenie jednorazowe w postaci odpisu wartości gruntów / projektów w realizacji na 4,77 mln PLN. Nie uwzględnialiśmy odpisów w prognozie, ze względu na brak możliwości ich prognozowania. Wynik na poziomie EBIT jest o 22,3% gorszy niż nasze oczekiwania, przy tym uwzględniając odpisy (zdarzenie jednorazowe), różnica spada do 10,25%. Pozostałe różnice wynikają z szacunku przychodów finansowych netto – oczekiwaliśmy dodatniego salda pozostałych przychodów finansowych w wysokości 3,1 mln PLN, spółka wygenerowała zaś ujemne saldo w wysokości 2,4 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że wyniki finansowe mają głównie wartość historyczną (służą weryfikacji założeń dot. rentowności projektów).

Zarząd nie zakłada pogorszenia wyników sprzedaży w Q3 2009

Janusz Zalewski, wiceprezes spółki, przyznał, że w Q2 2009 spółka sprzedała sto kilkadziesiąt mieszkań, zaś zgodnie z przewidywaniami wynik Q3 2009 nie powinien być mimo okresu wakacyjnego gorszy. Wyniki sprzedaży mieszkań w lipcu są zbliżone do poziomu z czerwca, wyniki sierpnia są lepsze niż w lipcu.

Wyniki przedsprzedaży Q2 2009, perspektywa wyników finansowych

W Q2 2009 Dom Development sprzedał netto 156 mieszkań (brutto, czyli bez uwzględnienia rezygnacji: 215). W Q1 2009 sprzedaż wyniosła 106 mieszkań netto, 126 brutto. Poziom rezygnacji klientów indywidualnych w zasadzie się nie zmienił (Q2 2009: 23, Q1 2009: 20), wycofał się jednak inwestor nabywający pakiet 43 lokali. Struktura sprzedaży w Q2 2009 jest następująca: 108 mieszkań popularnych, 21 apartamentów, 27 domów. Zarząd przyznał, że wszystkie projekty są sprzedawane z zyskiem, z wyjątkiem domów, które sprzedawane są bez marży lub nawet z marżą ujemną. W całym roku przekazane ma być 1500 mieszkań (Q1: 398, Q2: 470), przy czym projekt Grzybowska zostanie rozpoznany w wyniku dopiero w 2010 roku. Budowa wszystkich projektów będących obecnie w ofercie dewelopera ma się zakończyć w tym roku. Mieszkania oddawane w Q3 2009 i Q4 2009 będą w większości lokalami najtańszymi, co będzie miało wpływ na wyniki dewelopera. Jednocześnie, w spółce ma pojawić się dodatni cash flow operacyjny.

Dom Development przygotowuje się do odbicia na rynku

Zdaniem zarządu Dom Development, dostrzegalne jest już pewne ożywienie na rynku, widać też objawy końca kryzysu. Ożywienie nie jest jednak zawdzięczane polityce banków, bo ona nie zmieniła się. Zarząd nie spodziewa się skokowej poprawy sytuacji na rynku mieszkaniowym, jeśli jednak popyt odżyje, deweloper będzie w stanie wprowadzić na rynek projekty, w ramach



których powstać ma 816 mieszkań. Decyzja o rozpoczęciu inwestycji ma zostać podjęta na początku września. Projekty mają zapewnione finansowanie, ponadto przez pierwsze pół roku mogłyby powstawać bez udziału finansowania dłużnego. W ofercie dewelopera ciągle znajduje się około 970 lokali. Zdaniem zarządu spółki, konkurencyjni deweloperzy mogą mieć problemy z dostępem do kapitału potrzebnego do uruchomienia nowych projektów. Należy spodziewać się, że nowe projekty będą na początku sprzedawane z niższą ceną, która stopniowo będzie rosła wraz z postępem prac. Różnice między ceną na początku i na końcu projektu może sięgać nawet 15%. Generalnie, zarząd uważa, że obecny kryzys może pozwolić Dom Development na zwiększenie udziału w rynku. Jednocześnie, zarząd nie dostrzega dużych okazji na rynku gruntów, nie zamierza na razie przeznaczać większych środków na zakupy działek, uważa też, że ceny gruntów mogą jeszcze spadać.

Dom Development przedłuża zawieszenie budowy osiedla Oaza

Dom Development przedłużył o kolejne 3 miesiące zawieszenie budowy osiedla Oaza we Wrocławiu. We wrześniu Dom Development ma zdecydować czy uruchomi jeszcze w tym roku jakieś inwestycje. Oferta spółki nadal jest bogata (składa się z około 900 mieszkań).



J.W. Construction (Zawieszona)

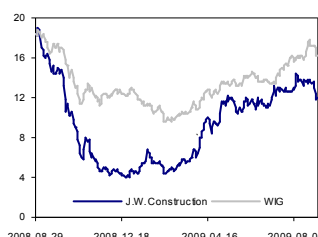
Cena bieżąca: 12 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	965,8	33,9%	845,1	-12,5%	Liczba akcji (mln)	54,7
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	253,3	59,8%	188,8	-25,5%	MC (cena bieżąca)	656,4
marża EBITDA	27,1%	22,0%		26,2%		22,3%		EV (cena bieżąca)	1 051,9
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	232,8	64,9%	167,8	-27,9%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	188,4	86,7%	150,0	-20,4%		
P/E	4,3	6,5		3,5		4,4		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	3,9	5,6		3,1		3,8		Zmiana ceny: 6m	116,2%
P/BV	1,2	2,5		1,5		1,1		Zmiana ceny: 12m	-36,5%
EV/EBITDA	5,4	8,1		4,2		3,2		Max (52 tyg.)	18,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Okres wakacji nie przyniósł pogorszenia wyników przedsprzedaży mieszkań i zaostrenia się konkurencji między deweloperami, co zakładaliśmy w prognozach w scenariuszu bazowym. Ceny ofertowe mieszkań pozostały stabilne, deweloperzy nie zdecydowali się na znacznie większe rabaty pomimo stopniowego wzrostu ilości gotowych mieszkań, czekających na nabywców. Uważamy, że nawet na słabym rynku, oferta części deweloperów będzie się powoli wyczerpywać, w związku z tym rozpoczną oni kolejne projekty. Jesteśmy w trakcie aktualizacji modeli wyceny deweloperów, uwzględniających kontynuację działalności. Zdecydowaliśmy się zawiesić naszą bieżącą rekomendację. W ciągu najbliższego tygodnia przedstawimy zaktualizowane rekomendacje.

Wyniki Q2 2009

J.W. Construction zaprezentowało znacznie gorsze wyniki finansowe niż oczekiwania rynku, naszym zdaniem wynika to jednak wyłączenie z mniejszej liczby rozpoznanych w wyniku przekazania lokali. Jeszcze przed wynikami, wraz z audytorem, spółka dyskutowała nt. momentu rozpoznania sprzedaży mieszkań. Przychody niższe są o 68,2% od naszych oczekiwań, na uwagę zasługuje jednak fakt, że wygenerowana marża jest wyższa. Z uwagi na różnicę w prognozie przychodów, nie należy jednak naszym zdaniem na razie wyciągać z tego wniosków, przed poznaniem projektów, które złożyły się na wynik Q2 2009. Koszty sprzedaży i zarządu wyniosły 9,8 mln PLN, tzn. były niższe od naszych oczekiwań (12,25 mln PLN). Saldo pozostałych przychodów operacyjnych wyniosło 1,7 mln PLN (oczekiwaliśmy salda pozostałych kosztów finansowych na poziomie 0,75 mln PLN). Z uwagi na niższe przychody, znacznie niższy był także wynik operacyjny w spółce. Saldo pozostałych przychodów operacyjnych wyniosło 1,7 mln PLN (oczekiwaliśmy salda pozostałych kosztów finansowych na poziomie 0,75 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 5,4 mln PLN, tzn. były o 0,77 mln PLN niższe od naszych oczekiwań. Znacznie niższy od oczekiwań był zaksięgowany podatek dochodowy (efektywna stopa podatkowa = -5%, oczekiwaliśmy 19%). Stan kredytów w J.W. zmalał o 25 mln PLN q/q, stan środków pieniężnych i pozostałych aktywów finansowych wzrósł zaś o 28,8 mln PLN. Spółka skorygowała też poziom kapitałów własnych na koniec roku 2008 (dane porównywalne wg. MSR 18). Obecnie kapitały wynoszą 325,7 mln PLN, tzn. są wyższe, niż te zaprezentowane w Q1 2009 o 65,4 mln PLN.

J.W. planuje rozpoczęcie inwestycji komercyjnych

W komunikacie prasowym J.W. Construction poinformowało, że planuje dywersyfikować działalność, rozpoczynając inwestycje komercyjne z powierzchniami biurowymi.



Polnord (Zawieszona)

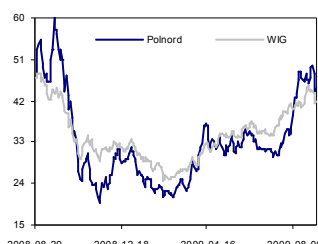
Cena bieżąca: 45 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	381,5	-2,4%	239,0	-37,4%	Liczba akcji (mln)	20,9
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	112,9	3,9%	17,2	-84,8%	MC (cena bieżąca)	939,6
marża EBITDA	25,1%	27,8%		29,6%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 379,8
EBIT	31,4	106,7	239,8%	110,9	3,9%	15,2	-86,3%	Free float	36,0%
Zysk netto	25,1	77,8	210,2%	94,1	20,9%	12,1	-87,1%		
P/E	25,3	10,5		10,0		77,6		Zmiana ceny: 1m	16,0%
P/CE	23,8	10,2		9,8		66,6		Zmiana ceny: 6m	83,6%
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-17,5%
EV/EBITDA	28,0	12,9		12,2		65,5		Max (52 tyg.)	59,8
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Okres wakacji nie przyniósł pogorszenia wyników przedsprzedaży mieszkań i zaostrenia się konkurencji między deweloperami, co zakładaliśmy w prognozach w scenariuszu bazowym. Ceny ofertowe mieszkań pozostały stabilne, deweloperzy nie zdecydowali się na znacznie większe rabaty pomimo stopniowego wzrostu ilości gotowych mieszkań, czekających na nabywców. Uważamy, że nawet na słabym rynku, oferta części deweloperów będzie się powoli wyczerpywać, w związku z tym rozpoczynać kolejne projekty. Jesteśmy w trakcie aktualizacji modeli wyceny deweloperów, uwzględniających kontynuację działalności. Zdecydowaliśmy się zawiesić naszą bieżącą rekomendację. W ciągu najbliższego tygodnia przedstawimy zaktualizowane rekomendacje.

Wyniki Q2 2009

Polnord ujął w przychodach ze sprzedaży i kosztach własnych sprzedaży sprzedaż działki pod budynek szkoły na Wilanowie, stąd przychody okazały się znacznie wyższe niż prognozowaliśmy. Działka została sprzedana w Q2 2009, transakcja dokonana została poniżej wartości księgowej gruntu, w związku z tym deweloper w sprawozdaniu rocznym za rok 2008 zawiązał rezerwę związaną z transakcją. Sprzedaż działki zawyżyła przychody i koszty własne sprzedaży o kwotę 34,1 mln PLN. Pozostała różnica na poziomie przychodów wynosi 11,2 mln PLN. Zgodnie z otrzymanymi od Polnordu informacjami, oczekiwana liczba przekazanych mieszkań w ramach realizowanych projektów jest zgodna z oczekiwaniami, spodziewamy się jednak, że inna niż oczekiwaliśmy mogła okazać się liczba przekazanych lokali w ramach projektu Ostoja Wilanów III (projekt przedsprzedany przez Fadesę w EUR, sprzedaż zabezpieczona transakcjami pochodnymi w momencie umocnienia EUR do PLN, przy marży na projekcie zbliżonej do zera). Dodatkowo, zgodnie z informacją pozyskaną od dewelopera, rozpoznana została także m.in. sprzedaż powierzchni biurowej w Rosji o wartości około 3,5 mln PLN. Dodatkowo, wynik ujemnie obciążyła korekta premii dewelopera związanej z wynikami sprzedaży projektu Królewskie Przedmieście (-3,5 mln PLN). Premia ta to rodzaj success fee dla Polnordu za zyskowne prowadzenie projektu. Kwota liczona jest wg. wzoru 50% nadwyżki nad IRR = 20%. Pomimo różnic na poziomie przychodów, wynik na poziomie rentowności brutto na sprzedaży nie odbiega istotnie od naszych szacunków (niższa jest jednak marża brutto na sprzedaży). Koszty zarządu są prawie dokładne takie, jak prognozowaliśmy (15,5 mln PLN). Różnica na poziomie EBIT wynika z wyższych o 2,5 mln PLN niż oczekiwane pozostałych przychodów operacyjnych. Saldo z tytułu pozostałych przychodów finansowych netto było ujemne i wyniosło -3,6 mln PLN (prognoza: -2 mln PLN). W efekcie, różnica z tytułu pozostałych przychodów operacyjnych jest kompensowana przez różnicę z tytułu pozostałych kosztów operacyjnych, w związku z tym odchylenie na prognozie zysku brutto przed opodatkowaniem jest bardzo niewielkie. Różnica w wyniku netto wynika z wysokiej efektywnej stopy podatkowej zastosowanej przez spółkę: 32,8%, wobec prognozowanych 20%.

Wyniki sprzedażowe i cele Polnordu

Pojawiła się informacja dotycząca wyników sprzedażowych Polnordu. W Q1 2009 spółka sprzedała 78 mieszkań brutto, wystąpiło 25 rezygnacji, w związku z tym sprzedaż netto wyniosła 53 lokale. W Q2 2009 spółka sprzedała 164 mieszkania brutto, wystąpiły 33 anulacje, w związku z tym sprzedaż netto wyniosła 131 mieszkań. Prezes Ciurzyński poinformował, że celem spółki jest sprzedaż 60-70 mieszkań miesięcznie.

Polnord planuje rozpocząć nowe projekty

Władze Polnordu oceniają, że kryzys ma się ku końcowi, spółka rozpocznie więc nowe inwestycje. Deweloper zamierza budować w oparciu o kredyty i środki własne. W Q4 2008 ma się rozpocząć budowa kompleksu o powierzchni użytkowej 9600 m², na który składać się będzie 160 mieszkań. Sprzedaż ma rozpocząć się w Q2 2010, projekt zaś będzie ukończony w

2011 roku. Deweloper na razie nie ujawnia, po jakiej cenie będzie sprzedawał lokale. Ponadto, Polnord pragnie w tym roku rozpocząć projekty w Szczecinie, Warszawie i być może Olsztynie. Projekt w Szczecinie ma liczyć łącznie 700 mieszkań, pierwszy etap zaś, warty 60 mln PLN, ma liczyć 70-80 lokali. Spółka zamierza także rozpocząć budowę dwóch projektów w Warszawie, w tym jednego biurowca, o powierzchni 7 tys. m² i koszcie 60 mln PLN. Drugi etap projektu Kryszał Wilanowa ma rozpocząć się w listopadzie i kosztować około 150 mln PLN. W zakresie budowy obiektu w Olsztynie decyzja na razie nie zapadła.

Prezes optymistycznie ocenia sytuację na rynku

Do końca roku deweloper chciałby osiągnąć poziom sprzedaży w wysokości 60-70 lokali miesięcznie. Obecnie spółka sprzedaje około 50 lokali / miesiąc. Rezygnacje z miesiąca na miesiąc praktycznie znikają. Cena m² utrzymuje się na dotychczasowym poziomie, a w niektórych projektach jest nawet podnoszona. Polnord negocjuje zakup kilku działek: w Lublinie, Gdańsku i Katowicach. W ciągu kilku dni powinna zostać podpisana pierwsza umowa. Wyniki spółki za Q2 2009 będą dodatnie. Perspektywa wyników drugiego półrocza na pewno nie jest może świetlana, ale na pewno pozytywna.

Wyłączność w negocjacjach w sprawie zagospodarowania Wyspy Spichrzów

Polnord został przez władze Gdańska wybrany do III etapu negocjacji w sprawie zagospodarowania północnego cypla Wyspy Spichrzów i uzyskał wyłączność na przeprowadzenie negocjacji z miastem w zakresie szczegółowych warunków realizacji przedsięwzięcia. Według wstępnych założeń, na terenie ma powstać kompleks mieszkaniowo-usługowy o powierzchni 50 tys. m². Inwestorem będzie spółka celowa, powołana przez władze miasta i Polnord. Miasto wniesie do projektu aportem grunt, Polnord zaś zobowiąże się do wybudowania muzeum bursztynu oraz infrastruktury technicznej (drogi, instalacje). Polnord zapewni też finansowanie zewnętrzne inwestycji. Harmonogram współpracy zakłada, że do listopada doprecyzowane zostaną warunki współpracy, w drugiej połowie listopada zaś podpisana zostanie umowa przedwstępna. Od tego czasu Polnord będzie miał 4 miesiące na sporządzenie koncepcji urbanistyczno – architektonicznej. Koncepcję miasto oceni w ciągu 2 miesięcy, zaś 14 dni od przyjęcia koncepcji nastąpi podpisanie umowy. Wartość projektu zgodnie ze słowami prezesa Ciurzyńskiego może wynieść około 0,5 mld PLN.

Kredyt na biurowiec na 42,5 mln PLN i kontrakt budowlany na 65 mln PLN

Polnord otrzymał kredyt od BOŚ na budowę biurowca na Wilanowie. Wartość kredytu to 42,5 mln PLN, kredyt został zaś udzielony na 13 lat. Równocześnie, spółce Pol-Aqua, która będzie przyszłym najemcą obiektu, udzielony został kontrakt budowlany na 65 mln PLN.

Martinsa – Fadesa: układ z wierzycielami

Większość wierzycieli (54%) zatwierdziła przygotowany przez spółkę plan restrukturyzacji. Zakłada on m.in. rozłożenie na lata spłaty pożyczki konsorcjalnej o wartości ponad 5 mld EUR. Wkrótce grono wierzycieli akceptujących plan oddłużenia może się powiększyć.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

Cena bieżąca: 72,3 PLN

Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	1 092,8
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 368,9
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	12,4	18,2		11,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	8,5	9,3		6,9		6,0		Zmiana ceny: 6m	44,6%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-10,7%
EV/EBITDA	6,9	9,0		7,1		6,2		Max (52 tyg.)	90,0
Dyid (%)	2,4	1,2		2,3		3,4		Min (52 tyg.)	40,5



Sierpień przyniósł wzrost notowań Emperii o ponad 26%, co wynikało z oczekiwań rynku dotyczących poprawy wyników po wielu kwartałach rozczarowań. Raport kwartalny na pewno pod tym względem nie zawiódł inwestorów, co pozwoliło na kontynuację pozytywnych tendencji. Podtrzymujemy naszą opinię, iż 2Q'09 stanowi swego rodzaju punkt przegięcia i kolejne okresy powinny przynieść dalszą poprawę rentowności i neutralizację widocznych do tej pory kosztów integracji oraz rozwoju Grupy. Od naszej rekomendacji kupuj kurs Spółki wzrósł jednak już o ponad 34% i dlatego obniżamy zalecenie do trzymaj.

Wynik 2Q lepszy od oczekiwań, poprawa marży na hurcie

Wyniki Emperii w 2Q'09 okazały się być istotnie lepsze od naszych prognoz i oczekiwań rynkowych, zarówno na poziomie EBITDA, jak i netto. Wyższe od naszych szacunków były także przychody ze sprzedaży (+6%), co wynikało przede wszystkim z niższej w relacji do 1Q'09 ujemnej dynamiki w segmencie hurtowym (eliminacja podhurtu wpłynęła na spadek sprzedaży w 1Q w ujęciu r/r o ponad 6%, a w 2Q'09 ta dynamika wyniosła już tylko -0,2%). Działalność hurtowa jest także odpowiedzialna w dużej mierze za pozytywne odchylenie w przypadku zysku operacyjnego (marża EBITDA tego segmentu wyniosła 3,1% vs. 1,2% w 1Q i 2,4% nasze oczekiwania), co może być oznaką systematycznej neutralizacji wyższych kosztów związanych z integracją działalności i rozwojem nowych centrów dystrybucyjnych. Nieco gorzej wypada na tym tle segment detaliczny, który co prawda zanotował wyższą dynamikę sprzedaży w ujęciu r/r w porównaniu z 1Q, ale przy jednoczesnym spadku marży. Dodatkowo, wyniki operacyjne wzmocniło wysokie dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+19,4 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 14,8 mln PLN), na które oprócz zysku ze sprzedaży nieruchomości (16,5 mln PLN) złożyły się dodatkowe wpływy ze sprzedaży innych aktywów trwałych. Ostatecznie więc na poziomie EBIT odchylenie od naszej prognozy wyniosło 14 mln PLN, co po uwzględnieniu wyższego salda na pozostałej działalności oznacza lepszy wynik z podstawowego biznesu o 9,4 mln PLN. Wynik netto wyniósł 29 mln PLN, aczkolwiek mógł być wyższy gdyby nie zaksięgowanie na poziomie kosztów finansowych straty na sprzedaży spółki zależnej Arsenal w kwocie -4,2 mln PLN. Do negatywnych aspektów raportu za 2Q'09 można zaliczyć raportowany wzrost zadłużenia netto o 15 mln PLN do 314 mln PLN, mimo utrzymujących się dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (21 mln PLN w 2Q i 18 mln PLN w 1Q), co jest efektem nadal wysokich wydatków inwestycyjnych (kolejne 43 mln PLN w 2Q). Ostatecznie jednak wyniki Emperii oceniamy pozytywnie jako początek poprawy marży na działalności operacyjnej po okresie bardzo słabych wyników.



Eurocash (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,5 PLN

Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mln)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 761,0
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 617,8
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	29,3	22,5		16,8		15,0		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	18,2	14,5		10,7		9,7		Zmiana ceny: 6m	50,5%
P/BV	7,4	6,2		4,7		4,0		Zmiana ceny: 12m	19,5%
EV/EBITDA	13,7	10,6		8,7		7,4		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	1,7	0,7		2,3		3,0		Min (52 tyg.)	7,6



Kurs Eurocash w sierpniu kolejny miesiąc z rzędu wzrósł znacznie mocniej niż indeks WIG (+17,8% vs. 7,6%), ale wycena Spółki na bazie EV/EBITDA na bazie tegorocznych wyników jest porównywalna z Emperią. W tym kontekście do czasu aktualizacji raportu analitycznego i prognoz na kolejne lata utrzymujemy neutralną rekomendację, mimo iż cena rynkowa istotnie przekracza naszą cenę docelową.

Wyniki za 2Q zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Eurocash tradycyjnie nie rozczarowały rynku i ukształtowały się lekko powyżej konsensusu. Dynamika na przychodach, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, była co prawda niższa niż w 1Q (efekt wyższej bazy i pełnej konsolidacji McLane w 2Q'08 oraz spadku sprzedaży papierosów w KDWT (-29% vs. -21% w 1Q'09). Ostatecznie zanotowano jednak wzrost sprzedaży o 9% dzięki utrzymaniu wysokiej dynamiki w sieci Delikatesy Centrum (+32%) oraz obrotom McLane (+59%). Na poziomie operacyjnym wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami, podobnie jak na poziomie netto. Spółka zanotowała wyraźną poprawę marży EBITDA r/r dzięki prowadzonej restrukturyzacji McLane'a (wzrost przychodów przy dyscyplinie kosztowej) oraz spadku udziału niskomargowych przychodów KDWT (rentowność w hurcie tradycyjnym spadła r/r z 4,5% do 3,6%). Na uwagę w wynikach za 2Q zasługuje także bardzo wysoki poziom przepływów z działalności operacyjnej (+135 mln PLN) dzięki dodatnim zmianom kapitału obrotowego (wzrost zobowiązań o ponad 130 mln PLN). Dzięki temu na koniec półrocza Eurocash raportuje gotówkę netto na poziomie 76 mln PLN.

Umowa przedwstępna nabycia Batna Sp. z o.o.

Zarząd Eurocash zawarł umowę przedwstępną w sprawie zakupu do 31 marca 2010 r. 100% udziałów w spółce Batna Sp. z o.o. w zamian za płatność w gotówce. Warunkiem zawarcia umowy kupna udziałów jest uzyskanie przez Eurocash zgody UOKiK. Batna jest wiodącym dystrybutorem hurtowym szybko zbywalnych towarów konsumpcyjnych na terenie Warszawy, prowadzącym 3 hurtownie cash&carry oraz aktywną dystrybucję towarów. Przychody ze sprzedaży Batna w 2008 r. przekroczyły 260 mln PLN, a zysk netto wyniósł ponad 6 mln PLN. Transakcja umożliwi Eurocash wejście na warszawski rynek cash&carry.

Inne



Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 49 PLN

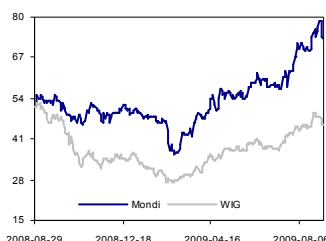
Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 274,3	-9,4%	1 674,1	31,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	217,1	-29,0%	400,4	84,5%	MC (cena bieżąca)	2 450,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		17,0%		23,9%		EV (cena bieżąca)	3 153,7
EBIT	194,7	194,7	0,0%	97,1	-50,1%	207,1	113,2%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	64,1	-54,6%	145,4	126,7%		
P/E	10,0	17,4		38,2		16,9		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	7,0	9,7		13,3		7,2		Zmiana ceny: 6m	69,7%
P/BV	2,5	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	35,7%
EV/EBITDA	8,1	9,0		14,5		7,7		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	11,0	0,0		0,0		0,5		Min (52 tyg.)	36,3



Wyniki za 2Q2009 są nieco lepsze niż nasze oczekiwania, głównie za sprawą wyższego wolumenu sprzedaży (+9% r/r). Tym niemniej, wbrew naszym dotychczasowym założeniom ceny papieru na rynku europejskim nadal znajdują się w trendach spadkowych. W związku z powyższym obniżamy nasze tegoroczne i przyszłoroczne prognozy w tym zakresie. Nadal wierzymy, że zła sytuacja producentów (nierentowna produkcja) doprowadzi do kolejnych wyłączeń mocy produkcyjnych a w efekcie odwrócenia trendu spadkowego cen jeszcze w tym roku. Mondi Świecie jako jeden z najtańszych producentów w sektorze jest dobrze pozycjonowany, aby wykorzystać spodziewane ożywienie gospodarcze. Wsparciem dla cen będzie powoli odbudowująca się produkcja przemysłowa i konsumpcja. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w 1H2009 strata spółki na transakcjach zabezpieczających wyniosła 100 mln PLN, co oznacza, że przy obecnych (1H) warunkach makro (ceny, kursy walutowe) operacyjne wyniki były istotnie lepsze niż raportowane. W 2H2009 spodziewamy się, że transakcje zabezpieczające będą wpływały dodatnio na wyniki przy pogorszeniu się wyniku operacyjnego na bieżącej działalności. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 9-mcy na poziomie 56 PLN za akcję (-3%). W krótkim okresie negatywnie na kurs może oddziaływać podaż akcji ze strony Skarbu Państwa (2,5 mln sztuk).

Rusza nowa inwestycja

Zgodnie z zapowiedziami na przełomie 3 i 4 kwartału spółka uruchomi produkcję na nowej maszynie papierniczej. W swojej prezentacji inwestor strategiczny podaje, że jednostkowy koszt produkcji na nowej maszynie w Świeciu wynosi ok. 150 Euro/t (cash cost). Po uwzględnieniu amortyzacji i bieżących cen testlinera - historycznie niskich (co najmniej połowa europejskiej produkcji jest nierentowna) szacowany zysk na jedną tonę wynosi ok. 100 PLN, co uwzględniając planowaną produkcję daje 40 mln PLN dodatkowego zysku rocznie. W scenariuszu optymistycznym powrót cen do poziomu z roku 2007 (460 Euro/t i umocnienie PLN do 3,7) oznacza zysk brutto nowej maszyny na poziomie 250 mln PLN rocznie. W naszych prognozach zakładamy bardziej konserwatywny scenariusz (350 Euro/t w 2011, kurs 4,05). Wzrost cen papieru uruchamia wysoką dźwignię operacyjną a obecnie również finansową w spółce.



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.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

Emil 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:

Agora

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-07-24	2009-08-25
kurs z dnia rekomendacji	15,85	25,00
WIG w dniu rekomendacji	33529,50	38744,26

Dom Development

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-15
kurs z dnia rekomendacji	23,00	32,45	38,99
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	32362,67

Emperia Holding

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2008-11-28
kurs z dnia rekomendacji	53,60
WIG w dniu rekomendacji	27543,48

Erbud

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	22,40	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12

J.W. Construction

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15
kurs z dnia rekomendacji	5,95	11,46	11,52	11,85
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67

Lotos

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-03-09	2009-05-28
kurs z dnia rekomendacji	11,44	18,25
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	29775,36

ZCH Police

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2009-03-16	2009-06-04	2009-08-28
kurs z dnia rekomendacji	4,41	6,99	6,73
WIG w dniu rekomendacji	23176,70	31030,61	37837,39

Polimex Mostostal

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-25	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	2,93	3,88	3,36	3,68
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29777,06	29399,62	35998,12

Polnord

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15	2009-07-03
kurs z dnia rekomendacji	25,40	32,85	34,75	35,00	31,15
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67	30252,24

Rafako

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2009-02-10	2009-03-06	2009-04-02	2009-04-08	2009-05-14	2009-08-05	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56	6,00	6,60	7,05	10,15	10,20
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31	24145,69	26172,07	29495,23	35363,92	35998,12

TVN

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-02-04	2009-06-04	2009-06-15	2009-07-01	2009-08-25
kurs z dnia rekomendacji	9,38	12,10	12,38	10,02	15,96
WIG w dniu rekomendacji	23009,76	31030,61	32362,67	30419,03	38744,26

Ulma Construktion Polska

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

Unibep

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.