

## GPW

|                     | Cena zamknięcia | Zmiana % | Największe spadki* | Cena zamknięcia | Zmiana % |
|---------------------|-----------------|----------|--------------------|-----------------|----------|
| Największe wzrosty* |                 |          |                    |                 |          |
| POINT GROUP         | 0,16            | 45,45%   | ENERGOPLD          | 0,21            | -44,74%  |
| CALATRAVA           | 0,35            | 20,69%   | NKBM               | 5,01            | -33,02%  |
| AGROTON             | 11,40           | 15,15%   | JHM DEVELOPMENT    | 0,21            | -30,00%  |
| MO-BRUK             | 70,00           | 11,11%   | AWBUD              | 0,54            | -22,86%  |
| CAPITAL             | 1,20            | 11,11%   | ALTERCO            | 3,26            | -20,49%  |
| INTERFERIE          | 4,45            | 10,70%   | MOSTALEXP          | 0,40            | -20,00%  |
| ZAMET               | 2,36            | 10,28%   | HYGIENIKA          | 0,94            | -18,26%  |
| PEP                 | 31,48           | 10,07%   | IDM SA             | 0,32            | -17,95%  |
| WORK SERVICE        | 5,75            | 9,52%    | IDEA TFI           | 2,09            | -12,92%  |
| MCLOGIC             | 24,00           | 9,04%    | QUMAK SEKOM        | 8,45            | -12,89%  |

\* dotyczy spółek z indeksu WIG

## KOMENTARZ TYGODNIOWY

W mijającym tygodniu głównym motywem na naszym rynku były wzrosty spółek z WIGu 20. Dzięki temu indeks blue chipów zyskał 4,1%, WIG 3,2%, natomiast MWIG już tylko 1,4%. Nasz rynek prezentował się korzystnie na tle innych rynków europejskich. Złota czwartek pokazał siłę naszego rynku, gdy WIG 20 zyskał 2,2%, podczas gdy rynki w Europie oscylowały wokół zera. Początek tygodnia przyniósł zgodnie z oczekiwaniami kontynuację wzrostów z poprzedniego piątku. W Europie już we wtorek trend wzrostowy zaczął słabnąć i od tego czasu rynki europejskie poruszały się w trendzie bocznym. Tym bardziej zaskakujący był czwartkowy atak popytu na naszym parkiecie. Szybkie tempo wzrostu indeksów w ostatnich tygodniach wskazuje na rosnące ryzyko wystąpienia korekty, ale na razie siła naszego rynku pozwala dość optymistycznie patrzeć na jej ewentualną głębokość. Pewien niepokój może budzić osłabianie się złota, który tracił już od wtorku, a zwłaszcza w piątek ten ruch nabrał siły. Może to wskazywać, że część zagranicznych inwestorów realizuje zyski. Na razie nie dotyczy to rynku akcji, ale bardziej rynku obligacji. Obligacje dziesięcioletnie przez cały tydzień były wyprzedzane, a ich rentowności wzrosły z poziomu nieco ponad 4,7% do ponad 5%. Jednak hossa trwała na tym rynku od listopada ubiegłego roku i taka realizacja zysków kiedyś musiała nastąpić. Wzrosty na rynku akcji odbywają się przy obawach o głębokość spowolnienia naszej gospodarki. Wydawać by się mogło, że obniżane prognozy wzrostu PKB na ten i przyszły rok nie powinny stanowić dobrej pożywki dla poprawy koniunktury na rynku akcji, a jednak inwestorzy zdecydowali się przystąpić do zakupów polskich akcji już teraz. Charakter tego kupna, czyli wybór dużych i płynnych spółek wskazuje, że mamy do czynienia z alokacją aktywów dokonywaną przez dużych zagranicznych inwestorów. Nasz rynek nie jest wyjątkiem wśród emerging markets. Inne rynki w ostatnich tygodniach również stały się w oczach inwestorów bardziej atrakcyjne i pozostaje mieć nadzieję, że to pozytywne nastawienie utrzyma się w kolejnych tygodniach. Rafał Bogusławski

| Indeks     | 10.08.   | Zmiana   |
|------------|----------|----------|
| WIG 20     | 2313,09  | ↑ 4,07%  |
| WIG        | 41878,23 | ↑ 3,16%  |
| mWIG40     | 2257,22  | ↑ 1,40%  |
| WIG-Banki  | 6098,46  | ↑ 5,41%  |
| WIG-Budowl | 1458,94  | ↓ -0,76% |
| WIG-Dewel  | 1143,14  | ↓ -1,41% |
| WIG-Info   | 1047,92  | ↓ -0,35% |
| WIG-Media  | 2405,18  | ↑ 4,50%  |
| WIG-Paliwa | 2870,96  | ↑ 5,27%  |
| WIG-Spoż.  | 3752,68  | ↑ 3,24%  |
| WIG-Chemia | 8633,52  | ↑ 0,21%  |

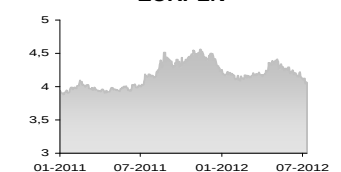
WIG 20



mWIG40



EURPLN



## ŚWIAT

S&amp;P 500



Ropa



Miedź



## KOMENTARZ TYGODNIOWY DO WYDARZEŃ NA WALL STREET

W ostatnich dniach główne amerykańskie indeksy wspięły się na poziomy niewidziany od 3 miesięcy, wpisując się w budowany niemal od początku czerwca trend wzrostowy. Sesja domykająca poprzedni tydzień przyniosła bykom relatywnie największą zdobycz. Po dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy, na którym przybyło w lipcu aż 163 tys. nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym oraz lepszym od oczekiwań odczytowi indeksu ISM dla usług, inwestorzy dali się ponieść optymistycznemu nastawieniu do stanu gospodarki. Wzrostowi cen akcji towarzyszyło także wyraźne umocnienie euro względem dolara oraz wzrosty cen surowców, co zaowocowało pozytywnym nastrojem inwestorów na czas weekendu. Otwarcie nowego tygodnia, choć korzystne dla byków, nie niosło już ze sobą euforycznych wzrostów. W obliczu braku zewnętrznych impulsów, popyt wytracił nieco siłę, a zmienność na rynku wyraźnie się ograniczyła. Wtorek zakończył się kolejnym niewielkim krokiem na północ, który jednak przyniósł przekroczenie „okrągłych” poziomów indeksów (S&P500 przebił barierę 1.400 punktów, a Nasdaq Composite 3.000 punktów). Nadzieja na działania banków centralnych, a zwłaszcza EBC, nie pozwalała niedźwiedzim na wyprowadzenie kontrataku. Przelewająca się przez rynek fala optymizmu wyzwolona słownymi interwencjami polityków i bankierów centralnych zdawała się jednak wygaszać, a warto mieć na uwadze, iż problemy Grecji, Hiszpanii czy Włoch, które były wcześniej źródłem rynkowych niepokoїв, nie zostały przecież zażegnane. Kluczową kwestią dla popytu wydają się bowiem konkrety i działania, gdyż w obliczu ostatnich wzrostów można zakładać, iż interwencje słowne wkrótce stracą swą magiczną moc. Środa przyniosła kolejne wygaszenie zmienności na rynku. Remisowa sesja potwierdziła przejście inwestorów w tryb oczekiwania, tym bardziej, że mijający tydzień jak mało który nie niosł ze sobą niemal żadnych istotnych odczytów wskaźników makroekonomicznych. Czwartkowa sesja ponownie zwiększa prawdopodobieństwo ewentualnego wsparcia gospodarki przez decydentów. Niezłe dane dotyczące tygodniowej liczby wniosków o zasiłki w USA choć mogą zwiastować poprawę, nie spowodowały reakcji inwestorów mających świadomość, że spadek stopy bezrobocia w USA w 2012 roku poniżej 8% jest opcją nad wyraz optymistyczną. Wydaje się, iż potencjał popytowy powoli się wyczerpuje. W obliczu wygaszającego powoli sezonu wyników kwartalnych za oceanem oraz przedłużającego się oczekiwania na działania EBC znierciepliwienie rynków może zaowocować w krótkim terminie korektą ostatnich wzrostów. Jeżeli jednak do gry wrócą przedstawiciele banków centralnych z „namacalnymi” argumentami, możemy wówczas doświadczyć kolejnej wzrostowej fali, której potencjał mogłby wynieść indeksy amerykańskie na nowe tegoroczne szczyty. W nadchodzącym tygodniu znajdziemy także kilka istotnych publikacji makroekonomicznych (wśród których można wymienić choćby wtorkowe wstępne odczyty dynamiki PKB w strefie euro, czy też dane o lipcowych wynikach sprzedaży detalicznej w USA), które mogą nieco rozruszać rynek akcji. Kacper Kędzior

Europa

| Indeks  | 09.08.  | zmiana  |
|---------|---------|---------|
| FTSE    | 5851,5  | ↑ 3,34% |
| DAX     | 6965,0  | ↑ 5,43% |
| BUX     | 18156,0 | ↑ 2,84% |
| RTS     | 1447,1  | ↑ 6,77% |
| ISE 100 | 64501,1 | ↑ 1,13% |

Ameryka Płn. i Płd.

| Indeks  | 09.08.  | zmiana  |
|---------|---------|---------|
| Dow J.  | 13165,2 | ↑ 2,22% |
| S&P 500 | 1402,8  | ↑ 2,77% |
| Nasdaq  | 3018,6  | ↑ 3,74% |
| Bovespa | 5885,0  | ↑ 5,91% |

Azja

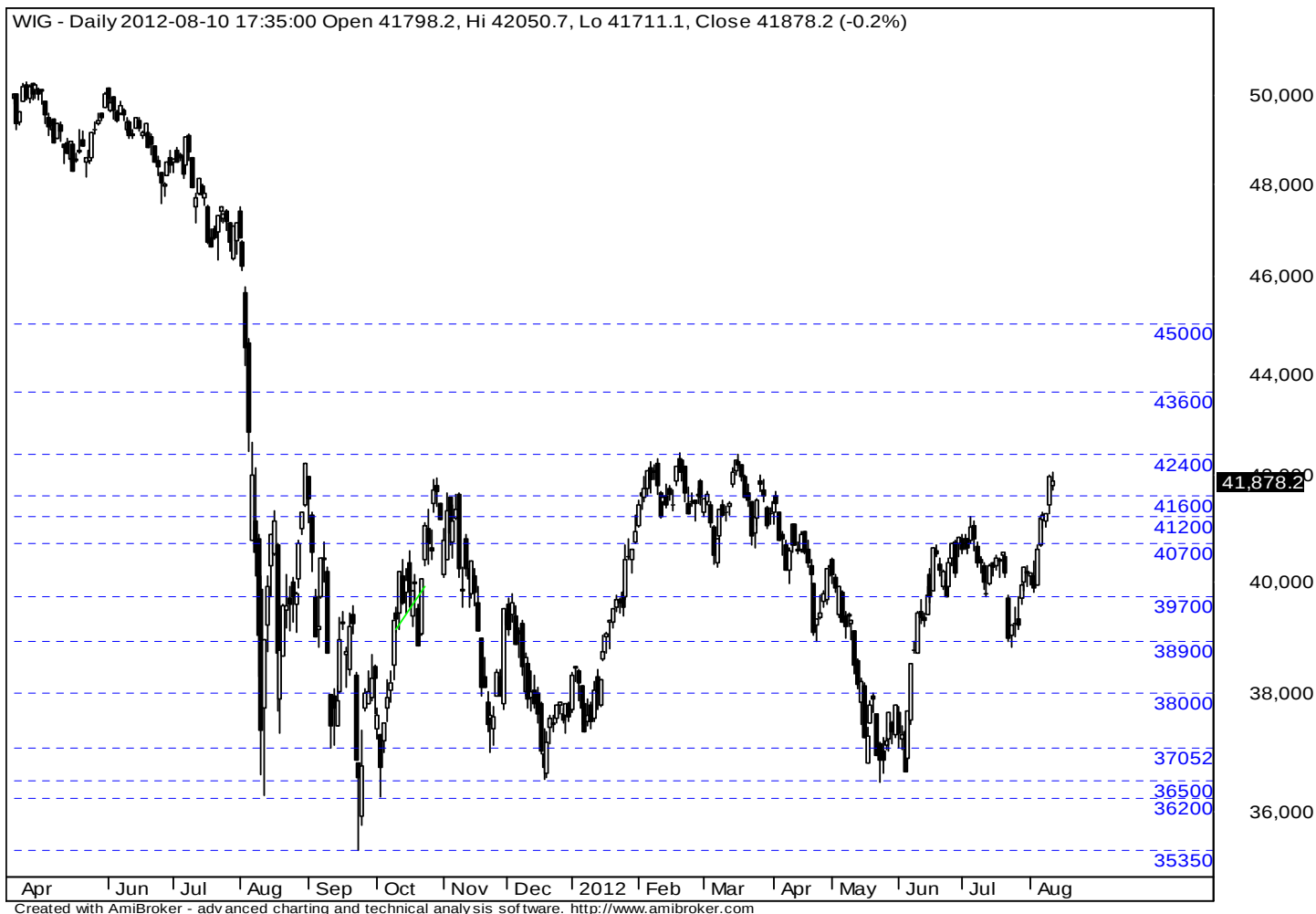
| Indeks   | 10.08.  | zmiana  |
|----------|---------|---------|
| NIKKEI   | 8891,4  | ↑ 3,93% |
| HangSen  | 20136,1 | ↑ 2,39% |
| Shanghai | 2168,8  | ↑ 1,69% |

Towary i surowce

| Indeks | 09.08. | zmiana  |
|--------|--------|---------|
| Ropa   | 93,4   | ↑ 7,15% |
| Miedź  | 7530,0 | ↑ 2,84% |
| Złoto  | 1615,7 | ↑ 1,86% |
| Srebro | 28,1   | ↑ 3,90% |

Waluty

| Indeks | 09.08. | zmiana   |
|--------|--------|----------|
| EURPLN | 4,06   | ↓ -1,42% |
| USDPLN | 3,31   | ↓ -2,38% |
| CHFPLN | 3,38   | ↓ -1,41% |



WIG zanotował kolejny wzrostowy tydzień. Zwłaszcza poniedziałek i czwartek należały do udanych dni. WIG zyskał wówczas odpowiednio 1,4% i 1,8%. W skali całego tygodnia indeks zyskał 3,2% i zakończył tydzień na poziomie 41878. Siłą napędową wzrostów były duże spółki, zwłaszcza banki. Pekao w skali tygodnia zyskał 5,4%, a PKO zyskał 5,7%. Jeszcze lepiej zachował się PKN Orlen, który zwiększył swą wartość o 7,3%. Skoncentrowany popyt pozwolił na pokonanie przez WIG istotnych oporów na poziomie 41200 i 41600. Do pokonania pozostał kluczowy opór na 42400, który stanowi górne ograniczenie rocznego trendu bocznego. Jeżeli ten poziom udałoby się sforsować, to oznaczałoby wybiecie z trendu bocznego i wejście rynku w trend wzrostowy. To byłby silny techniczny sygnał kupna. W takim przypadku pierwszy opór pojawia się na poziomie 43600. Kolejna istotna strefa to okolice 45000. Jeżeli rynek zacznie słabnąć uwagę zwróciłbym na poziom 41200. To powinno być dość silne wsparcie. Kolejna strefa zwiększonego popytu to poziom 40700. Przy głębszej przecenie wsparcia można poszukiwać na poziomie 39700. Po silnych wzrostach z ostatnich tygodni i zbliżeniu się rynku do silnego oporu, można oczekiwać pojawienia się korekty. Jej przebieg powinien pokazać jaka jest kondycja rynku. Jeżeli spadki będą łagodne, można będzie oczekiwać już niedługo ataku na poziom 42400, a więc zakończenie trendu bocznego.

Rafał Bogusławski

## NAJWAŻNIEJSZE WYDARZENIA PRZYSZŁEGO TYGODNIA

### PONIEDZIAŁEK (13.08)

#### Spółki

KGHM Publikacja szacunkowych wyników za II kw.'12  
EUROPA Wyniki kwartalne publikuje E.ON

#### Dane makroekonomiczne

| Czas  | Kraj    | Dane                     | Okres      | Prognoza     | Poprzednia   |
|-------|---------|--------------------------|------------|--------------|--------------|
| 01:50 | Japonia | PKB (annualizowane)      | II kwartał | 2,3%         | 4,7%         |
| 01:50 | Japonia | PKB (kw/kw)              | II kwartał | 0,6%         | 1,2%         |
| 08:45 | Francja | Saldo rachunku bieżącego | czerwiec   | --           | 4,1 mld EUR  |
| 14:00 | Polska  | Saldo rachunku bieżącego | czerwiec   | -1,5 mld EUR | -815 mln EUR |

### WTOREK (14.08)

#### Spółki

HANDLOWY Publikacja szacunkowych wyników za II kw.'12  
EUROPA Wyniki kwartalne publikuje RWE  
USA Wyniki kwartalne publikuje Home Depot

#### Dane makroekonomiczne

| Czas         | Kraj          | Dane                                            | Okres           | Prognoza     | Poprzednia   |
|--------------|---------------|-------------------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|
| 00:45        | N.Zelandia    | Sprzedaż detaliczna (kw/kw; skoryg. o inflację) | II kwartał      | 0,3%         | -0,6%        |
| 01:50        | Japonia       | Indeks Tertiary (m/m)                           | czerwiec        | -0,3%        | 0,7%         |
| 03:30        | Australia     | Indeks zaufania biznesu NAB                     | lipiec          | --           | -3           |
| 07:30        | Francja       | Inflacja CPI (m/m)                              | lipiec          | -0,3%        | 0,0%         |
| 07:30        | Francja       | Inflacja CPI (r/r)                              | lipiec          | 2,0%         | 1,9%         |
| 07:30        | Francja       | PKB (kw/kw)                                     | II kwartał      | -0,2%        | 0,0%         |
| 07:30        | Francja       | PKB (r/r)                                       | II kwartał      | 0,2%         | 0,3%         |
| 08:00        | Niemcy        | PKB (r/r)                                       | II kwartał      | 1,1%         | 1,2%         |
| 08:00        | Niemcy        | PKB (kw/kw)                                     | II kwartał      | 0,1%         | 0,5%         |
| 09:15        | Szwajcaria    | Inflacja PPI (m/m)                              | lipiec          | --           | -0,3%        |
| 09:15        | Szwajcaria    | Inflacja PPI (r/r)                              | lipiec          | --           | -2,2%        |
| 10:30        | W.Brytania    | Inflacja CPI (m/m)                              | lipiec          | -0,1%        | -0,4%        |
| 10:30        | W.Brytania    | Inflacja CPI (r/r)                              | lipiec          | 2,3%         | 2,4%         |
| 10:30        | W.Brytania    | Inflacja bazowa CPI (r/r)                       | lipiec          | 2,0%         | 2,1%         |
| 11:00        | Euroland      | PKB (kw/kw)                                     | II kwartał      | -0,2%        | 0,0%         |
| 11:00        | Euroland      | PKB (r/r)                                       | II kwartał      | -0,4%        | -0,1%        |
| 11:00        | Euroland      | Produkcja przemysłowa (m/m)                     | czerwiec        | -2,6%        | -2,8%        |
| 11:00        | Euroland      | Produkcja przemysłowa (r/r)                     | czerwiec        | 0,6%         | 0,9%         |
| 11:00        | Euroland      | Indeks instytutu ZEW                            | sierpień        | --           | -22,3        |
| <b>11:00</b> | <b>Niemcy</b> | <b>Indeks instytutu ZEW</b>                     | <b>sierpień</b> | <b>-19,6</b> | <b>-19,6</b> |
| 13:30        | USA           | Indeks nastrojów małych przedsiębiorców NFIB    | lipiec          | --           | 91,4         |
| 14:00        | Polska        | Inflacja CPI (m/m)                              | lipiec          | -0,4%        | 0,2%         |
| 14:00        | Polska        | Inflacja CPI (r/r)                              | lipiec          | 4,2%         | 4,3%         |
| 14:00        | Polska        | Podaż pieniądza M3 (r/r)                        | lipiec          | 0,1%         | 0,1%         |
| 14:30        | USA           | Inflacja PPI (m/m)                              | lipiec          | 0,2%         | 0,1%         |
| 14:30        | USA           | Inflacja PPI (r/r)                              | lipiec          | 0,5%         | 0,7%         |
| <b>14:30</b> | <b>USA</b>    | <b>Sprzedaż detaliczna</b>                      | <b>lipiec</b>   | <b>0,3%</b>  | <b>-0,5%</b> |
| <b>14:30</b> | <b>USA</b>    | <b>Sprzedaż detaliczna (bez samochodów)</b>     | <b>lipiec</b>   | <b>0,4%</b>  | <b>-0,4%</b> |
| 16:00        | USA           | Zapasy hurtowników                              | czerwiec        | 0,3%         | 0,3%         |

**ŚRODA (15.08)****Spółki**

POLSKA Brak sesji  
USA Wyniki kwartalne publikuje Cisco, Target

**Dane makroekonomiczne**

| Czas  | Kraj       | Dane                                      | Okres    | Prognoza | Poprzednia   |
|-------|------------|-------------------------------------------|----------|----------|--------------|
| 02:30 | Australia  | Indeks zaufania konsumentów Westpac (m/m) | sierpień | --       | 3,7%         |
| 10:30 | W.Brytania | Protokół z posiedzenia Banku Anglii       | sierpień | 0        | 0            |
| 10:30 | W.Brytania | Stopa bezrobocia (ILO)                    | czerwiec | 8,1%     | 8,1%         |
| 13:00 | USA        | Wnioski o kredyt hipoteczny MBA           | tydzień  | --       | -1,8%        |
| 14:30 | USA        | Inflacja CPI (m/m)                        | lipiec   | 0,2%     | 0,0%         |
| 14:30 | USA        | Inflacja CPI (r/r)                        | lipiec   | 1,6%     | 1,7%         |
| 14:30 | USA        | Indeks NY Empire State                    | sierpień | 7,50     | 7,39         |
| 15:00 | USA        | Napływ kapitałów długoterminowych         | czerwiec | --       | 55,0 mld USD |
| 15:15 | USA        | Produkcja przemysłowa                     | lipiec   | 0,5%     | 0,4%         |
| 16:00 | USA        | Indeks rynku nieruchomości NAHB           | sierpień | 34       | 35           |

**CZWARTEK (16.08)****Spółki**

GTC Publikacja szacunkowych wyników za I półrocze 2012 r.  
DYWIDENDY Ostatni dzień notowań z prawem do dywidendy: ULMA (2,66zł)  
USA Wyniki kwartalne publikuje Wal-Mart

**Dane makroekonomiczne**

| Czas  | Kraj       | Dane                                      | Okres          | Prognoza        | Poprzednia      |
|-------|------------|-------------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 00:30 | N.Zelandia | Indeks PMI dla biznesu                    | lipiec         | 50,2            | 50,2            |
| 10:30 | W.Brytania | Sprzedaż detaliczna (m/m)                 | lipiec         | -0,2%           | 0,3%            |
| 10:30 | W.Brytania | Sprzedaż detaliczna (r/r)                 | lipiec         | 1,7%            | 2,2%            |
| 11:00 | Euroland   | Inflacja CPI (m/m)                        | lipiec         | -0,5%           | -0,1%           |
| 11:00 | Euroland   | Inflacja CPI (r/r)                        | lipiec         | 2,4%            | 2,4%            |
| 11:00 | Szwajcaria | Indeks instytutu ZEW                      | sierpień       | --              | -42,5           |
| 14:30 | USA        | Rozpoczęte budowy domów                   | lipiec         | 760 tys,        | 760 tys,        |
| 14:30 | USA        | <b>Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych</b> | <b>tydzień</b> | <b>365 tys,</b> | <b>361 tys,</b> |
| 14:30 | USA        | Pozwolenia na budowę domów                | lipiec         | 770 tys,        | 755 tys,        |
| 16:00 | USA        | Indeks FED z Filadelfii                   | sierpień       | -4,5            | -12,9           |

**PIĄTEK (17.08)****Spółki**

JSW Publikacja szacunkowych wyników za I półrocze 2012 r.  
PGE Ostatni dzień notowań z prawem do dywidendy (1,83zł)

**Dane makroekonomiczne**

| Czas  | Kraj     | Dane                                     | Okres    | Prognoza | Poprzednia |
|-------|----------|------------------------------------------|----------|----------|------------|
| 08:00 | Niemcy   | Inflacja PPI (m/m)                       | lipiec   | 0,3%     | -0,4%      |
| 08:00 | Niemcy   | Inflacja PPI (r/r)                       | lipiec   | 1,2%     | 1,6%       |
| 11:00 | Euroland | Bilans handlu zagranicznego              | czerwiec | --       | 6,9B       |
| 14:00 | Polska   | Przeciętne zatrudnienie (m/m)            | lipiec   | -0,1%    | 0,0%       |
| 14:00 | Polska   | Przeciętne zatrudnienie (r/r)            | lipiec   | 0,0%     | 0,1%       |
| 14:00 | Polska   | Przeciętne wynagrodzenie (m/m)           | lipiec   | -0,1%    | 3,8%       |
| 14:00 | Polska   | Przeciętne wynagrodzenie (r/r)           | lipiec   | 4,0%     | 4,3%       |
| 14:30 | Kanada   | Inflacja PPI (m/m)                       | lipiec   | 0,2%     | -0,4%      |
| 14:30 | Kanada   | Inflacja PPI (r/r)                       | lipiec   | 1,6%     | 1,5%       |
| 15:55 | USA      | Indeks Uniwersytetu Michigan             | sierpień | 72,0     | 72,3       |
| 16:00 | USA      | Wskaźniki wyprzedzające Conference Board | lipiec   | 0,2%     | -0,3%      |

**Odczyty danych makroekonomicznych oznaczone kolorem zielonym będą komentowane w sekcji „komentarz na gorąco”**

Opracowanie: Robert Kaczmarek

## ZE SPÓŁEK

### AGORA

#### **Agora w II kw. '12 miała 1,3 mln zł zysku netto wobec konsensusu 1,8 mln zł zysku**

W II kwartale 2011 roku Agora miała 21,5 mln zł zysku netto. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży Agory wyniosły w II kw. 2012 roku 283,1 mln zł wobec 319 mln zł rok wcześniej i były o 0,5 proc. niższe od średniej prognoz rynkowych, która zakładała 284,6 mln zł. Agora obniża prognozę wydatków na reklamę w dziennikach oczekując spadku w 2012 roku o 17 – 20%.

### BGŻ

#### **Strata netto BGŻ w II kw. '12 wyniosła 1,02 mln zł**

Wynik odsetkowy banku w II kw. wzrósł do 257,5 mln zł z 198,6 mln zł rok wcześniej. Z kolei wynik z prowizji wzrósł w tym okresie do 77,6 mln zł z do 68,2 mln zł. Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów wyniosły w II kw. 2012 r. 115,4 mln zł, podczas gdy rok wcześniej wynosiły one 30,5 mln zł.

### CD PROJEKT RED

#### **Według szacunkowych danych CD Projekt RED wygenerował w I półroczu 2012 r. 71,69 mln zł przychodów**

Oznacza to wynik 2Q'12 na poziomie 54 mln zł vs. nasza prognoza 56,2 mln zł.

**Komentarz:** Neutralna wiadomość. Przychody zgodne z naszymi oczekiwaniami. **Łukasz Kosiarski**

#### **Podczas letniej wyprzedaży na portalu Steam sprzedano 100 tys. kopii Wiedźmina 2 na PC – prezes**

Letnia wyprzedaż miała miejsce na początku lipca; Wiedźmin 2 był sprzedawany w cenie 15,99 USD / 15,99 EURO.

**Komentarz:** Bardzo dobry rezultat – 100 tys. to połowa całkowitej ilości Wiedźmina 2 sprzedanego na Steam w 2011 roku. Względem naszych pierwotnych założeń wynik ten powinien dodać jakieś 4 mln zł zysku netto w 3Q'12. **Łukasz Kosiarski**

### ENEA

#### **Enea zaprosiła do negocjacji w sprawie sprzedaży pakietu 184.939 akcji Exatela, stanowiącego 2,212 proc. jego kapitału zakładowego**

**Komentarz:** Według rynkowych doniesień 100% akcji może być warte około 900 – 1.000 mln zł. W tym scenariuszu Enea może potencjalnie otrzymać 20 – 22 mln zł za swój pakiet; taka wartość implikuje zysk wykazany w rachunku zysków i strat na poziomie 1 – 3 mln zł. Jednakże wspomniana cena zawiera premię za kontrolę, a wierzymy, że tylko PGE może być zainteresowany zakupem tych akcji. Biorąc pod uwagę powyższe, Enea prawdopodobnie nie sprzeda swojego pakietu akcji Exatela lub sprzeda go ze stratą. **Paweł Puchalski, CFA**

### GETIN NOBLE BANK

#### **Zysk netto Getin Noble Banku w II kw. '12 wyniósł 82,4 mln zł, zgodny z oczekiwaniami**

Wynik odsetkowy banku w II kwartale wyniósł 325 mln zł i okazał się zgodny z oczekiwaniami analityków, którzy liczyli, że wyniesie on 317,1 mln zł; wynik z prowizji w II kwartale 2012 roku wyniósł 210,9 mln zł i był zgodny z szacunkami rynku, który spodziewał się 214,6 mln zł.

### ING BSK

#### **Zysk netto grupy ING BSK w II kw. '12 wyniósł 167,6 mln zł wobec konsensusu na poziomie 162,1 mln zł**

Wynik odsetkowy banku w II kw. wyniósł 514,1 mln zł i okazał się zgodny z oczekiwaniami analityków, którzy liczyli, że wyniesie on 516,9 mln zł. Wynik z prowizji wyniósł 250,4 mln zł i również był zgodny z szacunkami rynku, który spodziewał się 249,3 mln zł. Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów wyniosły w II kw. 2012 r. 131,2 mln zł. Rynek oczekiwał tymczasem odpisów na poziomie 134,2 mln zł.

**Komentarz:** Zysk ING BSK za II kw. w kwocie 168 mln zł (-28% r/r, -38% kw/kw) okazał się zgodny z oczekiwaniami. Jedyne drobne odchylenia pojawiły się w zakresie kosztów operacyjnych (poniżej oczekiwań) i odpisów z tytułu utraty wartości kredytów (powyżej naszych szacunków). Po materializacji złych wiadomości i biorąc pod uwagę dość silny wzrost przychodów bieżąca wycena (prognozowany mnożnik P/E na 2012 r. w wysokości 11,1x i P/BV na koniec roku w wysokości 1,4 x) zaczyna wydawać się dość niska, biorąc pod uwagę spodziewaną w tym roku 13% rentowność kapitału własnego. **Dariusz Górski**

### JSW

**Zarząd JSW chce porozumienia ze związkami, proponuje podwyższenie od sierpnia stawek płac zasadniczych o 2,8 proc. oraz wypłatę we wrześniu jednorazowej kwoty w wysokości 1,2 proc. stawek płac zasadniczych**

Prezes JSW ocenia, że proponowany system kosztować może spółkę w tym roku porównywalnie do propozycji związków zawodowych, czyli ok. 130 mln zł, ale wprowadzać będzie system motywacyjny. Związki zawodowe nie zgadzają się na przedstawioną propozycję zarządu JSW.

**Komentarz:** Związkowa propozycja podwyżki o 7% implikowałaby wzrost całkowitych kosztów pracowniczych o około 250 mln zł rocznie. Nowa propozycja zarządu skutkowałaby wzrostem kosztów pracowniczych o około 100 mln zł rocznie i dodatkowo wypłatą około 22 mln zł jednorazowo w 3Q'12. Dodatkowo, wprowadzony przez JSW program motywacyjny prawdopodobnie skutkowałby pewnymi dodatkowymi płatnościami dla pracowników w drugim półroczu 2012 roku. Jednorazowa wypłata zaproponowana przez zarząd pozostaje bez znaczenia, a wzrost płac nadal pozostaje poniżej stopy inflacji w Polsce – gdyby związki zawodowe przyjęły taką propozycję, postrzegalibyśmy to jako pozytywną wiadomość. Niemniej jednak, obawiamy się, że negocjacje będą trwać dalej, a finalny wzrost płac okaże się wyższy od nowej propozycji zarządu. **Paweł Puchalski, CFA**

## KĘTY

**Grupa Kęty zanotowała w drugim kwartale 2012 roku 31,85 mln zł zysku netto akcjonariuszy jednostki dominującej wobec 30,87 mln zł rok wcześniej i wobec prognozowanych wcześniej 32 mln zł**

Zysk operacyjny Grupy Kęty wyniósł w II kw. 2012 roku 41,49 mln zł wobec 41,6 mln zł rok wcześniej i wobec prognozowanych wcześniej 41-43 mln zł. Przychody ze sprzedaży w II kw. wyniosły 390,68 mln zł wobec 367,33 mln zł rok wcześniej i wobec prognozowanych wcześniej 385-395 mln zł.

**Grupa Kęty spodziewa się w III kwartale br. poprawy wyników rdr w segmentach: wyrobów wyciskanych, usług budowlanych i akcesoriów budowlanych**

W przypadku segmentów: systemów aluminiowych i opakowań giętkich spółka oczekuje stabilizacji wyników. Ewentualna aktualizacja prognoz Kęt jest możliwa po III kwartale.

## KOPEX

**Spółka zależna RYFAMA podpisała umowę z Kompanią Węglową o wartości 561 mln zł**

Wspomniana kwota jest kwotą netto; dostawy maszyn i urządzeń w ramach umowy mają być sfinalizowane do końca 2012 roku.

## KREDYT BANK

**Zysk netto grupy Kredyt Banku w II kw. '12 wyniósł 62,5 mln zł, znacznie powyżej oczekiwań rynkowych**

**Komentarz:** Zysk netto Kredyt Banku w II kw. w wysokości ok. 63 mln zł okazał się zdecydowanie wyższy od oczekiwań rynku na poziomie 47 mln zł. Przekroczenie konsensusu było możliwe dzięki niższym niż oczekiwano odpisom z tytułu utraty wartości kredytów (6 mln zł vs spodziewane 47 mln zł). Zostało to częściowo zrównoważone przez wyższą niż oczekiwano stawkę podatku (41%). Zysk operacyjny przed rezerwami był zgodny z oczekiwaniami, chociaż struktura przychodów różniła się nieco od konsensusu z niższym dochodem odsetkowym netto i wyższymi innymi przychodami. **Dariusz Górski**

**Zysk netto grupy Kredyt Banku w II kw. 2012 r. spadł do 62,5 mln zł z 87,9 mln zł rok wcześniej**

Zysk banku okazał się powyżej oczekiwań rynku, który spodziewał się, że wyniesie on 46,7 mln zł.

## LOTOS

**Lotos rozważa odpis na projekt YME**

Lotos zastosuje bardzo konserwatywne podejście, jednak mało prawdopodobne, iż odpisze całą wartość. Odpis nie zagrozi kowenantom umów kredytowych Lotosu. Lotos chce nabyć operacyjne aktywa w segmencie upstream w Norwegii.

## OPEN FINANCE

**Zysk netto grupy Open Finance w II kw. 2012 r. wzrósł do 25,5 mln zł z 22,2 mln zł rok wcześniej**

Zaraportowany zysk okazał się zgodny z oczekiwaniami rynku, który spodziewał się, że wyniesie on 25,2 mln zł. Zysk z działalności operacyjnej wyniósł 29,1 mln zł, podczas gdy rynek spodziewał się 28,6 mln zł. Przychody z tytułu pośrednictwa w II kw. 2012 r. wyniosły 117 mln zł i były o 12 % wyższe od szacunków rynku, który oczekiwał poziomu 104,6 mln zł.

**Komentarz:** Wypracowany w II kw. 2012 r. zysk netto grupy Open Finance na poziomie 25,5 mln zł okazał się bardzo bliski szacunkom rynku. Wzrost o ok. 15% w ujęciu r/r w dużej mierze jest zasługą kontrybucji segmentu pośrednictwa w obrocie nieruchomościami (konsolidacja wyników Home Broker). Przychody przekroczyły konsensus rynkowy i wzrosły o ok. 20% r/r. W ujęciu kw/kw przychody spadły o 12%, co nie jest zaskoczeniem w świetle lipcowego raportu spółki o wartości sprzedanych produktów finansowych i inwestycyjnych w I poł. 2012 r. Patrząc na poszczególne segmenty działalności, w II kw. słabo wyglądała sprzedaż produktów kredytowych (wolumen sprzedanych kredytów istotnie spadł zarówno w ujęciu r/r, jak i kw/kw). Również produkty inwestycyjne cieszyły się mniejszym zainteresowaniem niż w I kw. W całym I półroczu 2012 r. skonsolidowany zysk netto Grupy Open Finance wyniósł 55,9 mln zł w porównaniu do 42,5 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. **Edyta Kucharczyk**

## PBG / RAFAKO

**Akcje Energomontażu Południe, zgodnie z żądaniem nadzorcy sądowego PBG, zostały ponownie przeniesione z Rafako do PBG**

Do PBG trafiło 64,84 proc. akcji Energomontażu Południe. PBG zobowiązane jest do zwrotu świadczenia wzajemnego przysługującego Rafako z tytułu przeniesienia akcji na rzecz PBG w wysokości 160,2 mln zł, czyli 3,48 zł za jedną akcję Energomontażu Południe. Żądanie zwrotu akcji Energomontażu Południe ma związek z faktem, że akcje te trafiły do Rafako w grudniu 2011 roku, czyli mniej niż pół roku przed datą złożenia przez PBG wniosku do sądu o ogłoszenie swojej upadłości z możliwością układu. W takiej sytuacji, ponieważ PBG jest spółką dominującą wobec Rafako, przeniesienie akcji Energomontażu Południe sąd uznał za bezskuteczne.

**Komentarz:** Informacja oczekiwana. **Adrian Kyrzcz**

## PEKAO

**Prezes Pekao powtórzył, iż bank oczekuje, że w 2012 roku osiągnie zysk na poziomie wyniku z 2011 roku**

Wyniki w II półroczu nie powinny być gorsze od wyników z I półrocza - prezes. Bank Pekao szacuje, że w drugiej połowie 2012 roku koszty ryzyka będą na poziomie zbliżonym do kosztów z I połowy roku, kiedy wyniosły 0,65 proc. Prezes podtrzymał, że w całym 2012 roku bank sprzeda kredyty detaliczne za ponad 10 mld zł (w samym II kwartale sprzedaż wyniosła 3,2 mld zł).

**Komentarz:** Powtórzona prognoza o podobnym poziomie zysku jak w 2011 roku implikuje 2.846 mln zł w 2012 roku i sugeruje, że konsensus na poziomie 2.927 mln zł jest o 3% za wysoki. Co więcej, Pekao jest już notowane z premią do rynku (P/E na 2012 na poziomie 13,2x vs. 12,2x) oraz do najbliższego konkurenta PKO BP (10,4x). Biorąc pod uwagę ryzyka dla przychodów, dostrzegamy większe ryzyko niespełnienia prognozy na 2012 rok w porównaniu do innych banków, które dotąd podawały wyniki. Powyższe w naszej ocenie czyni wycenę z premią nietrwałą. **Dariusz Górski**

## PELION

**Pelion szacuje, że rynek apteczny spadnie w drugim półroczu 2012 r. o ok. 4%**

Pelion szacuje, że farmaceutyczny rynek apteczny spadnie w drugim półroczu 2012 r. o ok. 4,0% po spadku o 12,4% w pierwszym półroczu z powodu wprowadzenia z początkiem roku nowych regulacji w ustawie refundacyjnej – prezes Pelionu Jacek Szwajcowski. Oznacza to spadek w całym roku o 8,3%.

**Komentarz:** Jesteśmy bardziej konserwatywni w tym zakresie i założyliśmy w naszym modelu, że farmaceutyczny rynek apteczny spadnie o ok. 10% w tym roku. Zgadzamy się, że po fatalnej pierwszej połowie roku, kolejne miesiące przyniosą poprawę sytuacji.

Prezes Pelionu jest zdania, że w ustawie potrzebne są zmiany, ponieważ w obecnym kształcie uderza ona w kondycję ekonomiczną aptek.

**Komentarz:** Informacja zgodna z naszymi oczekiwaniami. Od początku zawirowań związanych z nowym prawem zakładaliśmy, że sytuacja ekonomiczna aptek pogorszy się, a zakaz reklamy będzie dodatkowym negatywnym aspektem.

Spółka uważa, że podstawową metodą dostosowania się do nowej sytuacji jest obniżanie kosztów, dlatego Pelion optymalizuje sieć aptek własnych, a także redukuje koszty logistyczne i zatrudnienia. Pelion informował wcześniej, że w tym roku wypowiedzenia otrzymało 130 osób, a do końca 2012 r. pracę straci kolejne 150 osób. Spółka zapowiedziała też sprzedaż prawie 10% posiadanych aptek.

**Komentarz:** W naszym przekonaniu wywiad z prezesem potwierdził, że Pelion jest najbardziej dotkniętą przez nową ustawę spółką z naszego pokrycia. Oczekujemy, że w tym roku wyniki Pelionu będą najgorsze w relacji do spółek porównywalnych. Oczekujemy, że Pelion wypracuje zysk netto w wysokości 40 mln zł (-50%), zysk EBITDA na poziomie 111 mln zł (-13%) przy przychodach ze sprzedaży w kwocie 6,496 mln zł w 2012 r., jednak widzimy ryzyko korekty w dół naszej prognozy. Uważamy, że w przyszłym roku wyniki powinny być lepsze, jednak kolejna runda spadku marży może zredukować wszystkie pozytywne efekty podjętych w tym roku działań oszczędnościowych. Podsumowując Pelion handlowany w oparciu o wskaźnik EV/EBITDA'12 w wysokości 8,2x jest najdroższą spółką z branży. Podtrzymujemy rekomendację Sprzedaż. **Tomasz Sokołowski**

## PEP

**Przejęciem Polish Energy Partners jest zainteresowana Polska Grupa Energetyczna – prasa**

Zgodnie z informacjami, jakie podał Dziennik Gazeta Prawna, PGE może być zainteresowane przejęciem PEP z powodu braku projektów i kompetencji w segmencie energii z odnawialnych źródeł.

**Komentarz:** Mając na uwadze ustawę o OZE, która wkrótce ma zostać przyjęta, polscy gracze energetyczni będą wymagać dużej ilości energii odnawialnej – wiatrowej oraz pochodzącej z czystego spalania biomasy. PEP posiada kompetencje w obu obszarach; PEP ma dziś elektrownie wiatrowe o mocy 80 MW, ale z obecnego portfolio jest w stanie uruchomić kolejnych 500 MW nowych mocy w wietrze, nie wspominając o posiadanej gotówce w kwocie 250 mln zł. 3 mld zł inwestycji byłoby konieczne, ale wtedy PEP zmieniłby się w spółkę dostarczającą 1,6 TWh rocznie zielonej energii – nie tylko jego roczna EBITDA wyniosłaby około 400 mln zł, ale również jakakolwiek spółka energetyczna, której zielonej energii brakuje, nie byłaby zmuszona do kupna 1,6 TWh zielonych certyfikatów, co dałoby coroczną redukcję kosztów rzędu 450 mln zł. W sumie, postrzegamy PEP jako niedrogą metodę wsparcia poziomu EBITDA jakiegokolwiek gracza na rynku energetycznym, któremu brakuje zielonej energii – kosztem nabycia oraz nakładu na CAPEX na

poziomie 3 mld zł jakakolwiek spółka otrzyma 850 mln zł wsparcia do swojego zysku EBITDA w ciągu kilku lat. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj. **Paweł Puchalski, CFA**

### **Wyniki 2Q'12 poniżej oczekiwań; efekt podatkowy oraz ugoda z Mondi wsparty wypracowany zysk**

Kluczowe kwestie dotyczące wyników 2Q'12:

- rezultaty działalności podstawowej poniżej oczekiwań, na poziomie 14,8 mln zł przychodów, 2,4 mln zł straty przed opodatkowaniem oraz 1,4 mln zł zysku netto,
- efekt podatkowy 3,8 mln zł wsparł zysk netto,
- zysk obciążony stratą 1,5 mln zł związaną ze zmianami kursów walutowych,
- wkład poszczególnych segmentów (przychody/zysk brutto): produkcja prądu/ciepła 3,8 mln zł / 1 mln zł, biomasa 4,8 mln zł / 1,3 mln zł straty, wiatr 14,7 mln zł / 5,2 mln zł,
- 63 mln zł zysku na działalności zaniechanej (w tym 5 mln zł zysku z działalności kontynuowanej w Mondi) powyżej oczekiwań, co przekłada się na wsparcie na poziomie raportowanego zysku,
- pozycja gotówkowa zwiększona do 311 mln zł, dług netto zmniejszony do 49 mln zł po rozliczeniach z Mondi.

**Komentarz:** Z operacyjnego punktu widzenia, zarówno segment wiatrowy jak i biomasa wypadły słabo (niższe przychody pomimo wzrostu mocy, strata na poziomie brutto 1,3 mln zł – podwojona w ujęciu kw./kw.), co jest wynikiem poniżej oczekiwań. Pozycja gotówkowa (311 mln zł) jest kluczową wiadomością w wynikach 2Q'12, wraz ze zmniejszonym długiem netto jedynie do 49 mln zł. Zysk netto za pierwsze półrocze na poziomie 88,5 mln zł (wsparty większą od oczekiwań kwotą z działalności zaniechanej / ugodą z Mondi / efektem podatkowym) – kierujący się wskaźnikami EV/EBITDA oraz P/E powinni być usatysfakcjonowani. Wciąż jednak słabną perspektywy działalności podstawowej. **Paweł Puchalski, CFA**

### **PKO BP**

#### **Zysk netto grupy PKO BP w drugim kwartale 2012 roku spadł do 948,6 mln zł z 967 mln zł rok wcześniej**

Po I półroczu 2012 roku zysk netto grupy PKO BP wyniósł 1,95 mld zł, czyli był o 6,3 proc. wyższy niż rok wcześniej. Wynik odsetkowy banku w drugim kwartale wyniósł 1.983,1 mln zł; wynik z prowizji w II kwartale 2012 roku wyniósł 779,3 mln zł.

**Komentarz:** PKO zarobił w II kw. 948 mln zł (spadek o 2% r/r i 6% kw/kw), co jest wynikiem lepszym od naszych (928 mln zł) i rynkowych oczekiwań (939 mln zł). Dochód odsetkowy był słabszy od konsensusu, ale to było więcej niż zrekompensowane dzięki wyższym prowizjom, więc przychody ogółem były zgodne z oczekiwaniami. Koszty operacyjne (1.094 mln zł, wzrost o 2% r/r, spadek o 5% kw/kw) były znacznie niższe od szacunków, co pozwoliło na przekroczenie oczekiwań na poziomie zysku netto. **Dariusz Górski**

#### **Zarząd powtórzył przewidywania co do wyniku za cały 2012, który miałby być zbliżony do 2011 roku; zarząd dostrzega więcej ryzyk w 2013**

Wybrane kwestie z prezentacji wyników PKO BP:

- PKO BP będzie chciał utrzymywać ROE na dwucyfrowym poziomie,
- w III kwartale bank może zawiązać wyższe niż rok wcześniej rezerwy, które mogą być na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów 2012 roku,
- w IV kwartale bank przedstawi strategię na kolejne lata,
- PKO BP spodziewa się stabilizacji kosztów ryzyka,
- na koniec roku wskaźnik kosztów ryzyka może wynieść około 1,4-1,5 proc.,
- PKO BP podtrzymuje oczekiwanie 5-6 proc. wzrostu rynku kredytów na koniec 2012 r.; II połowa roku może przynieść spowolnienie do 4-5 proc. r/r - spowolnienie jest widoczne głównie w hipotekach, ale również w kredytach dla sektora MSP oraz w kredytach inwestycyjnych dla korporacji.

**Komentarz:** Potencjał poprawy wyników r/r słabnie, a biorąc pod uwagę podwyższoną bazę (3Q'11 był najsilniejszym kwartałem dla PKO BP w zeszłym roku) w II półroczu prawdopodobnie dynamika będzie jeszcze bardziej ujemna. Prognoza PKO BP zakładająca płaską dynamikę r/r implikuje ok. 1.855 mln zł zysku netto w II półroczu, co oznaczałoby spadek o ok. 6% r/r. Dostrzegamy niewielkie ryzyko niespełnienia rynkowych oczekiwań jeżeli chodzi o wynik za cały 2012 rok. Bank jest tańszy w porównaniu do mediany dla sektora oraz do najbliższego porównywalnego banku, tj. Pekao, zatem przy tym stanie rzeczy preferujemy PKO BP nad Pekao.

**Dariusz Górski**

### **POLIMEX-MOSTOSTAL**

#### **Konsorcjum w składzie Torpol (spółka zależna Polimeksu-Mostostal), Zakład Robót Komunikacyjnych DOM i Przedsiębiorstwo Usług Technicznych Intercor złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu PKP**

Przetarg dotyczy przebudowy układów torowych wraz z infrastrukturą towarzyszącą linii na odcinku Czempiń-Poznań. Wartość oferty to ok. 545,7 mln zł netto (671,2 mln zł brutto). W komunikacie poinformowano, że udział Torpolu stanowi 80%.

**Komentarz:** Wartość złożonych ofert kształtowała się w przedziale od 504 mln zł (IDS-BUD, Segeco, Altis-Holding) do 661 mln zł (OHL ZS). Co ciekawe, średnia cena oferta wyniosła 570,5 mln zł, podczas gdy średnie odchylenie wyniosło tylko 33,2 mln zł (6% od średniej) potwierdzając naszym zdaniem, że wykonawcy wyciągnęli wnioski z przetargów drogowych i powstrzymują się od składania

[www.dmbzwbk.pl](http://dmbzwbk.pl), e-mail: [dm.inwestor@bzbwbk.pl](mailto:dm.inwestor@bzbwbk.pl), tel.: (61) 856 48 80, (61) 856 44 45 (koszt połączenia zgodny z taryfą operatora)  
Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań - Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 44 973 500 zł w całości wpłacony. Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Zastrzeżenia prawne dotyczące charakteru opracowania znajdują się na stronie: <http://dmbzwbk.pl/regulacje/zastrzezenia-i-ryzyko/zastrzezenia-i-ryzyko.html> - Materiały analityczne - zastrzeżenia prawne

ofert z abstrakcyjnie niską ceną. Drugi wniosek jest taki, że konkurencja znacząco wzrosła (oferty złożyło osiemnastu wykonawców), co źle wróży marżom w kontraktach kolejowych w długim terminie. Oferta Torpolu była o 41 mln zł wyższa od najtańszej oferty (8%) i o 18,5 mln zł niższa (3%) od mediany wartości ofert w wysokości 563,5 mln zł oraz o 25,5 mln zł niższa niż średniej (4%). W naszej opinii podpisanie umowy może opóźnić się, gdyż spodziewamy się odwołań od wyniku przetargu (przypuszczalnie umowa może zostać podpisana przez inne konsorcjum). **Adrian Kyrca**

## **QUMAK-SEKOM**

### **Akcjonariusze Qumaku-Sekomu nieprędko otrzymają dywidendę z zysków za 2011 r. – Parkiet**

Pieniądze przeznaczone na ten cel zgodnie z decyzją czerwcowego walnego zgromadzenia trafiły na kapitał rezerwowy. Mają być uwolnione (czyli trafić do udziałowców) gdy Qumak-Sekom otrzyma należne wynagrodzenie za prace teletechniczne wykonane przy budowie Stadionu Narodowego w Warszawie. Spółka nie wyklucza, że sprawa rozliczeń z Narodowym Centrum Sportu znajdzie swój finał w sądzie.

## **TVN**

### **Strata netto grupy TVN, przypadająca akcjonariuszom jednostki dominującej, wyniosła w II kwartale 2012 roku 230,6 mln zł i była o 7,8 proc. wyższa od konsensusu na poziomie 213,9 mln zł straty**

Zysk operacyjny grupy w II kwartale 2012 roku wyniósł 125,7 mln zł i był niższy o 9,8 proc. od średniej prognoz na poziomie 139,4 mln zł. Z kolei przychody ze sprzedaży grupy wyniosły 451,8 mln zł i były niższe o 1,2 proc. od konsensusu na poziomie 457,2 mln zł. Strata netto z działalności kontynuowanej TVN wyniosła 3,82 mln zł w porównaniu do zysku netto z działalności kontynuowanej w wysokości 92,23 mln zł w analogicznym okresie 2011 r. TVN zanotował stratę netto z działalności zaniechanej w wysokości 230,27 mln zł w porównaniu do straty netto z działalności zaniechanej w wysokości 24,36 mln zł w analogicznym okresie 2011 r. Wskaźnik EBITDA TVN spadł o 46,56 mln zł do 143,04 mln zł ze 189,6 mln zł w analogicznym okresie 2011 r. Marża EBITDA spadła do poziomu 31,7 proc. w okresie trzech miesięcy zakończonych 30 czerwca 2012. w porównaniu do 38,6 proc. w analogicznym okresie 2011 r.

**Komentarz:** Słabe rezultaty, jednakże słabsza od oczekiwań prognoza całoroczna prawdopodobnie mocniej zaszkodzi dziś kursowi akcji. **Dariusz Górski**

## **SEKTOR ENERGETYCZNY**

### **Komisja Europejska przygotowuje nowe regulacje dotyczące emisji CO<sub>2</sub>; ostateczny kształt w październiku – prasa**

Nowe regulacje mają na celu wzrost ceny certyfikatów CO<sub>2</sub> poprzez obniżenie ilości dostępnych certyfikatów na rynku. Jeśli polskie spółki energetyczne nie będą w stanie przenieść dodatkowych kosztów na klientów, wycena Tauronu, Enei i PGE może spaść o 10 do 35%.

**Komentarz:** Nie jest to nowa wiadomość – o powyższym wiadomo było od około dwóch tygodni, kiedy sugerowały to informacje z Komisji Europejskiej. **Paweł Puchalski, CFA**

### **Kompania Węglowa przesuwą plany budowy bloku węglowego o mocy ok. 900 – 1000 MW**

Według wcześniejszych planów Kompanii Węglowej prąd z nowej elektrowni miał popłynąć w 2018 roku. Wygląda na to, iż jednostka nie będzie operacyjnie gotowa przed 2020 rokiem.

**Komentarz:** Spodziewana wiadomość. Oczekujemy, iż wszystkie inwestycje związane z energetyką w Polsce będą opóźnione o kilka lat. **Paweł Puchalski, CFA**

## **SEKTOR TELEKOMUNIKACYJNY**

### **UKE chce dać operatorom czas na dostosowanie się do obniżek MTR-ów i proponuje stawkę na poziomie 8,26 gr/min od 1 stycznia 2013 roku i 4,29 gr/min od 1 lipca 2013 roku**

Obecnie stawka wynosi 12,23 gr/min.

**Komentarz:** Jak dotąd regulator wydawał się „gołębi” w podejściu do polskich telekomów – sugestie łagodniejszego podejścia były wysłuchiwane. Sama w sobie stawka MTR na poziomie 4 gr od połowy 2013 roku nie jest zaskoczeniem, ale nie tylko nowy regulator staje się „jastrzębi”, bo również tak niski poziom został oficjalnie zaproponowany po raz pierwszy. Negatywna wiadomość dla przychodów operatorów telekomunikacyjnych – przychody TP SA prawdopodobnie spadną o kilka pkt. proc. w 2013 roku po raz kolejny. **Paweł Puchalski, CFA**

### **W perspektywie trzech lat powinno dojść do kolejnej obniżki MTR-ów; według trendów światowych stawka powinna być bliska zeru - prezes UKE**

Obecnie stawki MTR znajdują się na poziomie 12,2 gr, podczas gdy regulator sugeruje, iż mogą zostać ograniczone do 4,3 gr od lipca 2013 roku. Według zapowiedzi regulatora, po upływie 16 miesięcy (koniec 2013 roku) UKE ponownie podejdzie do analizy i zmiany stawek MTR. Mało prawdopodobne aby stawki zostały ścięte do zera, jednak zgodnie z zapowiedziami UKE mogą być one zbliżone do zera. W 2011 roku MTRy wygenerowały 4,7 mld zł przychodów dla operatorów mobilnych; oczekuje się, iż spadną one w 2012 roku do 4,6 mld zł oraz do 3 mld zł w 2013 roku.

[www.dmbzwbk.pl](http://www.dmbzwbk.pl), e-mail: [dm.inwestor@bzwbk.pl](mailto:dm.inwestor@bzwbk.pl), tel.: (61) 856 48 80, (61) 856 44 45 (koszt połączenia zgodny z taryfą operatora)

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań - Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 44 973 500 zł w całości wpłacony. Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Zastrzeżenia prawne dotyczące charakteru opracowania znajdują się na stronie: <http://dmbzwbk.pl/regulacje/zastrzezenia-i-ryzyko/zastrzezenia-i-ryzyko.html> - Materiały analityczne - zastrzeżenia prawne

**Komentarz:** Przesłanie jest jasne – telekomy rozpoznawały 4,7 mld zł w przychodach w 2011 roku, a ta wartość w ciągu trzech lat będzie niemal wyzerowana. Zakładając, że jedna trzecia utraconych przychodów przypadnie na TPSA, TPSA straci 1,5 mld zł w przychodach (przy założeniu zerowych dynamik w segmencie danych oraz linii stacjonarnych – musimy przyznać, iż założeniu bardzo optymistycznym), co będzie skutkowało skurczeniem się przychodów o 10% w 2015 roku wobec roku 2011. Segment mobilny (i wbudowane MTRy) stabilizował w pewien sposób spadające przychody TPSA – w przypadku prawdopodobnych spadków stawek MTR inwestorzy powinni dostrzegać, iż przychody TPSA będą spadały przez kilka kolejnych lat. **Paweł Puchalski, CFA**

**Urząd Komunikacji Elektronicznej chce jak najszybciej rozdysponować wolne zasoby częstotliwości z pasma 1800 MHz**

Plany UKE przewidują też przydzielenie w 2013 roku częstotliwości z pasm 800 MHz i 2600 MHz w ramach aukcji. W odniesieniu do częstotliwości 1800 MHz, regulator uznał, że prawa zwycięzców będą wydłużone z 10 lat (obecne założenie) do 15 lat. Wreszcie, zwycięzca przetargu będzie miał nie więcej niż 12 miesięcy (termin obligatoryjny) na rozpoczęcie świadczenia usługi na wygranych częstotliwościach.

*Opracowanie: Kacper Kędzior na podstawie Poland Equity Daily oraz Biuletynu Porannego DM BZ WBK*

## WYDARZENIA GOSPODARCZO-POLITYCZNE

### **Agencja Moody's o ratingu Polski**

Agencja ratingowa Moody's napisała w raporcie, że większy popyt ze strony inwestorów zagranicznych na polskie obligacje obniżył ich rentowności zmniejszając koszt pozyskiwania finansowania, co jest pozytywne dla ratingu kraju. Korzystna z punktu widzenia ograniczenia ryzyka szybkiego odpływu kapitału jest według agencji również struktura zagranicznych posiadaczy, ponieważ dominują w niej inwestorzy długoterminowi. Niemniej analityk Moody's stwierdził, że podwyższenie perspektywy ratingu Polski jest mało prawdopodobne ze względu na spowalniającą gospodarkę, stosunkowo wysoki deficyt obrotów bieżących i zadłużenie zagraniczne. Zwrócił też uwagę, że stabilna perspektywa, jaką posiada obecnie rating Polski, i tak jest obecnie rzadkością wśród krajów europejskich.

### **Perspektywy dla polskiej gospodarki**

Główny ekonomista Ministerstwa Finansów Ludwik Kotecki powiedział, że prognoza wzrostu PKB o 2,5% w 2012 r., jaka została zapisana w ustawie budżetowej, jest niezagrażona. Natomiast w 2013 r. wzrost może być niższy od 2,5%. Członkini RPP Elżbieta Chojna-Duch mając na myśli wrześnieowe posiedzenie Rady powiedziała, że „będziemy zastanawiać się z pewnością nad możliwością obniżenia stóp procentowych”. Jej zdaniem RPP powinna wziąć pod uwagę to, że spowolnienie gospodarcze postępuje. Zdaniem ekonomistów BZ WBK większość w Radzie stanowią obecnie członkowie, którzy bardziej skupiają się na bieżącym poziomie inflacji i w świetle prognoz (CPI nie spadnie szybko poniżej 4%, a na lipiec BZ WBK prognozuje utrzymanie się 4,3% r/r z czerwca) nie spodziewają się zmian stóp w tym roku.

### **Dane z Niemiec wzmocniły obawy o stan gospodarki**

Słabe dane z Niemiec o głębszym od oczekiwań spadku zamówień w przemyśle spowodowały, że niepewność związana z perspektywami wzrostu gospodarczego uległa lekkiemu nasileniu. Również dane o niemieckim eksporcie, które potwierdziły, że spadek aktywności ekonomicznej na świecie ma negatywny wpływ na największą gospodarkę Europy, a także gorsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej z tego kraju pogorszyły nastroje na rynkach. Awersja do ryzyka była również wspierana przez słowa prezesa Banku Anglii, który powiedział, że sytuacja w strefie euro ma duży niekorzystny wpływ na gospodarkę Wielkiej Brytanii. Bank centralny obniżył też prognozę wzrostu gospodarczego dla Wielkiej Brytanii.

### **Doniesienia z peryferyjnych krajów strefy euro**

Szef Eurogrupy Jean-Claude Juncker powiedział, że wyjście Grecji ze strefy euro jest możliwe oraz byłoby „do opanowania”, ale jest to niepożądany scenariusz z powodu ryzyka, jakie proces taki by generował. Agencja Standard & Poor's obniżyła perspektywę ratingu Grecji, który i tak jest już osiem stopni poniżej poziomu inwestycyjnego, ze względu na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego, mogące oznaczać konieczność zwiększenia pakietu pomocy finansowej. Podano też nieoficjalną informację, że we wstępnej ocenie ekspertów „Trojki” sytuacja gospodarcza na Cyprze, który poprosił niedawno o pomoc finansową, jest gorsza niż się spodziewano. Dane z Włoch wskazały, że PKB skurczył się w II kw. o 0,7% kw./kw. i był to już czwarty kwartał spadku aktywności gospodarczej.

### **Dobre dane z amerykańskiego rynku pracy**

Najświeższe dane z rynku pracy w USA okazały się nieco niższe od poprzedniego odczytu oraz lepsze od konsensusu zakładającego pułap 370 tys. Rynek pracy powoli wykazuje symptomy ożywienia - warto zwrócić choćby uwagę na ostatnią publikację oficjalnych miesięcznych danych wskazującą na wyraźnie lepszy od oczekiwań przyrost liczby miejsc pracy w sektorze pozarolniczym w lipcu. Najnowsze tygodniowe statystyki, tak jak sygnalizowano tydzień wcześniej, wolne są już od zaburzeń wynikających z sezonowości w branży motoryzacyjnej. Choć sytuacja na rynku pracy może się stopniowo poprawiać, wydaje się, iż w 2012 r. bezrobocie w USA ma bardzo małe szanse na spadek poniżej 8%, co zresztą jest zgodne z oceną Rezerwy Federalnej spodziewającej się, iż bezrobocie w 2012 r. wyniesie 8,0 - 8,2%. Warto zauważyć, iż utrzymujący się okres odczytów przekraczających 8% trwający od lutego 2009 roku jest najdłuższy w powojennej historii USA.

### **Słabe wyniki eksportu USA**

Dane o handlu zagranicznym USA były lepsze od oczekiwań. Warto jednak zauważyć, że wyraźne zawężenie deficytu handlowego to głównie konsekwencja spadku importu (o 1,5% m/m), podczas gdy eksport wzrósł tylko o 0,9% m/m. Był to już trzeci z rzędu miesiąc nominalnego spadku wartości dóbr importowanych, co jest spójne z tym, że w ostatnim okresie amerykański przemysł radzi sobie nieco słabiej (co widać w znacznym spadku indeksu ISM dla przemysłu z 53,5 pkt. w maju do 49,7 pkt. w lipcu).

### **Nadzieje na QE3**

Popyt na ryzykowne aktywa wspierany był nadal przez nadzieje na to, że Fed zdecyduje się na zwiększenie skali stymulacji gospodarki USA. Zostały one nieznacznie wzmocnione przez to, że prezes Fed w Bostonie Eric Rosengren powiedział, że sytuacja gospodarcza w USA wymaga, aby takie wsparcie zapewnić. Rosengren nie głosuje w tym roku, ale dostanie takie prawo w 2013 r. Z kolei prezes Fed w Dallas, Richard Fisher powiedział, że w tym momencie poziom stymulacji gospodarki przez amerykański bank centralny jest odpowiedni, co schłodziło nieco nadzieje na QE3.

### **Porcja danych z Chin**

Spadek inflacji oraz niższa od prognoz dynamika produkcji przemysłu wzmocniły nadzieje inwestorów na kontynuację działań stymulujących gospodarkę przez chiński bank centralny. Jednak optymizm, jaki pojawił się po czwartkowych danych z Chin wspierających oczekiwania inwestorów na to, że tamtejszy bank centralny podejmie stymulację gospodarki, dość szybko stracił na sile. Z kolei dane na temat bilansu handlowego Chin okazały się zaskakująco słabe, pokazując znaczące spowolnienie eksportu i importu, co potwierdziło, że światowa gospodarka wyraźnie hamuje na początku II półroczu.

*Opracowanie: Edyta Kucharczyk na podstawie Codziennika BZ WBK oraz komentarzy na gorąco DM BZ WBK*

Redakcja Biuletynu Tygodniowego: Edyta Kucharczyk, Kacper Kędzior, Robert Kaczmarek, Tomasz Jerzyk.

Niniejszy materiał przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. (DM BZ WBK S.A.) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, produktu lub towaru. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

System rekomendacyjny DM BZ WBK S.A. opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Dane prezentowane w niniejszym materiale zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK S.A. za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK S.A. nie może zagwarantować ich dokładności i kompletności.

Interpretacja wykresu jest subiektywną oceną analityka dotyczącą oceny technicznej wykresu.

Wykres przygotowano za pomocą programu Metastock, AmiBroker lub Fibotrader.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, DM BZ WBK S.A., Akcje.net, prasa finansowa lub internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Niniejsze opracowanie i zawarte w nim komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. Inwestorzy korzystający z niniejszego materiału nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności aniżeli te, które zostały wskazane w niniejszym materiale. DM BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.

DM BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu.

Niniejszy materiał nie zawiera ani nie stanowi oferty sprzedaży papierów wartościowych ani też zaproszenia do złożenia oferty objęcia lub nabycia papierów wartościowych albo skorzystania z usług inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych Ameryki, ani dowolnej innej jurysdykcji, w której taka oferta lub zaproszenie do złożenia oferty byłoby sprzeczne z prawem. Niniejszy materiał nie może być rozpowszechniany, bezpośrednio lub pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki.

Przyjęte w Domu Maklerskim BZ WBK S.A. polityki, regulaminy i procedury zapewniają osobom sporządzającym analizę niezależność, a także zachowanie należytej staranności i rzetelności przy jej sporządzaniu. Stosowane w Domu Maklerskim BZ WBK S.A. odpowiednie polityki, regulaminy i procedury mają na celu przeciwdziałanie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku ich powstania, pozwalają nimi zarządzać w sposób zapewniający ochronę słusznych interesów Klientów