

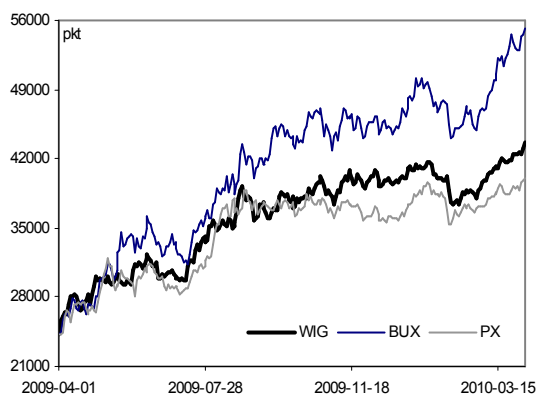
7 kwietnia 2010

Opracowanie cykliczne


**Rynek akcji**  
**Makroekonomia**

<b>WIG</b>	<b>43 562</b>
Średnie P/E 2010	15,4
Średnie P/E 2011	12,8
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 431 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.kliszcz@dibre.com.pl

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

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

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

#### Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

# Przegląd miesięczny

## Kwiecień 2010

### Rynek akcji

Na przełomie kwietnia i maja rozpoczął się sprzedaż akcji PZU (6,6 mld PLN) a miesiąc później Taurona (7 mld PLN). Naszym zdaniem obie oferty będą negatywnie wpływały na rynek wtórny. Naszym zdaniem wyceny spółek, szczególnie w przypadku banków i sektora budowlanego osiągnęły wymagające poziomy – dyskontujące wyższe niż oczekujemy ożywienie gospodarcze w przyszłym roku. Pozostajemy sceptyczni, co do dalszego wzrostu cen akcji a obecną siłę rynku należy naszym zdaniem wykorzystać do zmniejszenia zaangażowania w akcje.

### Ze spółek

**Banki.** Oczekiwanie na poprawę wyników sektora w 2010 roku będzie miało wpływ na konsensus prognoz na 1Q'10 jaki utworzy się w kwietniu br. Zamykamy pozytywne rekomendacje, które utrzymywaliśmy na wybrane banki. 1H'10 to okres tworzenia wysokich rezerw przez banki, szczególnie w segmencie detalicznym. W kwietniu zarząd Handlowego podejmie decyzję w sprawie dywidendy, co będzie wspierać notowania.

**Paliwa.** Po ostatnich wzrostach kursu akcji obniżamy rekomendację dla Orlenu do trzymaj, a Lotosu do redukuj. Zalecamy zamianę w portfelach akcji rafinerii na walory PGNiG, które powinno w tym roku zaskoczyć dobrymi wynikami we wszystkich segmentach.

**Energetyka.** Sektor energetyczny w najbliższych miesiącach może znajdować się pod negatywnym wpływem zbliżającej się oferty publicznej Tauronu. W ramach sektora zalecamy przeważanie PGE i ENEI.

**Media.** Ostatnie wzrosty kursów Agory i TVN skłaniają nas do zamknięcia przeważania tych spółek w portfelach akcyjnych. Pozytywnie widzimy Cyfrowy Polsat, który dzięki kursom walutowym, a także ubiegłorocznemu rozwojowi bazy abonenckiej powinien znacząco poprawić wyniki w tym roku. Zalecamy trzymanie akcji WSiP.

**Informatyczne.** Wśród spółek softwareowych za atrakcyjnie wycenione postrzegamy akcje Asseco Poland i Sygnity. Mimo oczekiwanej poprawy wyników i dobrych perspektyw na przyszłość przewartościowane w tym momencie wydają nam się akcje Asbisu i Comarchu.

**Przemysł.** Najatrakcyjniej ze spółek przemysłowych przedstawiają się Kęty. Wciąż niesprzyjający dla producentów pozostaje rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa. Zalecamy redukcję akcji Cersanitu i sprzedaż akcji Astarty.

**Budownictwo.** WIG Budownictwo wzrósł w Q1 2010 o prawie 20%. Uważamy, że duże wzrosty notowań wielu spółek nie mają uzasadnienia, w kontekście ryzyka związanego z pogorszeniem marż w II połowie 2010 roku. Zmieniamy rekomendację dla sektora na „niedoważaj”.

**Deweloperzy.** Wybrani deweloperzy mieszkaniowi i komercyjni ciągle oferują potencjał wzrostowy. Z grona analizowanych przez nas spółek najbardziej atrakcyjna jest wycena Polnordu.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Kopex (Trzymaj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Action (Trzymaj), BZ WBK (Trzymaj), Centrum Klima (Akumuluj), Getin (Redukuj), GTC (Redukuj), Handlowy (Akumuluj), ING BSK (Trzymaj), J.W. Construction (Trzymaj), Kredyt Bank (Trzymaj), Lotos (Redukuj), Millennium (Trzymaj), Mostostal Warszawa (Trzymaj), PBG (Sprzedaj), PKN Orlen (Trzymaj), Polimex Mostostal (Trzymaj), Unibep (Redukuj).

## Spis treści

1. Rynek akcji .....	3
2. Makroekonomia .....	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE .....	9
4. Statystyki rekomendacji .....	11
5. Banki.....	12
5.1. BZ WBK .....	18
5.2. Getin .....	20
5.3. Handlowy .....	21
5.4. ING BSK .....	22
5.5. Kredyt Bank .....	23
5.6. Millennium .....	24
5.7. Pekao .....	25
5.8. PKO BP .....	27
6. Paliwa, chemia.....	29
6.1. Ciech .....	30
6.2. Lotos .....	31
6.3. PGNiG .....	32
6.4. PKN Orlen .....	34
6.5. Police .....	35
6.6. ZA Puławy .....	36
7. Energetyka.....	37
7.1. CEZ.....	37
7.2. Enea.....	38
7.3. PGE .....	40
8. Telekomunikacja .....	42
8.1. Netia .....	43
8.2. TP SA .....	44
9. Media .....	46
9.1. Agora .....	47
9.2. Cyfrowy Polsat.....	48
9.3. TVN .....	50
9.4. WSiP .....	51
10. IT .....	52
10.1. AB.....	53
10.2. Action.....	54
10.3. Asbis .....	55
10.4. Asseco Poland .....	56
10.5. Comarch .....	59
10.6. Komputronik.....	61
10.7. Sygnity.....	62
11. Górnictwo i metale .....	64
11.1. KGHM .....	64
11.2. LW Bogdanka .....	65
12. Przemysł.....	66
12.1. Astarta .....	66
12.2. Cersanit .....	68
12.3. Famur .....	69
12.4. Kęty .....	71
12.5. Kopalnia .....	72
12.6. Mondi .....	74
13. Budownictwo .....	75
13.1. Budimex .....	78
13.2. Centrum Klima .....	79
13.3. Elektrobudowa .....	80
13.4. Erbud .....	81
13.5. Mostostal Warszawa .....	82
13.6. PBG .....	83
13.7. Polimex Mostostal .....	84
13.8. Rafako .....	85
13.9. Trakcja Polska .....	86
13.10. Ulma Construcccion Polska .....	87
13.11. Unibep .....	88
14. Deweloperzy .....	89
14.1. Dom Development .....	91
14.2. GTC.....	92
14.3. J.W. Construction.....	93
14.4. Polnord .....	94
15. Handel .....	96
15.1. Emperia Holding .....	96
15.2. Eurocash .....	96

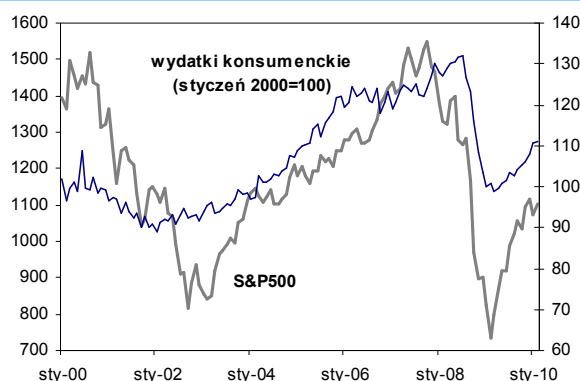
## Rynek akcji

Wbrew naszym oczekiwaniom w kwietniu rynki akcji kontynuowały wzrosty, bagatelizując słabsze dane makro (rynek nieruchomości w USA, sprzedaż detaliczna i zamówienia w przemyśle w Europie), a skupiając się na pozytywnych zaskoczeniach (ISM usługi, Conference Board). Lepsze dane makro z USA, a z drugiej strony zapewnienie FED o podtrzymaniu przez dłuższy okres (co najmniej 3-6 miesięcy) rekordowo niskich stóp procentowych wywołują wśród inwestorów coraz większą skłonność do ryzyka, coraz częściej przypominającą entuzjazm 2007 roku. Na rynku nadal utrzymuje się nadpłynność, której nie doszacowaliśmy, a której efektem jest znaczący napływ nowych kapitałów do funduszy akcyjnych, dedykowanych m.in. na rynki wschodzące. W takim otoczeniu, inwestorom wystarczają poprawiające się dane – bez głębszej refleksji w jakiej kondycji znajduje się gospodarka, szczególnie w świetle rosnącego zadłużenia publicznego – w dużej mierze finansującego obecne ożywienie. Nadzieja, że wkrótce wydatki prywatne przejmą ciężar kreowania wzrostu gospodarczego na razie wystarcza. Na przełomie kwietnia i maja rozpocznie się sprzedaż akcji PZU (6,6 mld PLN), a miesiąc później Taurona (7 mld PLN). Naszym zdaniem obie oferty będą negatywnie wpływały na rynek wtórny. Naszym zdaniem wyceny spółek, szczególnie w przypadku banków i sektora budowlanego osiągnęły wymagające poziomy – dyskontujące wyższe niż oczekujemy ożywienie gospodarcze w przyszłym roku. Pozostajemy sceptyczni, co do dalszego wzrostu cen akcji a obecną siłę rynku należy naszym zdaniem wykorzystać do zmniejszenia zaangażowania w akcje.

### Dane makro wspierały rynki akcji

W marcu dane makro z najważniejszych gospodarek potwierdzają ożywienie, które powoli przenosi się z przemysłu na usługi, co jest istotne szczególnie w przypadku gospodarki amerykańskiej i co oczywiście należy interpretować pozytywnie. Obok nadal utrzymującym się na wysokim poziomie ISM dla przemysłu marzec przyniósł wzrost ISM dla usług do 55,4 (53 w lutym). Również po stronie popytowej, wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board wzrósł ponownie powyżej 50 punktów (52,5). Ożywienie konsumpcji (wzrost wydatków w lutym: +3,4% r/r) nadal odbywa się przy nie rosnących dochodach gospodarstw domowych, blisko 10% (9,7%) stopie bezrobocia oraz nadal spadających cenach nieruchomości. Wzrost wydatków to m.in. efekt od kilku miesięcy spadającej stopy oszczędności, która w lutym wyniosła 3,1% (6,4% w maju 2009). Obecnie wydatki konsumenckie powróciły do poziomu z roku 2005, mniej więcej na podobnym poziomie znajduje się indeks S&P500. Dalszy wzrost konsumpcji prywatnej powinien być efektem poprawy sytuacji na rynku pracy (długotrwały proces), nie wierzymy jednak, żeby gospodarstwa domowe dalej zwiększały zadłużenie, jak miało to miejsce w poprzednim cyklu gospodarczym. Obecnie trwa proces weryfikacji umów kredytowych przez banki, co powinno prowadzić raczej do ograniczania zdolności kredytowej. Należy pamiętać, że w krótkim okresie pozytywnie na rynek pracy oddziałuje czasowy wzrost zatrudnienia przez sektor państwowy (ok. 1 mln osób), związany ze spisem powszechnym (odwrotny efekt za 5-6 tygodni).

### Wydatki konsumenckie w USA na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

Nadal słabe dane płyną z amerykańskiego rynku nieruchomości (teoretycznie branża wczesnocykliczna), gdzie liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych w lutym spadła do 575 tys. a liczba sprzedanych domów na rynku wtórnym obniżyła się do poziomu 5,02 mln a więc z okresu przed wprowadzeniem ulgi na zakup pierwszego domu. Z drugiej strony liczba niesprzedanych domów wzrosła w lutym do 3,59 mln (8,6 miesięcznej sprzedaży) z 3,3 mln w styczniu. W kolejnych miesiącach sytuacja powinna ulec tu poprawie za sprawą kolejnego

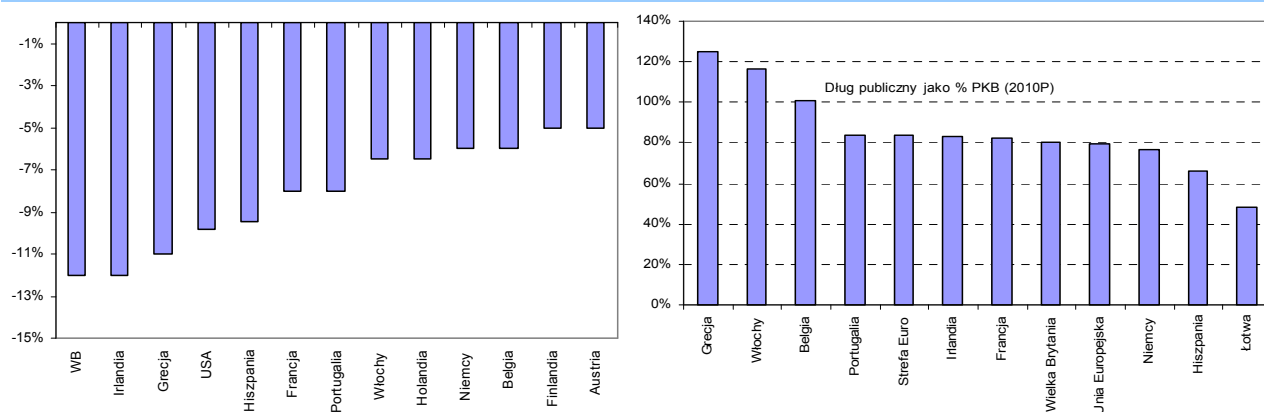
programu ulg podatkowych. Nadal dla tego segmentu gospodarki barierą dla wzrostu cen jest nawias ok. 1 mln lokali (naturalny poziom to ok. 2-2,2 mln domów).

Zgodnie z oczekiwaniami ożywienie gospodarcze w USA jest zdecydowanie szybsze niż w Europie, co jest szczególnie widoczne na przykładzie sprzedaży detalicznej (nadal ujemna dynamika r/r) czy tempa odbudowywania się produkcji przemysłowej (zamówienia w przemyśle +7% r/r, dla bazy porównawczej notującej -34% r/r). Największe europejskie gospodarki, z wartym podkreślenia przykładem Wielkiej Brytanii, borykają się z ogromnymi deficytami budżetowymi, które będą ograniczały tempo wzrostu PKB do najwyżej 2%.

### Deficyty budżetowe barierą szybszego wzrostu w przyszłości

Recesja 2008-2009, gwałtowny wzrost wydatków publicznych w ramach programów stymulacyjnych oraz nadal powolny wzrost PKB w 2010 i 2011 powodują, że większość krajów strefy Euro nie spełnia kryterium deficytu budżetowego (maksymalnie 3%), a z drugiej strony szybko zwiększa zadłużenie w relacji do PKB. W komentarzach pojawia się zwykle opinia, że w latach kryzysowych deficyty mogą być wysokie i będą spłacane w okresie prosperity gospodarczej. Problem naszym zdaniem polega jednak na tym, że poziom zadłużenia jest już na tyle duży a tempo wychodzenia z recesji nadal słabe, co może skutkować tym, że jedynym wyjściem z problemu są drastyczne cięcia wydatków (to uderza jednak w PKB) lub monetyzacja poprzez inflację (wyższe stopy procentowe, wzrost stopy oszczędności). Wcześniej czy później inwestorzy zderzą się z tym problemem. W krótkim okresie rynki finansowe „odstawiły problem na bok”, jednak przypadek Grecji może bardzo szybko zmienić sentyment inwestorów.

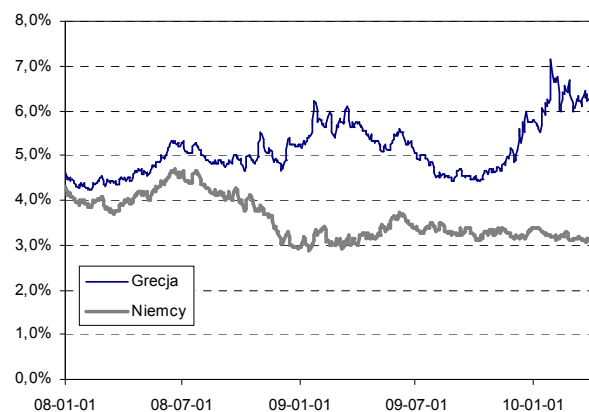
### Deficyt budżetowy / PKB (lewy) oraz dług publiczny / PKB w wybranych krajach



Źródło: Capital Economic, Bloomberg

Wzrost ryzyka związany z zadłużeniem tego kraju oddają ponownie rosnące CDS oraz rozszerzająca się różnica pomiędzy rentownością obligacji greckich i niemieckich. Dalszy wzrost ryzyka greckich papierów dłużnych może prowadzić do masowej ich wyprzedaży i powrotu do scenariusza bankructwa. Obok Grecji problemy dotyczą również Irlandii, która nie tak dawno poinformowała, że musi zasilić system bankowy dodatkową kwotą ok. 30 mld EUR.

### Rentowność obligacji greckich i niemieckich



Źródło: Bloomberg



### **Podaż akcji PZU i Taurona**

W maju i czerwcu powinno dojść do dwóch dużych ofert publicznych, których wartość szacujemy na 14 mld PLN. Naszym zdaniem, podobnie jak w przypadku ofert PGE/PKOBP pod koniec 2009 roku, podaż nowych akcji może negatywnie wpływać na rynek wtórny, szczególnie w przypadku małych i średnich spółek.

Według najnowszych doniesień ze strony Skarbu Państwa, Eureko zapowiedziało, że w ramach oferty publicznej sprzeda nie mniej niż 17% akcji PZU. Z kolei resort skarbu deklaruje, że na rynek trafi z jego portfela do 5% akcji ubezpieczyciela. Przy wycenie spółki na poziomie 30 mld PLN daje to wartość oferty w wysokości co najmniej 6,6 mld PLN. Wartość oferty grupy energetycznej Tauron (akcje sprzedawane przez Skarb Państwa) to ok. 7 mld PLN.

Na koniec marca wartość aktywów OFE wyniosła 192 mld PLN. Przy założeniu, że obie spółki będą miały udział w WIG na poziomie ok. 3,5% każda, indeksowo popyt szacowany ze strony OFE wynosi ok. 4,4-4,5 mld PLN. Taka inwestycja zwiększa zaangażowanie OFE w akcje o 2,3 punktu procentowego – nie oznacza więc, że fundusze zwiększą udział akcji do poziomów zbliżonych do maksymalnego ograniczenia (na koniec lutego zaangażowanie wyniosło 30,6%). Szacowany indeksowo popyt ze strony TFI oceniamy na ok. 2,5 mld PLN. Łącznie krajowe instytucje mogłyby objąć ok. 1/2 wartości obu ofert. Przy założeniu, że w transzy detalicznej sprzedawanych jest 15% pakietu, szacowany popyt ze strony inwestorów zagranicznych powinien wynieść 4,9 mld PLN. Przy wspomnianych założeniach wartość pakietu PZU sprzedawanego przez Eureko to 5,1 mld PLN. Zakładając, że Eureko zamieni uzyskane ze sprzedaży ubezpieczyciela PLN na EUR, wpływ wymienionych prywatyzacji na rynek walutowy powinno być neutralne.

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

## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna

W lutym dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,1% r/r z 2,5% r/r zanotowanych w styczniu. Negatywny wydzźwięk danej zwiększa również fakt braku różnicy w liczbie dni roboczych w ujęciu rocznym. Podobnie jak w styczniu, obniżenie dynamiki sprzedaży w wielu kategoriach tłumaczyć można skrajnie niekorzystnymi warunkami pogodowymi, które poprzez ograniczenie mobilności obywateli spowodowały choćby ograniczenie zakupów w supermarketach. Tezę tę potwierdzałyby znaczne spadki w kategoriach takich jak meble, AGD, RTV (spadek z -5,7 do -15,7% r/r), żywność (spadek z -3,3 do -4,9% r/r). Na spadku agregatu zaważyła również bardzo niska dynamika w kategorii pojazdy mechaniczne (spadek o 12,8% r/r). Tzw. Anecdotal evidence wskazuje, że poprawa warunków pogodowych pod koniec lutego przyczyniła się do większej sprzedaży w supermarketach, co powinno przekładać się na „unormowanie” sprzedaży w marcu. Co do dłuższej perspektywy nadal oczekujemy, że sprzedaż detaliczna będzie wykazywała trend wzrostowy. Wśród czynników fundamentalnych na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (uwagę skupiamy tu na danych o zatrudnieniu z uwagi na lepsze odzwierciedlenie dynamiki obecnych procesów gospodarczych i brak wpływu czynników instytucjonalnych, takich jak zmiany wysokości zasiłku dla bezrobotnych). Oceniamy, że efekt ten – przekładający się na zaufanie konsumentów (kolejny wzrost indeksu wyprzedzającego GUS) – będzie silniejszy niż spowolnienie dynamiki funduszu płac (które zresztą jest o wiele bardziej łagodne niż w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego). Na umocnienie oczekiwań (i nastrojów konsumenckich) powinno także wpływać ożywienie obserwowane w poszczególnych sekcjach gospodarki (potwierdzone przez przedstawicieli GUS): przemysłu, transporcie, łączności, a także odrabianie zaległości produkcyjnych w budownictwie (większość firm spodziewa się, że zaległości produkcyjne zostaną odrobione w ciągu 1-3 miesięcy).

### Produkcja przemysłowa

W lutym roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 9,2% z 8,5% zanotowanych w styczniu, co jest wynikiem zbliżonym do naszych prognoz. Wzrost dynamiki to jednak w dużym stopniu efekt wyższej liczby dni roboczych w porównaniu z lutym 2009. W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu wzrost produkcji oszacowano na 0,9%, co oznacza osłabienie momentum względem stycznia (dynamika miesięczna 2,5%). Ten czynnik w połączeniu z wysoką bazą z lutego 2009 (wtedy to nastąpiło dość silne odreagowanie po okresie najsilniejszego spadku koniunktury) przełożył się na spadek odsezonowanej dynamiki rocznej w lutym 2010 z 11,1% do 9,5%. Podobnie jak w styczniu wzrosty produkcji zanotowano w 22 z 34 sekcji przemysłu. Wskaźnik roczny wywindowany został przede wszystkim przez produkcję samochodów 26,9% r/r, metali 36,1% r/r i elektroniki – wzrost powyżej 57% r/r. Struktura wzrostu produkcji pokazuje, że polski przemysł z miesiąca na miesiąc podlega coraz większym wpływomżywienia w gospodarce strefy Euro w tym gospodarce niemieckiej. Tendencja ta ma szanse utrzymać się w kolejnych miesiącach, co już teraz sugerują bardzo dobre dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle (dynamika +4,2% m/m). O ile warunki pogodowe nie miały decydującego wpływu na wyniki przemysłu w lutym, prawdopodobnie arktyczne mrozy odcisnęły się negatywnie na dynamice budownictwa (-24,6% r/r). Spadki w budownictwie sugerują, że w I kw. inwestycje prywatne mogą ponownie znaleźć się „pod kreską”. Właśnie ten czynnik pogodowy, oddziałujący również w stronę niższej sprzedaży detalicznej, obniżyć może roczną dynamikę PKB poniżej 3%. Dane za pierwszy kwartał nie powinny jednak być traktowane jako zwiastun wchodzenia gosp. polskiej w nowe spowolnienie, lecz jako efekt oddziaływanie czynników jednorazowych. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu obniżyły się o 0,1% w stosunku do stycznia; w ujęciu rocznym nastąpił spadek cen o 2,4%. Znaczna obniżka w ujęciu rocznym to przede wszystkim efekt bazowy: nieantycypowane zmiany kursu walutowego i znaczne podwyżki cen kontrolowanych w tym roku po prostu nie wystąpiły. Ceny w przetwórstwie przemysłowym obniżyły się o 0,2% w ujęciu miesięcznym, niewiele większa obniżka nastąpiła w tej kategorii po wyłączeniu dóbr związanych z energią (-0,3%). Ceny w przetwórstwie po wyłączeniu energii spadają już 4 miesiąc z rzędu, zaznaczając tym samym coraz silniejsze tendencje deflacyjne (w ujęciu rocznym statystyczna deflacja trwa w najlepsze, a ceny w przetwórstwie bez energii spadają już o 5,3%).

### Rynek pracy

W lutym dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 2,9% r/r z 0,5% r/r zanotowanych w styczniu (konsensus prognoz wynosił 2,6%). Wzrost dynamiki płac to przede wszystkim efekt wyczyszczenia nadzwyczajnych efektów zaburzających roczną dynamikę płac w grudniu i styczniu (przede wszystkim powszechny na przełomie 2008/2009 proceder przenoszenia – ze względów podatkowych – wypłaty grudniowej pensji na styczeń). Dane potwierdzają, że na polskim rynku pracy nie pojawiają się zjawiska deflacyjne. Oczekujemy, że kolejne miesiące mogą wskazywać na systematyczny wzrost przeciętnej płacy, co byłoby

spójne ze stabilizacją zatrudnienia w polskiej gospodarce. W całym 2010 oczekujemy wzrostu płac o 4-5%. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w lutym o 1,1% w ujęciu rocznym (konsensus i nasza prognoza -1,0%). Nieco gorzej wygląda sytuacja z perspektywy miesięcznej (spadek zatrudnienia o 8 tys. w ujęciu miesięcznym, czyli 0,2%). Biorąc pod uwagę, że poprzedni odczyt był jednorazowo zakłócony w górę (bez tego dynamika zatrudnienia utrzymała by się na poziomie 0+), lutowe dane należy uznać za nieco gorsze. Różnica jednak nie jest duża biorąc pod uwagę sytuację w handlu detalicznym i budownictwie (w obydwu przypadkach warunki pogodowe); niewykluczone, że część przedsiębiorstw mogła zdecydować się na likwidację niektórych, niechcianych etatów (a więc dalsza racjonalizacja zatrudnienia – nie jest to nietypowe we wczesnej fazie ożywienia). Pozostajemy optymistami odnośnie sytuacji na rynku pracy w najbliższych miesiącach. Wskaźniki koniunktury pną się w górę, co przy rosnącym wykorzystaniu mocy wytwórczych powinno wkrótce prowadzić do wzrostów zatrudnienia (niewykluczone, że już w maju dynamika roczna wyjdzie na plus); tymczasem pozostajemy w obszarze zmienności miesięcznej 0+ a przyczyny spadku zatrudnienia (czy sezonowe) będziemy weryfikować dopiero na podstawie szczegółowych danych (Biuletyn Statystyczny).

### Deficyt na C/A

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w styczniu 710 mln EUR wobec 1034 mln EUR. Doszło więc do zawężenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, jednak w nieco mniejszej skali od naszych oczekiwań (-423 mln EUR). Warto zwrócić uwagę, że tym razem dane o bilansie płatniczym nie zostały poddane rewizjom – może to sugerować, że nowa metodologia przygotowania danych przez NBP okazała się bardzo owocna; z mocniejszymi stwierdzeniami poczekamy do danych kwartalnych. Główną rolę w zawężeniu deficytu odegrało saldo obrotów towarowych, które zwiększyło się do -171 mln EUR z -711 mln EUR w grudniu. Eksport towarów zwiększył się o 12,3% a import o 7,6%. Zmniejszenie ujemnego salda obrotów towarowych przy zawężeniu różnicy w dynamikach importu i eksportu to przede wszystkim wynik silniejszego efektu bazowego na imporcie. Odnośnie pozostałych sald, dodatnie pozostało saldo usług (+273 mln EUR), na dość wysokim ujemnym poziomie utrzymało się saldo dochodów (-855 mln EUR) jako wynik relatywnie wysokich płatności odsetkowych od polskiego długu (szacujemy je na 300-400 mln EUR) oraz mała nadwyżka na transferach bieżących (+43 mln EUR) odnotowana w wyniku płatności wysokiej składki do UE (z najnowszych informacji publikowanych przez MF wynika, że sytuacja może powtórzyć się w lutym). Szczególnym zaskoczeniem okazały się dla nas dane o eksporcie i imporcie; nie zachowały się one ani zgodnie ze własnościami tych szeregów czasowych przejawianych w ostatnim czasie, ani nie powtórzyły się relacje odnotowane w grudniu ze zmiennymi makro. Z uwagi na bieżącą słabość konsumpcji indywidualnej oczekujemy, że na razie saldo obrotów towarowych nie powinno się znacznie powiększać. Druga połowa roku powinna już stanąć pod znakiem rosnącego deficytu, co jest typowym zjawiskiem w fazie wczesnego ożywienia gospodarczego i przy znacznym imporcie względem eksportu. Tendencje obserwowane na bilansie handlowym będą główną determinantą zachowania rachunku bieżącego. Spodziewamy się, że relacja deficytu na rachunku bieżącym do PKB wyniesie w 2010 roku -2,3%, choć niewykluczone, że realizacja ścieżki wyższego tempa wzrostu PKB spowoduje rewizję tej wielkości w dół.

### Inflacja

W lutym roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 2,9% z 3,5% (po rewizji) zanotowanych w styczniu. Na obniżeniu lutowego i styczniowego wskaźnika zaważyły 1) Zmiana koszyka wag (przede wszystkim obniżenie udziału transportu w koszyku, kategorii, której ceny wykazały najwyższy wzrost w ujęciu rocznym). 2) Efekt bazowy z 2009 roku, kiedy to doszło do gwałtownego osłabienia złotego oraz rozległych podwyżek cen kontrolowanych. 3) Dodatkowo w lutym zanotowano jedynie umiarkowany wzrost cen żywności i paliw (+0,3% m/m). Wzrost cen energii był dwukrotnie niższy niż w lutym 2009 i wyniósł 1,3% m/m. Umiarkowane wzrosty zanotowano w bazowej części koszyka (jedyny wyjątek to znaczne, jednorazowe podwyżki niektórych taryf w transporcie), co świadczy o raczej neutralnym momentum procesów inflacyjnych w Polsce. Roczny wskaźnik inflacji bazowej szacujemy na poziomie 2,3-2,4%, wobec 2,6% zanotowanych na koniec 2009 roku. Spodziewamy się dalszego systematycznego spadku inflacji wynikającego głównie z efektów bazowych (momentum procesów inflacyjnych pozostanie jednak raczej neutralne). Inflacja za marzec według naszych szacunków powinna obniżyć się do poziomu 2,4-2,5% r/r. W połowie roku powinniśmy zobaczyć roczną stopę inflacji na pozimowych grubo poniżej 2%. Systematyczne spadki inflacji naszym zdaniem będą ciągle wpływały na oczekiwania co do nagłości zacieśnienia monetarnego w Polsce i będą wspierały polskie obligacje (straty z początku miesiąca w szczególności odrabiać powinien krótki koniec). Uważamy, że podwyżki stóp zmierzają się dopiero pod koniec 2010, kiedy to obserwować będziemy systematyczny, choć umiarkowany wzrost CPI, a RPP upewni się co do swojej diagnozy dla sfery realnej gospodarki. Przeciwnym szybszym podwyżkom prawdopodobnie przemawia również obawa części RPP przed szybkim i nadmiernym umocnieniem złotego. Podkreślamy jednak, że odkładanie zaostrzenia monetarnego prawdopodobnie skutkować będzie jego nieco większą skalą.



### **Wykonanie budżetu po lutym**

Deficyt budżetowy po lutym wzrósł do 16,7 mld zł, czyli 32,1% zaplanowanej na cały rok wielkości. Po lutym dochody budżetu wyniosły 38,3 mld zł i były niższe o prawie 8 mld zł w porównaniu z analogicznym okresem roku 2009. Nieco lepsze okazały się dochody z podatku od osób prawnych (2,2 mld zł wobec 1,8 mld zł w 2009) na podobnym poziomie ukształtowały się dochody z podatku od osób fizycznych (5,3 mld zł vs. 5,4 mld zł w 2009). Rozczarowały przede wszystkim podatki pośrednie w tym wpływy z podatku VAT, których skumulowana wysokość po dwóch miesiącach była niemal taka sama jak w analogicznym okresie 2009, w samym lutym 2010 wpływy z VAT były jednak o ponad 3% niższe niż w lutym 2009. Na niższych wpływach z VAT zaważyła prawdopodobnie niższa ogólna aktywność ekonomiczna Polaków wynikająca po dużej części z arktycznych warunków pogodowych (dane o VAT sugerują również niskie dynamiki sprzedaży detalicznej i konsumpcji w I kw. 2010).



**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu	P/E	2010
AB	Trzymaj	18,80	18,85	2010-03-18	17,50		11,0
ACTION	Trzymaj	18,49	22,00	2010-04-07	22,00		14,1
AGORA	Trzymaj	24,20	26,95	2010-02-24	23,85		23,1
ASBIS	Redukuj	4,61	5,00	2010-03-29	5,08		
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	59,00	2010-04-06	57,60		12,5
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	60,80	2010-02-12	50,00		16,7
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	99,10	2010-03-29	96,60		13,7
BZWBK	Trzymaj	204,50	216,50	2010-04-07	216,50		15,9
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	15,10	13,14	2010-04-07	13,14		14,0
CERSANIT	Redukuj	13,63	16,00	2010-04-01	16,03		17,8
CEZ	Trzymaj	140,30	136,10	2010-03-03	133,90		10,3
CIECH	Akumuluj	39,20	34,90	2010-03-17	33,40		13,7
COMARCH	Redukuj	93,10	107,00	2010-02-15	102,90		21,7
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	15,76	2010-03-25	15,79		13,9
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,10	53,95	2010-03-05	51,00		48,5
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	181,00	2010-03-12	171,00		17,6
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	76,00	2010-03-09	77,50		14,9
ENEA	Akumuluj	21,62	19,00	2010-03-30	18,91		12,8
ERBUD	Trzymaj	54,60	51,30	2010-03-11	53,30		12,6
EUROCASH	Trzymaj	18,60	19,29	2010-03-09	17,60		20,7
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,64	2010-03-08	2,60		17,9
GETIN	Redukuj	10,30	11,37	2010-04-07	11,37		14,9
GTC	Redukuj	21,80	24,95	2010-04-07	24,95		17,7
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	83,90	2010-04-07	83,90		17,3
ING BSK	Trzymaj	749,00	766,00	2010-04-07	766,00		14,7
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	14,00	15,80	2010-04-07	15,80		3,5
KĘTY	Trzymaj	120,36	116,50	2010-02-24	115,00		12,2
KGHM	Redukuj	90,40	110,60	2009-12-01	107,80		9,7
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,20	2009-12-08	11,39		11,1
KOPEX	Trzymaj	21,65	22,50	2010-04-07	22,50		15,3
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	14,60	2010-04-07	14,60		30,8
LOTOS	Redukuj	26,50	31,40	2010-04-07	31,40		10,4
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00		11,4
MILLENNIUM	Trzymaj	4,38	4,45	2010-04-07	4,45		21,2
MONDI	Trzymaj	56,00	73,85	2009-09-03	51,00		16,8
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	78,20	77,00	2010-04-07	77,00		14,4
NETIA	Trzymaj	4,30	5,17	2009-11-06	4,36		53,8
PBG	Sprzedaj	173,20	216,00	2010-04-07	216,00		15,2
PEKAO	Trzymaj	175,70	173,00	2010-03-05	165,50		17,1
PGE	Kupuj	27,90	23,30	2010-03-30	23,00		12,8
PGNiG	Kupuj	4,32	3,70	2010-03-24	3,70		10,8
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	39,40	2010-04-07	39,40		10,9
PKO BP	Trzymaj	40,10	42,50	2010-03-17	39,07		17,1
POLICE	Redukuj	5,50	6,76	2010-02-24	6,29		
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	5,16	5,24	2010-04-07	5,24		15,4
POLNORD	Kupuj	46,80	37,99	2009-12-15	31,77		217,6
RAFAKO	Trzymaj	13,50	14,48	2010-03-12	13,55		19,2
SYGNITY	Kupuj	18,20	14,29	2010-03-02	12,57		
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,50	2009-10-30	17,58		22,9
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	4,16	4,61	2010-03-30	4,58		17,6
TVN	Trzymaj	16,00	18,25	2010-02-22	15,30		21,8
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	78,75	2010-01-06	84,50		16,6
UNIBEP	Redukuj	7,52	9,00	2010-04-07	9,00		16,2
WSiP	Trzymaj	17,20	16,86	2009-09-03	16,61		13,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	78,30	2010-01-06	80,90		18,1

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Poprzednia rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Data wydania</b>
AB	Trzymaj	Kupuj	18,80	2010-03-18
ASBIS	Redukuj	Trzymaj	4,61	2010-03-29
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	72,10	2010-04-06
BUDIMEX	Sprzedaj	Akumuluj	85,10	2010-03-29
CERSANIT	Redukuj		13,63	2010-04-01
CIECH	Akumuluj	Trzymaj	39,20	2010-03-17
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	Trzymaj	16,60	2010-03-25
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	Trzymaj	81,60	2010-03-09
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Trzymaj	169,20	2010-03-12
ENEA	Akumuluj	Akumuluj	21,62	2010-03-30
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	54,60	2010-03-11
EUROCASH	Trzymaj	Trzymaj	18,60	2010-03-09
FAMUR	Sprzedaj	Sprzedaj	2,16	2010-03-08
GETIN	Trzymaj	Trzymaj	10,30	2010-03-10
HANDLOWY	Kupuj	Kupuj	90,90	2010-03-19
KOPEX	Redukuj	Redukuj	21,65	2010-03-08
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Kupuj	78,20	2010-03-12
PGE	Kupuj	Kupuj	27,90	2010-03-30
PGNiG	Kupuj	Kupuj	4,32	2010-03-24
PKN ORLEN	Akumuluj	Akumuluj	40,20	2010-03-08
PKO BP	Trzymaj	Trzymaj	40,10	2010-03-17
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	5,16	2010-03-12
RAFAKO	Trzymaj	Akumuluj	13,50	2010-03-12
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	Trzymaj	4,16	2010-03-30

### Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Action	Trzymaj	Akumuluj	18,49	2010-04-07
BZWBK	Trzymaj	Akumuluj	204,50	2010-04-07
Centrum Klima	Akumuluj	Kupuj	15,10	2010-04-07
Getin	Redukuj	Trzymaj	10,30	2010-04-07
GTC	Redukuj	Trzymaj	21,80	2010-04-07
Handlowy	Akumuluj	Kupuj	90,90	2010-04-07
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	749,00	2010-04-07
J.W. Construction	Trzymaj	Kupuj	14,00	2010-04-07
Kopex	Trzymaj	Redukuj	21,65	2010-04-07
Kredyt Bank	Trzymaj	Akumuluj	15,30	2010-04-07
Lotos	Redukuj	Trzymaj	26,50	2010-04-07
Millennium	Trzymaj	Akumuluj	4,38	2010-04-07
Mostostal Warszawa	Trzymaj	Akumuluj	78,20	2010-04-07
PBG	Sprzedaj	Redukuj	173,20	2010-04-07
PKN Orlen	Trzymaj	Akumuluj	40,20	2010-04-07
Polimex Mostostal	Trzymaj	Akumuluj	5,16	2010-04-07
Unibep	Redukuj	Akumuluj	7,52	2010-04-07

### Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	3	10	31	5	5	0	2	12	1	4
procent	5,6%	18,5%	57,4%	9,3%	9,3%	0,0%	10,5%	63,2%	5,3%	21,1%

## Banki

### Wskaźnik Pengab wzrósł w marcu. "Najgorszy okres banki mają za sobą"

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w marcu w stosunku do ostatniego lutowego pomiaru o 3 pkt i wyniósł 32,1 pkt. Z badania Pantora wynika, że wskaźnik prognoz wzrósł o 3,5 pkt, natomiast wskaźnik ocen wzrósł o 2,6 pkt. Zdaniem prezesa Pantora Eugeniusza Śmiłowskiego marcowy wzrost wskaźnika koniunktury jest "przyzwoity", a wynik powyżej 30 pkt oznacza, że sektor jest w okresie dobrej koniunktury i banki najgorsze z pewnością mają już za sobą. Zaznaczył, że następne miesiące, podobnie jak marzec, też będą dobre dla sektora bankowego. Śmiłowski zwrócił uwagę, że spodziewane jest jednak zaostrzenie polityki kredytowej banków, które może być dość dotkliwe dla sporej części klientów banków. Dodał, że banki zaostrzyły już warunki przyznawania kredytów, a dodatkowo KNF mobilizuje je wprowadzoną niedawno tzw. rekomendacją T. Zgadza się ze stwierdzeniem, że banki najgorsze mają już za sobą. Oczekujemy stopniowego spadku odpisów w tym roku i mocniejszego spadku w roku kolejnym. Jednak jesteśmy dopiero na początku procesu poprawy koniunktury i nie można wykluczyć negatywnych niespodzianek po drodze.

### Kredyty w sektorze

Luty przyniósł kolejny miesiąc spadającej dynamiki przyrostu kredytów. Kredyty ogółem przyrosły zaledwie 3% R/R (po wzroście o 5% w styczniu), na co złożył się przyrost kredytów gospodarstw domowych o 5,3% R/R (po wzroście o 8,4% w styczniu), spadek o 6,9% kredytów dla przedsiębiorstw (po spadku o 5,2% w styczniu) oraz wzrost portfela pozostałych segmentów o 36,4% R/R (po wzroście o 36,1% w styczniu). Duży wpływ na roczną dynamikę przyrostu wolumenów ma kurs walutowy. Porównując kursy walutowe na koniec miesiący ubiegłego roku (rewaluacja wolumenów opiera się na kursach walutowych z końca miesiąca), na koniec lutego złotówka była najslabsza (CHF/PLN na poziomie 3,1). Widzimy jednak również słabnące tempo wzrostu wolumenów kredytów w stałym kursie walutowym (szacujemy wzrost kredytów ogółem w stałym kursie walutowym na około 7 – 8% R/R). W przypadku gospodarstw domowych efekt ten jest najbardziej widoczny, gdyż to w tym segmencie skupia się 73% kredytów walutowych sektora (kredyty hipoteczne). Nasze szacunki wzrostu w stałym kursie walutowym wskazują na przyrost kredytów gospodarstw domowych rzędu 10 – 11%, jednak podobnie jak w całym sektorze widzimy, że tempo wzrostu słabnie kolejny miesiąc z rzędu. Jednocześnie umocnienie złotówki napędza spadki portfela przedsiębiorstw, gdyż nasze szacunki wskazują, że w stałym kursie walutowym spadł on o 3 – 4% R/R. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu wolumenów w sektorze o 7 – 8% w 2010 roku. Nasze założenia uwzględniają efekt umocnienia złotówki w relacji do końca 2009 roku (CHF/PLN na poziomie 2,766). Oznacza to, że w stałym kursie walutowym oczekiwane są większe wzrosty.

### Kredyt na nieruchomości dla gospodarstw domowych

Portfel kredytów na nieruchomości dla gospodarstw domowych sięgnął 222,4 mld PLN na koniec lutego i wzrósł 2,3% R/R, po wzroście o 7% w styczniu. Portfel kredytów złotówkowych wzrósł o 29,4% R/R, podczas gdy portfel kredytów walutowych spadł o 9% R/R. Decydujący wpływ na tempo wzrostu ma kurs walutowy. W ciągu roku złotówka umocniła się względem franka szwajcarskiego o ponad 13%. Nasze szacunki wzrostu portfela kredytów po wyłączeniu zmian kursu walutowego wskazują na wzrost portfela ogółem o ok. 13%, czyli zbliżony do tempa przyrostu w grudniu 2009 roku, gdy porównania R/R nie są istotnie zaburzone wahaniami kursów walutowych (na koniec grudnia kurs CHF/PLN wynosił 2,77, podczas gdy na koniec grudnia 2008 2,80). W samym lutym portfel kredytów na nieruchomości spadł o ponad 0,9 mld PLN, na co złożył się wzrost kredytów złotówkowych o prawie 1,3 mld PLN i spadek portfela kredytów walutowych o 2,2 mld PLN. Wyłączając efekt umocnienia złotówki w lutym, wzrost portfela szacujemy na niespełna 1,7 mld PLN, podobny wzrost portfela odnotowano w styczniu br. Wolumen przyrostu portfela kredytów na nieruchomości jest niższy niż w 2H'09, co wskazuje na niższe wolumeny nowej sprzedaży.

### Kredyty hipoteczne: 45 – 50 mld PLN nowej sprzedaży w 2010 roku – ZBP

ZBP szacuje, że wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w tym roku wyniesie 45 - 50 mld PLN. ZBP spodziewa się w 2010 roku spadku kredytowych, co z kolei powinno wpłynąć na zwiększenie dostępności kredytów. Związek ocenia, że marże mogą ustabilizować się na średnim poziomie 200 - 250 pb. ZBP podał, że w 4Q09 banki udzieliły 52,8 tys. sztuk kredytów mieszkaniowych na kwotę 10,8 mld PLN (10,9 mld PLN w 3Q09). W całym 2009 roku udzielono 38,6 mld PLN kredytów mieszkaniowych (57,1 mld PLN w 2008 roku). Portfel tych kredytów sięgnął 214 mld PLN na koniec 2009, a liczba czynnych umów wyniosła 1,37 mln. Średnia wartość kredytu mieszkaniowego to 203 tys. PLN, przy czym wartość kredytów walutowych sięgała aż 371 tys. PLN, podczas gdy złotowych 185 tys. PLN. Obserwuje się wzrost udziału w sprzedaży kredytów denominowanych w EUR: 14% w 4Q09, 11,5% w 3Q09, 4,9% w 2Q09. W tym czasie udział kredytów w CHF spadł do 8,1% w 4Q09, z 11,3% w 3Q09 i 24,3% w 2Q09. W całym 2009 roku 72,8% kredytów udzielono w PLN, 17,2% w CHF, a 9,2% w EUR. Klienci najczęściej zaciągają kredyty przy LTV w przedziale 50 – 80%. W 2009 roku tylko

25% kredytów miało LTV wyższe niż 80%. Jednak w ostatnim kwartale wzrósł udział tego typu kredytów, co może świadczyć o stopniowej liberalizacji polityki kredytowej banków. Sprzedaż skupia się w największych miastach (80% wartości), przy czym Warszawa generuje 30% sprzedaży. Zapowiedzi sprzedaży w 2010 roku zgodne z naszymi oczekiwaniami (45 – 48 mld PLN). Uważamy, że sprzedaż kredytów walutowych nie przekroczy 30% w 2010 roku. W kolejnych latach może być jednak coraz wyższa, szczególnie w EUR, gdzie banki mają szerszy wachlarz możliwości pozyskania finansowania. Wysoka średnia wartość kredytów walutowych wynika z bardzo selektywnego podejścia banków do udzielania tego rodzaju kredytów w ostatnim czasie. Oferta ta została zarezerwowana dla najbardziej zamożnych klientów, którzy jednocześnie mają wyższą zdolność kredytową.

### **Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2009**

*Puls Biznesu* podaje, że w ub.r. sprzedano 35 mld PLN kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych. Najwięcej sprzedał PKO BP (10,5 mld PLN). Za nim był Getin Noble Bank (łącznie sprzedaż obu banków sięgnęła 4,9 mld PLN). Trzeci był Deutsche Bank PBC (3,7 mld PLN), czwarty Nordea Bank (3,1 mld PLN). Za nimi były: Pekao, ING BSK, BZ WBK, Kredyt Bank i MultiBank. Wg gazety dane za 1Q'10 wskazują, że sprzedaż może spaść nawet o 25% Q/Q. Przedstawiciele sektora wskazują efekt sezonowości, jako główną przyczynę. Ich zdaniem nie należy również liczyć na istotny spadek cen kredytów z obecnych poziomów w obecnej chwili. Dane podane niedawno przez ZBP wskazywały na wyższą sprzedaż kredytów hipotecznych (38,6 mld PLN). Nie wiemy skąd wynika różnica (być może z uwzględnienia przez ZBP szerszej grupy klientów).

### **Należności nieregularne**

Wskaźnik należności nieregularne/należności ogółem wzrósł do poziomu 7,9% na koniec lutego (7,7% na koniec stycznia br.). Wskaźnik dla segmentu gospodarstw domowych wzrósł do 5,9% (5,7% na koniec stycznia), a dla przedsiębiorstw do poziomu 11,8% (11,7% na koniec stycznia). Portfel kredytów nieregularnych wzrósł kolejny miesiąc z rzędu. W lutym wzrósł wyniósł 1,1 mld PLN, z czego 0,87 mld PLN przypadło na gospodarstwa domowe, a 0,22 mld PLN na przedsiębiorstwa. Zgodnie z oczekiwaniami w 1H'10 to gospodarstwa domowe są motorem napędowym tworzących się kredytów nieregularnych. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu wskaźnika kredytów nieregularnych do poziomu 9% na koniec 2010 roku, przy wskaźniku dla gospodarstw domowych na poziomie 6,6%, a przedsiębiorstw do 12,8%. Uważamy, że przejściowo (koniec 1H'10) wskaźnik dla gospodarstw domowych może być nawet wyższy niż nasza prognoza na koniec roku. Będzie to wynikało z szybkiego przyrostu wolumenu należności nieregularnych (pogorszenie się jakości w tym obszarze skupi się w pierwszej połowie roku), powoli budującego się portfela kredytów ogółem i wpływu na niego umacniającej się złotówki.

### **Depozyty w sektorze**

Po stronie depozytów, podobnie jak w przypadku portfela kredytów, również widzimy hamowanie tempa wzrostu. Portfel depozytów ogółem wzrósł o 6,3% R/R (po wzroście o 7% w styczniu), na co złożył się przyrost depozytów gospodarstw domowych o 10,9% R/R (po wzroście o 12,5% w styczniu), wzrost depozytów przedsiębiorstw o 7,3% R/R (po wzroście o 6% w styczniu) oraz spadek depozytów pozostałych segmentów o 12,7% R/R (po spadku o 12,1% w styczniu). Waluta nie ma tak dużego przełożenia na tempo wzrostu depozytów jak w przypadku kredytów, gdyż walutowe oszczędności stanowią 9% depozytów ogółem. W relacji do końca 2009 roku depozyty spadły nieznacznie (-0,4% YTD, 2,5 mld PLN). Głównym czynnikiem był spadek depozytów przedsiębiorstw (6,8% YTD, 11,4 mld PLN), na co wpływ ma m.in. wysoka baza odniesienia z końca ub.r. (wzrost w ostatnim miesiącu ub.r. o 10,6 mld PLN). Gospodarstwa domowe zwiększyły oszczędności o 2,2% YTD (8,5 mld PLN). Jest to jednak tempo wzrostu i poziom przyrostu zdecydowanie niższe niż w poprzednich dwóch latach (wzrosty po 18 – 19 mld PLN). Naszym zdaniem tempo przyrostu depozytów gospodarstw domowych będzie zwalniać wraz z rosnącą bazą odniesienia. Oczekujemy wzrostu poziomu oszczędności gospodarstw domowych o około 20 mld PLN, podczas gdy w ub.r. wzrosły one o ok. 38 mld PLN (m.in. na skutek relokacji oszczędności na depozyty). Uważamy, że tempo przyrostu oszczędności w przedsiębiorstwach będzie rosło, zarówno ze względu na malejącą bazę odniesienia, jak i poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw. Uważamy, że niski poziom wykorzystania mocy produkcyjnych nie będzie powodował wykorzystania środków na inwestycje.

### **Wprowadzenie rekomendacji T może kosztować 3 mld PLN?**

Z raportu „Ocena skutków ekonomicznych rekomendacji T”, przygotowanym przez Konferencję Przedsiębiorstw Finansowych wynika, że przyjęte zalecenia KNF najmocniej uderzą w rynek kredytów gotówkowych i kart kredytowych. Z raportu wynika również, że koszty przewyższają korzyści wynikające z poprawy jakości portfela kredytowego. Jakość portfela została podniesiona jako jedna z korzyści, jednak dotyczyć to będzie tylko kredytów gotówkowych, dla których zmniejszenie strat z tytułu niespłaconych kredytów może sięgnąć ok. 900 mln PLN rocznie. Raport mówi o kosztach rzędu 3 mld PLN, z czego 1 mld PLN to koszty, które będą musiały ponieść banki. Te z kolei mogą zostać przerzucone na koszt kredytu. Pozostałe 2 mld

PLN to tzw. koszty wykluczenia. Jednocześnie raport zaznacza, że skutki rekomendacji nie będą tak negatywne, jak ocenia to ZBP, który mówi, że wartość udzielanych kredytów spadnie o ok. 2 mld PLN w przypadku hipotek i 7 mld PLN w przypadku pożyczek konsumenckich. Regulacje wchodzą w życie po tym jak banki same zdecydowały się mocno podnieść wymogi kredytowe i ograniczyć sprzedaż kredytów. W takiej sytuacji rekomendacja T może się okazać nadmiernie restrykcyjna i nie będzie pełnił roli stabilizatora rynku, a pogłębi to drastyczne ograniczenie podaży kredytów z lat 2008 i 2009. Na pewno każda kolejna regulacja zmniejsza swobodę prowadzenia działalności. Nie wiemy na jakiej podstawie wyliczono koszty i przychody z tytułu wprowadzenia w życie Rekomendacji T. Zgadza się z tezą, że dodatkowe wymogi w kwestii kontroli kredytobiorców i procesu kredytowego mogą stać za wyższymi cenami kredytów.

### **Konsekwencje wprowadzenia Rekomendacji T**

Wg firmy doradczej Deloitte nawet 3 mln osób o najniższych zarobkach może stracić dostęp do kredytów gotówkowych w związku z wprowadzeniem Rekomendacji T. Zgodnie z niedawno przyjętym zaleceniem nadzoru finansowego koszty obsługi rat nie będą mogły przekraczać 50% dochodów klienta lub 65% (przy wyższych zarobkach). W związku z koniecznością weryfikacji historii kredytowej potencjalnego kredytobiorcy z ofert banków znikną tzw. kredyty „na dowód”. Procesy udzielania kredytów ratalnych i gotówkowych staną się droższe i bardziej skomplikowane zarówno dla banków i klientów. Przykład Wielkiej Brytanii pokazuje, że po wprowadzeniu podobnych regulacji, 37% popytu na kredyty przeszło z banków do instytucji parabankowych, które w Polsce nie podlegają nadzorowi. Wprowadzenie nowych regulacji będzie kosztowne dla banków. Wydatki będą zależne od stopnia zaawansowania procesów zarządzania ryzykiem. Dla średniej wielkości banku, który stosował proste metody, a zdecyduje się na wdrożenie nowego systemu wspomagającego obsługę wniosków kredytowych, może wynieść 10 mln PLN. Negatywna informacja dla sektora, jednak dopóki nie zobaczymy jak banki prowadzą działalność w nowych warunkach trudno mówić o rzeczywistych skutkach rekomendacji.

### **Wolumen sprzedaży kredytów samochodowych**

W 2009 roku udzielono 4,94 mld PLN kredytów samochodowych, o 15,7% mniej niż w 2008 roku. Około połowa z tej kwoty została przeznaczona na zakup nowych aut. Za ponad połowę wartości sprzedaży odpowiadają Getin Bank oraz Santander Consumer Bank. Dane o skali sprzedaży nowych aut w skali sektora, rzadko są podawane, więc jest to ciekawa informacja. Fakt, że wolumen sprzedaży spada nie dziwi, a skala spadku jest znacznie niższa niż skala spadku sprzedaży kredytów hipotecznych (o 32%).

### **KNF popiera propozycje z Bazylei**

KNF popiera propozycje nowych regulacji przedstawione przez Bazylejski Komitet Nadzoru Finansowego. Komitet do 16 kwietnia czeka na uwagi ze strony nadzorów. Wątpliwości budzi jedynie propozycja liczenia płynności na poziomie całej grupy. Poruszaliśmy temat propozycji nowych regulacji w raporcie o bankach z 19 stycznia. Intuicyjnie uważamy, że będzie miało to niewielki wpływ na polski sektor bankowy, podczas gdy w innych krajach może to spowodować potrzebę sięgania po dodatkowe kapitały. Do końca br. mają zostać przygotowane ostateczne regulacje, a zmiany miałyby zacząć obowiązywać od końca 2012 roku. Nie wiemy na ile pewny jest ten harmonogram, jednak jeśli będzie on realizowany już w przyszłym roku to istotne będzie, który z banków ma niewystarczające kapitały.

### **Na lokatach znów można zarobić 5-6% rocznie?**

W marcu, pierwszy raz od dawna, banki podniosły oprocentowanie depozytów. Według danych Gold Finance średnie oprocentowanie dla 1 tys. PLN na lokacie 6M zwiększyło się w ciągu miesiąca z 5,26 do 5,36%, depozytów rocznych z 5,43 do 5,55%, a dwuletnich z 4,87 do 5,13%. Z wyższą ofertą wyszedł m.in. Polbank, który podwyższył oprocentowanie lokaty na pół roku z 5% do 6%. Więcej na lokacie można też zarobić w AIG Banku (lokata 6 m-cy: wzrost do 5,3%, roczna: do 5,7%). Millennium oferuje 6% za dwuletnią lokatę. Najwyższe oprocentowanie lokat na 1 miesiąc oferuje obecnie Kredyt Bank (5%). Najwyższe oprocentowanie lokat 3M i 6M można uzyskać w Noble Banku (odpowiednio 4,86% i 5,02%). Wyższa oferta może odzwierciedlać przygotowania banków do ożywienia gospodarczego i wzrostu wolumenu kredytów. Naszym zdaniem nasilenie się kampanii promujących depozyty oraz wzrost oferowanego oprocentowania ma również związek z zapadaniem bardzo drogiej lokat zakładanych w ubiegłym roku. Pokazuje to, że w tym roku nie należy liczyć na istotny spadek kosztu finansowania, bo zostanie to natychmiast wykorzystane przez banki potrzebujące nowych depozytów. Jednocześnie na rynku jest coraz większa konkurencja w obszarze kredytów. Oba te zjawiska nie doprowadzą do spadku marży, jednak ograniczą potencjał do jej dalszej poprawy.

### **Walka o depozyty klientów będzie trwała**

Banki nie pożyczają od siebie nawzajem pieniędzy na dłużej niż miesiąc. W każdy piątek NBP ściąga od banków około 70 mld PLN, bo nie chcą one przeznaczyć tych pieniędzy na pożyczki

międzybankowe ani na kredyty dla klientów. Wolą kupić siedmiodniowe bony skarbowe banku centralnego. Płynność w sektorze bankowym jest asymetryczna. Jest kilka instytucji, które nie mają z nią problemu. Do tego dochodzą ograniczone limity na ekspozycję na pojedyncze podmioty. Jednocześnie WIBOR1M odzwierciedla cenę finansowania miesięcznego. Natomiast stawki WIBOR na dłuższe terminy nie oddają faktycznego kosztu pieniądza, ponieważ transakcje na taki okres zdarzają się sporadycznie. Jeśli banki będą zwiększać kapitały – kilka już to zrobiło – wyniki będą się poprawiać, to limity będą podwyższane. Przybywać będzie także transakcji dłuższych niż na jeden miesiąc. Powrót większej płynności na rynki międzybankowe będzie stopniowym procesem, a banki w dalszym ciągu będą skupiały się na depozytach klientów. Poprawa wyników banków, ciągnąca za sobą stopniowe odblokowywanie rynku międzybankowego, będzie prowadziła również do stopniowego obniżania się kosztu depozytów detalicznych.

### **Będzie więcej placówek**

Banki przyjęły bardzo ostrożną strategię rozbudowy sieci oddziałów. W ub.r. większość banków zahamowała rozwój sieci swoich placówek (wzrost o 212, wobec 1,2 tys. w 2008 roku). W tym roku prawie połowa ankietowanych przez *Rzeczpospolitą* banków zapowiada powiększanie sieci, jednak głównie przez placówki partnerskie, a w mniejszym stopniu przez oddziały własne. Instytucje planują uruchomienie ok. 500 placówek, w większości prowadzonych przez prywatnych przedsiębiorców. Z banków giełdowych największą ofensywę planuje BZ WBK, który chce otworzyć około 100 nowych placówek (kilkanaście własnych, reszta pod logo BZ WBK Partner). Największe banki, PKO BP i Pekao, zapowiadają tylko optymalizację sieci sprzedaży (m.in. zamiana lokalizacji placówek). Bank Handlowy z kolei poinformował, że zmienia filozofię budowy oddziałów na rzecz tworzenia punktów świadczenia usług bankowych i zamierza do końca 2012 r. zwiększyć liczbę takich punktów z 300 do 3 tys. punktów. Będą one zlokalizowane m.in. w placówkach operatorów sieci komórkowych, na stacjach benzynowych, w sieciach handlowych. Utrzymanie liczby placówek deklaruje Millennium i BPH. Banki ostrożnie podchodzą do nowej sieci, jednak widać, że powoli stawiają na rozwój. Mimo że otwieranie placówek partnerskich jest mniej kosztochłonne niż własnych, takie sygnały oznaczają, że już w tym roku banki zaczną powoli zwiększać bazę kosztową.

### **Wyплаты pieniędzy z bankomatów będą coraz tańsze**

Darmowe wypłaty ze wszystkich bankomatów w Polsce dla niektórych klientów wprowadził bank Millennium. Od maja chce zrobić to także ING BSK. Od początku kwietnia obowiązuje banki nowa, niższa opłata przy wypłacie przez ich klientów pieniędzy z obcego bankomatu. MasterCard obniżył ją radykalnie z 3,5 PLN do nawet 1,2 PLN. Nad obniżką zastanawia się też Visa. Nieoficjalnie mówi się, że opłata, na jaką będzie musiał się zgodzić operator bankomatów, spadnie do ok. 1,3 PLN/transakcję. Jeśli oferta darmowego dostępu do bankomatów zacznie przynosić korzyści tym bankom, inne też wprowadzą darmowe wypłaty. Zatem pozytywny wpływ niższych opłat na rzecz operatorów sieci bankomatów zostanie zneutralizowany w dużym stopniu przez niższe przychody.

### **Wynik banków spółdzielczych -22% w 2009 roku**

Wynik netto banków spółdzielczych sięgnął 698 mln PLN w 2009 roku (-22% R/R). Prezes BPS ma nadzieję na stabilizację wyniku w tym roku, choć zagrożeniem może być przyrost nieregularnych kredytów. Oczekuje się, że wzrośnie on do 4% z 3,4% na koniec ub.r. Banki spółdzielcze mogą się przy tym pochwalić znacznie lepszą jakością kredytów niż banki komercyjne (sektor 7,9% na koniec 2009 roku). Portfel kredytów banków spółdzielczych wzrósł w ub.r. do 36 mld PLN z 32 mld PLN, a portfel depozytów z 41,5 mld PLN do 45,8 mld PLN. Oczekuje się, że kredyty w bankach spółdzielczych wzrosną o ok. 18% w tym roku, podczas gdy cały rynek wzrośnie o ok. 10%. Jednocześnie wzrost kredytów będzie musiał iść w parze ze wzrostem depozytów. Wynik zgodny z trendami obserwowanymi w całym sektorze, choć skala spadku zysku jest znacznie mniejsza (o co nie trudno biorąc np. pod uwagę lepszą jakość kredytów w bankach spółdzielczych, czy brak problemu opcji).

### **Allianz Bank ze stratą**

Od momentu rozpoczęcia tworzenia, Allianz Bank miał już 190 mln PLN straty netto. Strata w 2008 roku wyniosła 67,7 mln PLN. W 2009 roku, gdy bank faktycznie zaczął działalność, strata wyniosła 121 mln PLN. Na wynik składają się przede wszystkim duże koszty rozruchu.

### **Bank Poczty na pewno wejdzie na giełdę**

Przedstawiciele Poczty Polskiej, posiadającej 75% minus 1 akcja udziałów w Banku Pocztowym, zapowiadają, że Bank Poczty wejdzie na giełdę w 2011 lub 2012 roku. Przedtem Poczta będzie wspierać bank w pozyskaniu kapitałów z innych źródeł (pożyczki podporządkowane). Ze względu na swoją sytuację kapitałową, nie jest w stanie objąć nowego kapitału w banku. Drugim akcjonariuszem jest PKO BP (25% + 1 akcja). Bank bardzo szybko rozwijał się w ub.r., a dalszy rozwój będzie zależał od kapitałów. Jednocześnie nie wiemy, w jaki sposób miałyby łączyć się współpraca z jednym z akcjonariuszy, który jest jednocześnie konkurencją.

### **W 2009 roku bank BGŻ miał 108 mln zł zysku netto**

W 2009 roku bank BGŻ wypracował zysk netto na poziomie 108 mln PLN (-48% R/R), a zysk brutto wyniósł 127 mln PLN. Choć w drugiej połowie roku obserwowano poprawę (wzrost wyniku odsetkowego i prowizyjnego), bank nie zrealizował przyjętych założeń. Na koniec grudnia 2009 roku bank posiadał fundusze własne na poziomie 2,17 mld PLN. Współczynnik wypłacalności wynosił 11,6%. Udział należności nieregularnych wyniósł 5,8%. Na koniec roku wartość depozytów wzrosła do 19,6 mld PLN (+8% R/R), a wartość kredytów wzrosła do poziomu 18,3 mld PLN (+7, % R/R). BGŻ przygotowuje się do zaprezentowania nowej strategii. Wynik spadł szybciej niż zysk sektora.

### **Fortis Bank Polska spodziewa się zysku netto w 2010 r. po stracie rok wcześniej**

Fortis Bank Polska, który zakończył ubiegły rok skonsolidowaną stratą netto w wysokości blisko 430 mln PLN, spodziewa się, że w całym 2010 roku zanotuje zysk netto. Bank ocenia, że w tym roku rezerwy na ryzyko kredytowe będą niższe niż w 2009 r., kiedy sięgnęły 581 mln PLN. Negatywnie na wynik wpłynęły także koszty integracji z Dominet Bankiem (jednorazowo 56 mln PLN) oraz straty na opcjach, które wyniosły 170 mln PLN w 2009 r. Portfel kredytów sięgnął 13,8 mld PLN (-7% R/R). Bank w ub.r. mocno ograniczył akcję kredytową w segmencie consumer finance. W tym roku zapowiada powrót do udzielania kredytów konsumenckich, ale według zaostrzonych kryteriów. W planach jest także większa sprzedaż kredytów hipotecznych. Wartość depozytów wzrosła o 45% R/R do 9,2 mld PLN (2,2 mld PLN wynosiło saldo depozytów Dominet Banku). Wskaźnik NPL/kredyty brutto sięgnął 13,9%, w tym rok ma się nieco poprawić (m.in. poprzez większą sprzedaż nowych kredytów). Wskaźnik kosztów do dochodów wyniósł 75%, współczynnik wypłacalności wyniósł 13,4%, fundusze własne sięgnęły 1,9 mld PLN (-19% R/R). Wiceprezes poinformował, że bank pracuje nad nową strategią na 3-4 lata, którą przedstawi najwcześniej na początku 2H'10. W samym 4Q09 strata netto sięgnęła 154 mln PLN, przy rezerwach na poziomie 223 mln PLN. Bank ten w dużej mierze przyczynił się również do spadku wyników sektora w samym 4Q09. 36% rocznej straty netto banku zostało zrealizowane w 4Q09.

### **KNF zatwierdziła program naprawczy Fortis Banku**

KNF zatwierdziła program postępowania naprawczego dla Fortis Banku. Realizacja programu ma na celu ograniczenie różnych obszarów ryzyka w dalszej działalności Banku oraz podniesienie efektywności działania, czego planowanym efektem będzie osiągnięcie dodatnich wyników finansowych oraz poprawa głównych wskaźników ekonomicznych. Realizację programu zaplanowano do końca 2012.

### **IDM SA podpisał przedwstępną umowę kupna 45% udziałów w West LB BP**

DM IDM SA i PL Holdings Sarl podpisały z WestLB AG przedwstępną umowę sprzedaży akcji banku WestLB Bank Polska. DM IDMSA kupi 45% akcji banku a PL Holdings - pozostałe udziały. Szacunkowa cena sprzedaży za akcje nabywane przez DM IDMSA wyniesie ok. 112,5 mln PLN. Cena sprzedaży zostanie ustalona w oparciu o wartość księgową netto akcji banku, która na dzień podpisania umowy wynosi 250,13 mln PLN. Większościowe udziały będzie miał Abris Capital Partners, który ma również większościowy pakiet udziałów w FM Banku. Prezesem przejmowanego banku pozostanie Maciej Stańczuk, który przygotował nową strategię nakierowaną na obsługę małych i średnich przedsiębiorstw. Bank będzie miał również ofertę dla samorządów. Bank ma obecnie współczynnik wypłacalności na poziomie 30%. Kapitał ma mu wystarczyć na 1,5 – 2 lat działalności. Zysk netto West LB w 2009 roku sięgnął 23,2 mln PLN (27,8 mln PLN rok wcześniej), przy sumie bilansowej na poziomie 1,5 mld PLN, kapitałach własnych 183 mln PLN i zatrudniając 50 osób. Kolejny bank z nastawieniem na segment MSP. Również uważamy, że jest to obecnie atrakcyjny obszar działalności, jednak konkurencja będzie ostra, co doprowadzi naszym zdaniem do spadku cen, a to w naszych oczach zmniejsza atrakcyjność tego segmentu w perspektywie banku. West LB Bank Polska był również w zasięgu zainteresowań Getin Holding, jednak ostatnio spółka poinformowała, że ich oferta nie została przyjęta.

### **Plany Polbank EFG na 2010**

Bank chce w tym roku osiągnąć zysk, po tym jak w 2009 roku zrealizował stratę netto na poziomie 170 mln PLN. W samym 4Q09 miał 24 mln PLN straty netto (42 mln PLN w 3Q09). Na przychodach banku w ub.r. zaciążyła ujemna marża depozytowa. W ostatnich kwartałach, przychody poprawiły się. Na koniec 2009 portfel depozytów sięgał 10,9 mld PLN (wzrost o 3,6 mld PLN w ciągu roku). Udzielono 3 mld PLN kredytów, jednak portfel wzrósł o 1,8 mld PLN do 18,8 mld PLN (efekt umocnienia złotówki). Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł z 1,1% do 2,4%, przy udziale kredytów hipotecznych ze wskaźnikiem 0,3%, segmentu MSP na poziomie 5% i kredytów gotówkowych na poziomie 10%. Kredyty hipoteczne stanowiły 60% portfela, kredyty dla MSP 20%, a kredyty gotówkowe 20%. Bank zamierza utrzymać akcję kredytową przynajmniej na ubiegłorocznym poziomie, jednak chce zwiększyć udział kredytów dla firm w sprzedaży do 50%. Bank chce uzyskać licencję bankową w Polsce. Trwają prace nad wnioskiem do KNF. Czekamy na poprawę zysków. Widać, że bank chce zbilansować portfel kredytów, aby hipoteki nie były tak dominującym jego elementem.



**Raiffeisen Bank Polska miał 117,7 mln PLN zysku netto w 2009 (-62,7% R/R)**

Zysk netto Raiffeisen Bank Polska wyniósł 117,7 mln PLN w 2009 (-62,7% R/R). Zysk brutto obniżył się o 62,3% do 147,5 mln PLN. Kluczowym czynnikiem mającym wpływ na pogorszenie wyniku miało zwiększenie odpisów netto z tytułu utraty wartości aktywów o 285,1 mln PLN. Przychody odsetkowe banku spadły w skali roku o 12,5% do 1,12 mld PLN, a wynik z działalności bankowej zmniejszył się o 13% i wyniósł 989,1 mln PLN. Niższe przychody banku przełożyły się na wzrost wskaźnika kosztów do dochodów do 57,4% wobec 53,8% na koniec 2008 r. Wolumen depozytów wzrósł o 0,9% do 15,16 mld PLN, zaś kredytów obniżył się o 10,2% do 14,95 mld PLN. Fundusze własne sięgnęły 2,35 mld PLN, ROE wyniosło 5,3% (20,2% rok wcześniej). Suma bilansowa banku zmalała do 21,0 mld PLN (-12,8%). Współczynnik wypłacalności banku osiągnął poziom 13,1% na koniec 2009 r., dzięki dokapitalizowaniu banku przez właściciela w I półroczu oraz zmniejszeniem wartości ryzykownych aktywów w portfelu.

**Emisja Norda Bank Polska**

Nordea Bank Polska chce wyemitować akcje za 400 mln PLN, które obejmie grupa Nordea. Emisja zostanie przeprowadzona z wyłączeniem prawa poboru. Zgodnie z polityką spółki, minimalnym poziomem współczynnika kapitałowego jest 9%. Na koniec stycznia 2010 r. współczynnik wypłacalności wyniósł 9,72%. Bank zamierza w dalszym ciągu się rozwijać. Kolejny bank działający w Polsce zamierza przeprowadzić emisję akcji. Sektor w tym roku istotnie wzmocni swoje kapitały, a to oznacza, że podaż nowych kredytów będzie stopniowo coraz większa.

**Eurobank miał 100 mln PLN zysku netto w 2009**

Eurobank, należący do Societe Generale, miał 100 mln PLN zysku netto w 2009 roku (-84 mln PLN R/R). Przyczyną spadku zysku były wysokie rezerwy. Wynik w dużej mierze zawdzięcza niskiemu wskaźnikowi C/I, na poziomie tylko 34%. Portfel kredytów wzrósł w u.br. z 6 do 9 mld PLN, a suma bilansowa wzrosła z 7,5 do 11 mld PLN. Societe Generale planuje w tym roku dokapitalizować bank, aby ten dalej się rozwijał. Spadek zysku o 46%, to nieco powyżej dynamik rynkowych. Biorąc pod uwagę bardzo niski wskaźnik C/I, Eurobank musiał mieć bardzo wysokie koszty ryzyka kredytowego. Kolejny inwestor zamierza w tym roku dokapitalizować bank w Polsce. Widać, że zagraniczni inwestorzy wierzą w rozwój polskiego sektora bankowego.

**BOŚ miał w 2009 roku 26,9 mln PLN zysku netto, nie potrzebuje kolejnego dokapitalizowania**

Bank Ochrony Środowiska miał w 2009 roku 26,89 mln PLN skonsolidowanego zysku netto wobec 0,35 mln PLN zysku rok wcześniej. Bank nie widzi obecnie potrzeby kolejnego dokapitalizowania, planowanego wcześniej na I półrocze tego roku (mówiono o ok. 100 mln PLN). Bank podał, że wynik odsetkowy wzrósł w 2009 roku o 3,8%, a wynik z tytułu opłat i prowizji o 8,9%. Na koniec 2009 roku aktywa grupy BOŚ wyniosły 11,98 mld PLN (+8% R/R). Portfel kredytów sięgnął 9,3 mld PLN (+19,4% R/R), a sprzedaż kredytów wzrosła o 51,7% do prawie 5,5 mld PLN. Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2009 roku wzrosła o 23,2% do 897 mln PLN. Ponad połowa kredytów hipotecznych została udzielona w EUR. Portfel depozytów klientów detalicznych wyniósł 3,82 mld PLN (+20,3% R/R). Zobowiązania BOŚ wobec klientów wyniosły 9,42 mld zł i były wyższe o 2,2% licząc rok do roku. Liczba ROR-ów wzrosła o 75,6% do prawie 113 tys., a liczba kart płatniczych o 35,7% do 121,6 tys. W tym roku BOŚ chce otworzyć 100 tys. nowych rachunków w segmencie detalicznym. Wskaźnik kredytów do depozytów wzrósł do 98,7% wobec 84,6% rok wcześniej. Na koniec 2009 roku współczynnik wypłacalności wyniósł 12,8%. ROE wyniosło 3,0% na koniec 2009 r.

**BPH – Powołanie komitetu nominacyjnego**

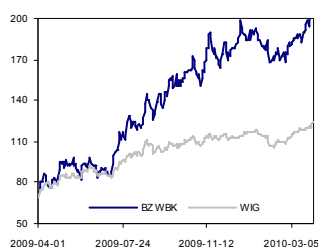
W związku z planowanym w drugiej połowie br. odejściem obecnego prezesa BPH, Józefa Wnacera, Rada Nadzorcza BPH powołała doraźny Komitet do spraw wyłonienia kandydatów na stanowisko Prezesa Zarządu BPH. W skład Komitetu wchodzi dwóch niezależnych Członków Rady oraz dwóch powiązanych z akcjonariuszem większościowym.



## BZ WBK (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 216,5 PLN    Cena docelowa: 204,5 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07**

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	15 795,9
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 812,8	10,2%	1 925,6	6,2%		
Zysk brutto	1 211,4	1 163,3	-4,0%	1 334,7	14,7%	1 690,0	26,6%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	993,3	12,1%	1 270,2	27,9%		
ROE	18,4%	16,2%		15,8%		17,8%		Zmiana ceny: 1m	20,3%
P/E	18,5	17,8		15,9		12,4		Zmiana ceny: 6m	44,1%
P/BV	3,2	2,7		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	168,9%
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	216,9
Dywid (%)	1,4	0,0		1,8		2,1		Min (52 tyg.)	75,5

*\* przed kosztami rezerw*


Ogłoszenie zamiaru sprzedaży udziałów w BZ WBK przez AIB (ma 70,5% udziałów w polskim banku) oraz dobre wyniki za 4Q09 były przyczyną wzrostu kursu akcji od naszej ostatniej rekomendacji o 21%. Uważamy, że perspektywy na dobre wyniki w 2010 roku zostały zdyskontowane (zakładamy wzrost zysku o 12% i spadek CIR do 48%). Dalszy potencjał wzrostowy dostrzegamy jedynie w przypuszczeniach, że cena sprzedaży udziałów przez AIB będzie powyżej wyceny rynkowej. Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny. Przemawia za tym: (i) trudna sytuacja AIB i konieczność szybkiej sprzedaży udziałów, (ii) wysoki zysk na transakcji sprzedaży realizowany już przy obecnych cenach przez AIB, (iii) duża wartość goodwill generowana przy transakcji przy obecnych cenach (P/BV'09 2,7), (iv) widoczna już obecnie premia w wycenie na tle średnich wskaźników innych banków (około 30%). Mimo deklaracji ze strony zarządu BZ WBK, że prowadzone procesy rozwoju działalności i aktywność po stronie sprzedaży kredytów, proces zmiany inwestora strategicznego, może odbić się na działalności biznesowej banku m.in. przez utrudniony proces decyzyjny. Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

### BZ WBK sprzedane do końca roku

AIB rozpoczął poszukiwania inwestora dla BZ WBK. Za przeprowadzenie tej transakcji odpowiadać będą AIB Corporate Finance oraz Morgan Stanley. AIB potwierdził też, że chce sprzedać swoje aktywa w USA i w Wielkiej Brytanii. W przemówieniu przed irlandzkim parlamentem minister finansów Brian Lenihan powiedział, że sprzedaż aktywów ma się rozpocząć "natychmiast". Zdaniem Mateusza Morawieckiego, prezesa BZ WBK, do AIB zgłasza się wielu zagranicznych inwestorów zainteresowanych zakupem banku. Zainteresowanych jest wiele podmiotów, których nie ma w Polsce. Zainteresowanie to nie jest jednak „sformalizowane”. Zdaniem prezesa jest mniej prawdopodobne, że inwestorem zostanie bank już działający w Polsce. Prezes poinformował, że plany AIB nie mają wpływu na inwestycje BZ WBK w tym roku. Planowany rozwój sieci będzie kontynuowany. Gazety spekulują, że na liście chętnych są m.in.: Societe Generale (właściciel Eurobanku), BNP Paribas (właściciel Fortis Banku), HSBC, Rabobank (udziałowiec BGŻ), a nawet Pekao. Im większa konkurencja w procesie, tym wyższa cena. Nie oczekujemy dużej premii w cenie w relacji do obecnej wyceny rynkowej. Bank wyceniany jest przy 2,4 P/BV'09 oraz 2,2 P/BV'09. Taki sam poziom wyceny reprezentują Pekao i PKO BP. Jednocześnie wycena BZ WBK prezentuje premię do mediany dla wszystkich porównywanych banków. Mediana wynosi 2,0x BV'09 i 1,8x BV'10 (20 – 25% premii). AIB podał w raporcie za 2009 rok, że łączna wartość inwestycji w BZ WBK (łącznie z goodwill'em) sięga 1,5 mld EUR. AIB odnotuje zatem istotny zysk, jeśli sprzeda swoje udziały przy obecnych wycenach rynkowych. Ocenę procesu dodatkowo utrudnia fakt, że od dawna nie miała miejsca na rynkach transakcja o podobnej skali. W pierwszej fazie oczekujemy dużego zainteresowania ze strony potencjalnych inwestorów. Uważamy jednak, że niewielu będzie skłonnych zapłacić istotne premie w relacji do wyceny rynkowej i w kolejnych etapach liczba chętnych będzie spadać. Z punktu widzenia działalności BZ WBK, nie widzimy jakichkolwiek zmian z perspektywy klienta, jednak obawiamy się o utrzymanie dobrego momentum wzrostu wolumenów i podtrzymywania wzrostu. Mimo deklaracji, że bank w dalszym ciągu podąża ścieżką wzrostu, w okresie poprzedzającym wejście nowego inwestora, tempo wzrostu może zostać zahamowane. Dopóki nie poznamy nazwy nowego inwestora trudno też mówić o dalszych konsekwencjach tj. ewentualne połączenie z innym bankiem działającym już w Polsce czy zmiana kultury organizacji. Uważamy, że inwestycja w BZ WBK z perspektywy nowego inwestora strategicznego jest atrakcyjna w długim terminie. Zyskuje on szansę na wejście na atrakcyjny zdrowy rynek od razu zyskując pozycję istotnego gracza. Przejęcie BZ WBK przez innego liczącego się już na polskim rynku gracza nie przedstawia takich korzyści. Uważamy, że inwestor zagraniczny, bez istotnej ekspozycji na rynek polski (lub z małym bankiem), będzie



skłonny zapłacić większą kwotę na BZ WBK. Bardziej pozytywnie ocenialibyśmy taki scenariusz.

### **Prezes o wynikach BZ WBK w 2010 roku**

Wskaźnik kredytów do depozytów BZ WBK spadł do około 80% (84% na koniec 2009). Bank w 1Q10 udzielił kredyty hipoteczne za 400 mln PLN. W 2Q10 bank planuje obniżyć marżę na kredyty hipoteczne w EUR oraz zwiększyć poziom maksymalnego LTV. Do końca 3Q10 decyzja o udzieleniu takiego kredytu ma być podejmowana w ciągu 15 minut. Bank podał, że w marcu sprzedaż kredytu gotówkowego wzrosła o 22% w stosunku do lutego i wyniesie około 145 mln PLN. W ciągu kilku najbliższych miesięcy BZ WBK chce wprowadzić kredyty samochodowe, które dostępne będą w sieciach dealerskich. Portfel kredytów dla firm BZ WBK wzrósł w ciągu dwóch miesięcy 2010 roku o 5%. Prezes poinformował, że od początku 2010 roku kredyty w banku także rosną, notuje on również wysoką sprzedaż kont osobistych. BZ WBK planuje, że w 2010 roku zysk netto w porównaniu z 2009 rokiem wzrośnie i poprawi się wskaźnik kosztów do dochodów. Nasza prognoza na 2010 rok zakłada wskaźnik kredyty/depozyty na poziomie 80%, spadek wskaźnika koszty/dochody do poziomu 48% (49,7% w 2009 roku) oraz wzrost zysku netto do poziomu 993 mln PLN (+12% R/R). Bank wskazuje obecnie na dość dobre wyniki sprzedażowe kredytów. Prognoza zakłada wzrost portfela kredytów netto w całym 2010 roku o ok. 5%. Uważamy, że przyrosty portfela kredytów korporacyjnych w dużym stopniu neutralizowane będą przez spłaty starej bazy kredytowej, szczególnie w obszarze segmentu nieruchomości. Oczekujemy solidnych wyników w 1Q'10.

### **Świetne wyniki 4Q09**

Wynik netto na poziomie 246 mln PLN był znacznie wyższy od naszych oczekiwań (172 mln PLN). Dominującym czynnikiem w różnicy było saldo rezerw, które sięgnęło tylko 100 mln PLN (vs. 168 mln PLN oczekiwane przez nas). Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami, wynik okazał się o 26 mln PLN wyższy niż nasze oczekiwania (konsensus PAP podobnie, gdyż na poziomie 402 mln PLN), a wpływ na to miał niższy poziom wydatków (o 30 mln PLN). Wynik odsetkowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami (434 mln PLN vs. prognoza 433 mln PLN), jednak okazał się lepszy niż konsensus rynkowy (421 mln PLN). Negatywnie bank zaskoczył po stronie wyniku prowizyjnego (321 mln PLN vs. prognoza 364 mln PLN). Nadrabiając za wynik prowizyjny, lepszy od oczekiwań okazał się wynik handlowy (76 mln PLN vs. prognoza 64 mln PLN). Dodatkowo bank odnotował 20 mln PLN przychodów z tytułu dywidendy z grupy AVIVA. Wyniki 4Q09 oceniamy pozytywnie. Bank poprawił wynik o 4% w relacji do 2009 roku. Dodatkowym plusem jest fakt, że w przeciwieństwie do ING BSK, zostało to osiągnięte głównie na bazie powtarzalnych rezultatów. Uważamy, że w kolejnych kwartałach wynik handlowy znajdzie się po presji. Poziom wydatków może w przyszłym roku wzrosnąć na skutek presji płacowej (bank nie podjął decyzji o zwolnieniach w ub.r.), jednak jest to największy pozytywny element wyników ostatniego kwartału.

### **Propozycja dywidendy**

Zarząd banku podjął decyzję o wypłacie dywidendy z zysków za 2009 rok. Zamierza wypłacić 29,64% zysku netto (2592,3 mln PLN), co oznacza 4 PLN/akcję. Przy obecnej wycenie rynkowej daje to stopę dywidendy brutto na poziomie 2,3%, więc bez większego znaczenia dla wyceny banku. Współczynnik wypłacalności po 4Q09 wynosił praktycznie 13% (z czego Tier I 12,3%). Proponowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 7 maja, wypłata ma nastąpić 21 maja. ZWZA zwołano na 21 kwietnia.



## Getin (Redukuj)

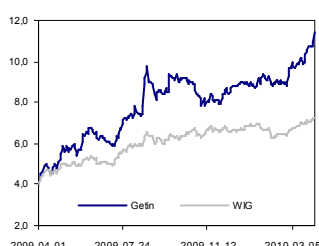
Cena bieżąca: 11,37 PLN Cena docelowa: 10,3 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 017,7	977,5	-3,9%	1 207,9	23,6%	1 329,9	10,1%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkowa	4,0%	2,9%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	8 100,2
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 208,4	5,4%	2 394,1	8,4%	Free float	28,0%
Wynik operacyjny*	1 079,9	1 200,0	11,1%	1 230,6	2,5%	1 351,7	9,8%		
Zysk brutto	701,0	357,6	-49,0%	669,1	87,1%	937,3	40,1%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	543,6	97,0%	677,1	24,6%		
ROE	15,2%	7,4%		13,3%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	17,8%
P/E	15,9	29,3		14,9		12,0		Zmiana ceny: 6m	24,9%
P/BV	2,2	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	72,2%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0

\* przed kosztami rezerw



Na wyniki 1Q'10 pozytywny wpływ będzie miało rozliczenie rozwiązania rezerwy na podatek (74,45 mln PLN), co dodatkowo może skłonić bank do bardzo konserwatywnego podejścia do tworzonych w tym okresie rezerw. Obecna wycena rynkowa dyskontuje już dość dynamiczną poprawę wyników w Getin Holding. Konsensus rynkowy zakłada zysk brutto na poziomie 610 mln PLN w 2010 roku (nasza prognoza 669 mln PLN), co oznacza, że rynek oczekuje średniego poziomu wyniku brutto w kwartale na poziomie ponad 150 mln PLN (średni kwartalny zysk brutto w 2H'09 wyniósł 44 mln PLN). Uwzględnia to nie tylko spadek rezerw (na co szanse dostrzegamy przede wszystkim w 2H'10), ale również utrzymanie pozytywnego momentum w zakresie poprawy powtarzalnych przychodów (co będzie utrudnione przez coraz bardziej widoczną presję na ceny kredytów oraz wyczerpujący się potencjał określonych nisz przychodów tj. odsprzedaż produktów do istniejących portfeli kredytów). Potencjał do pozytywnych niespodzianek naszym zdaniem wyczerpał się. Obniżamy rekomendację z trzymaj do redukuj.

### Wyniki 4Q09

Wynik netto Getin Holding wyniósł 46 mln PLN i o 11% przekroczył nasze oczekiwania. Przyczyną była dodatnia efektywna stopa podatkowa, która podobnie jak kwartał wcześniej, pozytywnie odbiła się na zyskach. Wynik brutto był znacznie poniżej naszej prognozy (30 mln PLN vs. 73 mln PLN), czego przyczyną były bardzo wysokie rezerwy na kredyty nieregularne. Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wyniki były zgodne z naszą prognozą (273 mln PLN vs. prognoza 267 mln PLN, 3% różnicy). In plus po stronie przychodów zaskoczył nas poziom wyniku prowizyjnego. Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wyniki były zgodne z oczekiwaniami. W kontekście perspektyw na 2010 rok, kluczowa jest zdolność banku do obniżenia poziomu odpisów. Zakładamy, że odpisy w 2010 roku sięgną 561 mln PLN (vs. 841 mln PLN w tym roku).

### Sprzedaż kredytów Getin Noble Banku w 1Q10 Q/Q

Getin Noble Bank spodziewa się, że w 1Q10 roku sprzedaż kredytów będzie wyższa niż w 4Q09. Bank liczy, że w sprzedaż kredytów hipotecznych w 2010 roku wzrośnie o kilkadziesiąt procent. Dodano, że bank chce utrzymać wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 95-100%. W styczniu sprzedaż tych kredytów była kiepska, stanowiła 60-70% tego co w grudniu, jednak w lutym było już znacznie lepiej. Wierzymy, że siły sprzedażowe Getin Noble Banku są w stanie zrealizować wysokie wolumeny sprzedaży. Jednak z perspektywy wyniku banku liczyć się będzie marża po jakiej będzie realizowana sprzedaż (widzimy pierwsze sygnały spadku cen kredytów hipotecznych) oraz koszt pozyskania finansowania na ten cel.

### Getin zainteresowany akwizycjami, ale oferta na West LB nie została przyjęta

WestLB AG nie przyjął oferty Getin Noble Bank dotyczącej kupna 100% akcji WestLB Bank Polska. Getin Noble Bank prowadził w tej sprawie negocjacje z WestLB AG, które zakończyły się. Grupa Getin Holding jest ciągle zainteresowana udziałem w konsolidacji polskiego rynku finansowego. Spółka podała, że jeśli pojawi się okazja na rynku, to będzie gotowa brać taki scenariusz pod uwagę. Getin podał, że celem strategicznym Getin Noble Bank na 2010 rok jest jego dynamiczny rozwój i wejście do pierwszej piątki banków działających w Polsce. Bank ma podejście oportunistyczne do akwizycji. Kluczowym elementem, obok ciekawej i komplementarnej działalności podmiotu, jest cena. Nie jesteśmy w stanie powiedzieć, czy na rynku pojawią się na sprzedaż aktywa, zgodne z kryteriami Getin Holding.



## Handlowy (Akumuluj)

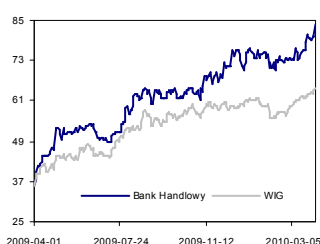
Cena bieżąca: 83,9 PLN    Cena docelowa: 90,9 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 507,7	0,2%	1 560,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,4%	3,8%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	10 962,3
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 482,6	2,7%	2 600,0	4,7%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 133,0	-5,6%	1 183,0	4,4%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	806,0	23,0%	1 105,3	37,1%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	633,4	25,6%	868,6	37,1%		
ROE	10,7%	8,5%		10,1%		13,2%		Zmiana ceny: 1m	14,9%
P/E	18,3	21,7		17,3		12,6		Zmiana ceny: 6m	35,8%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	102,7%
D/PS	4,8	0,0		3,4		3,9		Max (52 tyg.)	83,9
Dywid (%)	5,7	0,0		4,1		4,6		Min (52 tyg.)	41,2

\* przed kosztami rezerw



Wyniki 4Q09 zaskoczyły negatywnie ze względu na wysoką skalę odpisów na ryzyko kredytowe. Uważamy, że odpisy spadną istotnie w 2010 roku (327 mln PLN vs. 546 mln PLN w 2009). Jednak czynnikiem determinującym obecnie wycenę banku jest kwestia realizacji bardzo ambitnej strategii. Zakłada ona ROE na poziomie ponad 20% w 2012 roku. Bank nigdy dotąd nie zrealizował takiego poziomu rentowności. Jednocześnie w wycenie nie jest uwzględniony fakt, że bank może przy tym wypłacać wysokie dywidendy. Nie ograniczy to potencjału banku w zakresie zakładanego przez nas tempa wzrostu sumy bilansowej (a pośrednio również RWA). W przypadku słabszego od oczekiwanego przez bank tempa wzrostu, naszym zdaniem nie można wykluczyć w przyszłości dywidendy przekraczającej poziom rocznych zysków. Nie uwzględniamy jednak takiego scenariusza w wycenie. Oczekujemy rekomendacji zarządu w sprawie dywidendy w kwietniu br., co będzie wspierało notowania w najbliższym czasie. Ze względu na wzrost kursu akcji od naszej rekomendacji z 19 marca o ponad 10% obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

### Wyniki 4Q09 – poniżej konsensusu

Wynik netto na poziomie 102 mln PLN, był znacznie poniżej naszych oczekiwań (171 mln PLN) i nieznacznie od konsensusu rynkowego (130 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw wynik był o niespełna 5% poniżej naszej prognozy (296 mln PLN vs. 311 mln PLN w prognozie), jednocześnie powyżej konsensusu rynkowego, który zakładał go na poziomie 265 mln PLN. Przyczyną słabszych wyników były wysokie odpisy na kredyty (157 mln PLN vs. nasza prognoza 92 mln PLN, konsensus rynkowy 99 mln PLN). In plus zapisał się poziom wydatków (326 mln PLN vs. prognoza 350 mln PLN, konsensus 354 mln PLN). Pokazuje to, że skala programów oszczędnościowych w banku może być w przyszłości wyższa. In minus zapisał się poziom wyniku odsetkowego (355 mln PLN vs. prognoza 375 mln PLN) oraz pozostałych przychodów operacyjnych netto (13 mln PLN vs. prognoza 35 mln PLN). Jesteśmy negatywnie zaskoczeni poziomem odpisów i jakością portfela kredytów, jaki wykazał bank po 4Q09. Wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów brutto wzrósł do poziomu 14,4% z 11,4% w ciągu kwartału. Po stronie wolumenów mocno in minus zaskoczyły również wolumeny kredytów, które spadły o 9% Q/Q. Spadki stały po stronie segmentu korporacyjnego. Zarząd przypisuje to sezonowemu obniżeniu zadłużenia przez przedsiębiorstwa i oczekuje odbudowy wolumenów w 2010 roku. In plus zaskoczył za to poziom depozytów, który wzrósł aż 12% w ciągu kwartału.



## ING BSK (Trzymaj)

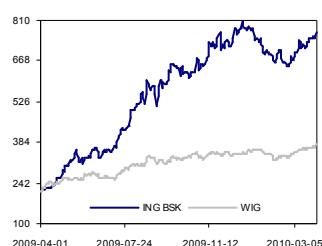
Cena bieżąca: 766 PLN    Cena docelowa: 749 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 152,0	1 442,1	25,2%	1 539,3	6,7%	1 658,7	7,8%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	1,9%	2,2%		2,5%		2,5%		MC (cena bieżąca)	9 965,7
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 649,7	6,5%	2 847,6	7,5%	Free float	18,9%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 116,4	12,7%	1 247,2	11,7%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	840,7	13,9%	1 145,3	36,2%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	677,5	13,9%	923,1	36,2%		
ROE	11,1%	13,1%		13,0%		15,3%		Zmiana ceny: 1m	14,2%
P/E	22,4	16,7		14,7		10,8		Zmiana ceny: 6m	23,3%
P/BV	2,4	2,0		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	242,0%
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	810,0
Dywid (%)	1,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	215,0

\* przed kosztami rezerw



Wyniki 4Q09 były poniżej naszych oczekiwań (121 mln PLN vs. prognoza 149 mln PLN). Bank zawiódł na poziomie operacyjnym (wynik przed rezerwami 218 mln PLN vs. prognoza 293 mln PLN). Uważamy, że część czynników mających wpływ na wyniki ostatniego kwartału ub.r. miały charakter jednorazowy. Jednocześnie dużą ekspozycją na portfel instrumentów dłużnych, która m.in. miała wpływ na niższy niż oczekiwany poziom przychodów miała przełożenie na obniżenie naszych prognoz zysku dla ING BSK na kolejne lata (w tym o 5% na 2010 rok) w ostatnim raporcie analitycznym (19 lutego). Mimo to wynik całego roku sięgnął 595 mln PLN (+34% R/R). Po wyłączeniu ujemnej wyceny obligacji (4Q08) skala spadku wyniku w 2009 roku wynosi ok. 13%, pozytywnie odznaczając się na tle sektora. Ze względu na wzrost kursu od naszej ostatniej rekomendacji o ponad 15% zamykamy pozytywną rekomendację na walory ING BSK. Zalecamy trzymanie walorów. Wzrost zaangażowanie zalecamy w wypadku korekty wyceny rynkowej.

### Zarząd proponuje niewypłacanie dywidendy za 2009 rok

Zarząd ING BSK proponuje walnemu zgromadzeniu przeznaczenie całości zysku netto za 2009 r., wynoszącego 582 mln PLN w ujęciu jednostkowym na zasilenie funduszy własnych. Powodem przedłożenia powyższej rekomendacji jest konieczność zapewnienia odpowiedniej pozycji kapitałowej na kontynuację rozwoju akcji kredytowej. ZWZA ING BSK zostało zwołane na 8 kwietnia.

### Podział działalności bankowej i ubezpieczeniowo – emerytalnej w grupie

ING Groep planuje w tym roku rozdzielić działalność bankową od ubezpieczeniowo – emerytalnej, tak jak obiecał w Komisji Europejskiej. Następnie działalność ubezpieczeniowo – emerytalna ma bądź trafić na giełdę, bądź zostać odsprzedana do inwestora. ING Groep preferuje pierwszy wariant, chyba że znajdzie się inwestor gotowy zapłacić więcej. IPO mogłoby dotyczyć dwóch spółek, pierwszej operującej w Ameryce Łacińskiej i Północnej, drugiej w Azji i Europie. W Polsce grupa ING ma ING TuNŻ (100% w rękach ING Continental Europe Holdings) oraz ING PTE (80% należy do ING CEH, 20% do ING BSK). Zgodnie z rekomendacją KE, ING BSK może będzie musiał sprzedać swoje udziały do ING CEH. T. Bławat, prezes ING TuNŻ, powiedział, że polska część biznesu ubezpieczeniowo – emerytalnego jest warta ok. 1 mld EUR, z czego na ING PTE przypada 30 – 35%. Zatem pakiet ING BSK może być warty około 240 – 280 mln PLN. Nie uwzględniamy sprzedaży 20% udziałów w ING PTE w naszych prognozach. Grupa ING BSK jest beneficjentem w 20% wyniku generowanego przez ING PTE (zyski jednostek stowarzyszonych). W ub.r. było to 52,1 mln PLN. Jeśli transakcja zostanie sfinalizowana w tym roku, istotnie podwyższy to zysk ING BSK i będzie mogło mieć wpływ na dywidendę z zysków za 2010 rok. Obok transakcji sprzedaży pakietu w ING PTE, nie wiemy w jaki sposób zostanie zorganizowana dalsza współpraca między spółkami ubezpieczeniowymi a ING BSK. Do tej pory współpraca była ścisła w ramach grupy.



## Kredyt Bank (Trzymaj)

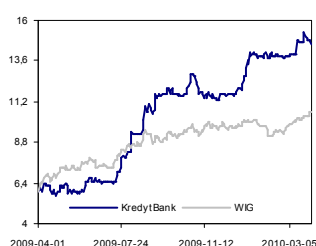
Cena bieżąca: 14,6 PLN    Cena docelowa: 15,3 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	3 966,2
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 597,3	4,4%	1 699,0	6,4%	Free float	7,7%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	651,5	-23,2%	700,2	7,5%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	161,0	245,1%	552,4	243,1%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	128,8	272,7%	441,9	243,1%		
ROE	13,2%	1,3%		4,9%		15,0%		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/E	12,2	114,8		30,8		9,0		Zmiana ceny: 6m	24,8%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	142,1%
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,2
Dywid (%)	3,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,7

\* przed kosztami rezerw



Wysokie rezerwy, których oczekiwaliśmy zmaterializowały się w wynikach 4Q09. Były wysoką ceną za agresywną politykę sprzedaży kredytów gotówkowych przez pośrednika finansowego Żagiel. Negatywnie oceniamy jakość portfela kredytowego Kredyt Banku. Obok wysokich rezerw 2009 rok przyniósł poprawę powtarzalnego wyniku operacyjnego przed rezerwami o 9%. Był to efekt niższych wydatków (-7% R/R), przy nieznacznej negatywnej dynamice przychodów (-2%). Nasza prognoza wyniku operacyjnego przed rezerwami zakłada poprawę o 12% w 2010 roku. Procesy restrukturyzacji wydatków z 2009 roku, pozwolą utrzymać poziom kosztów pod kontrolą (brak wzrostu), jednocześnie oczekujemy poprawy przychodów o 5%. Uważamy nasze prognozy za konserwatywne w świetle możliwości obniżenia bazy kosztowej bez negatywnego przełożenia na poziom przychodów, wynikające z wyłączenia z grupy kosztów administracyjnych Żagla. Ostrożne podejście jest jednak uzasadnione w świetle gorszego profilu ryzyka kredytowego banku na tle porównywalnych graczy. Uważamy, że rezerwy będą ciągle ciężarem dla Kredyt Banku w 1H'10. Bardziej optymistycznie patrzymy na wyniki 2H'10. Ze względu na wzrost kursu akcji od naszego ostatniego raportu nt. Kredyt Banku (12 lutego) obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

### Lidia Jabłonowska-Luba zrezygnowała z funkcji wiceprezesa Kredyt Banku

Lidia Jabłonowska-Luba zrezygnowała z funkcji wiceprezesa Kredyt Banku. Bank podał, że rezygnacja wynika z przyjęcia przez nią propozycji pracy w centrali KBC. Odpowiadała za finanse i ryzyko. Lekko negatywnie odbieramy brak ogłoszenia następcy.

### Kredyt Bank nie zarekomenduje wypłaty dywidendy

Zarząd Kredyt Banku nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy z zysku za 2009 rok. Informacja oczekiwana.

### Rozmowa z Wiceprezesem K. Kokotem, odpowiedzialnym za pion korporacji

Bank w ubiegłym roku zmniejszył portfel kredytów korporacyjnych, jak również ograniczył skalę przyznanych i niewykorzystywanych limitów kredytowych. W tym roku zamierza zwiększyć akcję kredytową w pionie korporacyjnym, a szczególną uwagę przypisać segmentowi MSP. W tym obszarze portfel zwiększyć się ma o ok. 20%. Bank zamierza kredytować większą liczbę klientów niż do tej pory. 2/3 akcji kredytowej pójdzie na finansowanie firm o obrotach 25 – 500 mln PLN, pozostałe 1/3 na firmy o obrotach 1 – 25 mln PLN. Udział segmentu korporacyjnego i MSP w całkowitych przychodach ma sięgnąć około 30%. Koszty ryzyka w tym obszarze mają być o 25% niższe niż w ubiegłym roku.



## Millennium (Trzymaj)

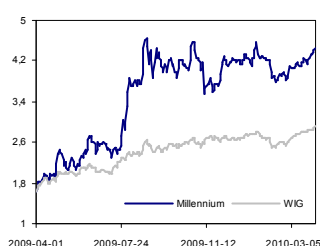
Cena bieżąca: 4,45 PLN Cena docelowa: 4,38 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 181,3	691,1	-41,5%	964,9	39,6%	1 100,8	14,1%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	3,0%	1,5%		2,0%		2,1%		MC (cena bieżąca)	5 398,4
WNDB	1 827,5	1 434,3	-21,5%	1 726,1	20,3%	1 926,1	11,6%	Free float	26,3%
Wynik operacyjny*	657,0	430,9	-34,4%	666,8	54,8%	791,6	18,7%		
Zysk brutto	521,8	1,8	-99,7%	314,5	17802,0%	599,0	90,5%		
Zysk netto	413,5	1,4	-99,7%	254,7	17802,0%	485,2	90,5%		
ROE	15,5%	0,1%		7,5%		11,3%		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/E	9,1	2 655,9		21,2		11,1		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	1,3	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	144,5%
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7
Dywid (%)	4,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,8

\* przed kosztami rezerw



Mimo znacznie wyższych wyników za 4Q09 nie zmieniamy długoterminowych oczekiwań w stosunku do Banku Millennium. Uważamy, że w 2011 roku bank będzie miał 485 mln PLN zysku netto i osiągnie ROE na poziomie ok. 11%. Przeprowadzona emisja akcji (1 mld PLN nowego kapitału) daje bankowi istotny bufor dla rozwoju sumy bilansowej. Współczynnik wypłacalności po uwzględnieniu emisji wyniósłby 14,7% (z tego 12,2% Tier I). Podtrzymujemy jednak opinię, że bez spadku kosztu finansowania starego portfela kredytów (szczególnie długoterminowych kredytów mieszkaniowych), osiągnięcie ROE'12 na poziomie 15% nie zostanie zrealizowane. Nasza prognoza zakłada utrzymanie NIM na poziomie około 2% w całym 2010 roku (1,9% w 4Q09), co oznacza istotny wzrost wyniku odsetkowego (+40% R/R, podczas gdy zakładany wzrost aktywów to 10%). Oczekiwania co do istotnej poprawy zostały naszym zdaniem zdyskontowane przez obecną wycenę rynkową. Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

### Fitch obniżył perspektywę ratingu do negatywnej, potwierdził ratingi

Fitch Ratings obniżył perspektywę ratingu podmiotu dla Banku Millennium do negatywnej ze stabilnej. Jednocześnie wszystkie ratingi dla Banku Millennium zostały potwierdzone: rating podmiotu na poziomie A, rating krótkoterminowy na poziomie F1, rating indywidualny na poziomie C/D i rating wsparcia na poziomie 1. Zmiana perspektywy ratingu podmiotu dla BM odzwierciedla zmianę perspektywy ratingu podmiotu dla Millennium BCP. Rating podmiotu ("IDR"), rating wsparcia i rating krótkoterminowy dla BM odzwierciedlają bardzo wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać, gdyby było to potrzebne, od swojego inwestora strategicznego posiadającego rating "A+" z perspektywą Negatywną. Rating indywidualny odzwierciedla wyzwania związane ze zmianą modelu biznesowego banku i przywróceniem satysfakcjonującego poziomu rentowności, pogorszenie jakości portfela kredytowego oraz uzależnienie od rynku hurtowego w obszarze zabezpieczenia strukturalnej pozycji walutowej. Odzwierciedla również zdolność banku do przezwyciężenia negatywnego wpływu warunków zewnętrznych na model biznesowy w pierwszych miesiącach ubiegłego roku przy stosunkowo niewielkim wsparciu spółki matki oraz zakończone sukcesem w lutym 2010 podniesienie kapitału. Uwzględnia również strategiczne zmiany w zakresie apetytu na ryzyko i pozycję banku na rynku depozytów. Oczekujemy stopniowej poprawy sytuacji w Millennium.





## Pekao (Trzymaj)

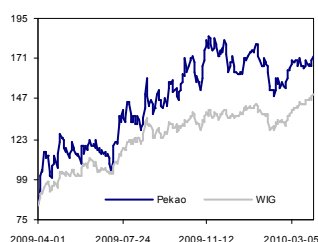
Cena bieżąca: 173 PLN    Cena docelowa: 175,7 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 313,5	13,4%	4 660,1	8,0%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkowa	3,5%	2,9%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	45 383,2
WNDB	7 578,2	7 062,6	-6,8%	7 552,6	6,9%	8 131,2	7,7%	Free float	40,7%
Wynik operacyjny*	4 535,0	3 466,0	-23,6%	3 805,9	9,8%	4 267,2	12,1%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,7	-31,0%	3 305,9	10,3%	3 920,4	18,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 412,0	-31,6%	2 661,0	10,3%	3 157,4	18,7%		
ROE	23,0%	14,1%		14,3%		16,2%		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/E	12,9	18,8		17,1		14,4		Zmiana ceny: 6m	13,8%
P/BV	2,8	2,5		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	65,4%
D/PS	9,6	0,0		2,9		8,1		Max (52 tyg.)	184,6
Dywid (%)	5,5	0,0		1,7		4,7		Min (52 tyg.)	99,6

\* przed kosztami rezerw



Bank zanotował solidne wyniki za 2009 rok (2,4 mld PLN zysku netto), ma jeden z najwyższych współczynników wypłacalności w sektorze (16,2%, Tier I) oraz posiada znaczne nadwyżki płynności (kredyty/depozyty 82%). ROE'09 zgodnie z oczekiwaniami sięgnęło 14%. Stawia to Pekao w gronie najbardziej zyskownych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Obok niego jest PKO BP (oczekujemy 14% ROE) oraz BZ WBK, który wyprzedził dwa największe podmioty na rynku osiągając ROE'09 16%. Będąc w czołówce w zakresie efektywności, dalszy wzrost wyników w coraz większym stopniu zdeterminowany jest przez wzrost wolumenów. Zakładamy wzrost wolumenów w Pekao zgodnie z dynamikami rynkowymi, choć zarząd po raz pierwszy od długiego czasu zadeklarował chęć przebiccia rynku pod tym względem. Negatywnie odebraliśmy deklarację zarządu w zakresie dywidendy z zysków za 2009 rok (2,9 PLN/akcję vs. nasze oczekiwania 7,36 PLN/akcję). Uchwały w tej sprawie mają zapaść na ZWZA zwołanym na 28 kwietnia br. Jednym z argumentów za niską wypłatą może być chęć akwizycji aktywów w najbliższym czasie. Nie widzimy podstaw do zmiany oceny banku Pekao. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki 4Q09 – zgodne z oczekiwaniami

Wynik netto na poziomie 612 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (594 mln PLN) oraz konsensusem rynkowym (600 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wynik również w niewielkim stopniu odbiegał od oczekiwań (886 mln PLN vs. 899 mln PLN w naszej prognozie). Negatywnym zaskoczeniem był poziom wyniku odsetkowego (niższy o 4% w relacji do naszej prognozy). Pozostałe linie przychodów były zgodne z oczekiwaniami. In plus zaskoczył poziom wydatków, który nadrobił za nieco niższy wynik odsetkowy. Poniżej oczekiwań były odpisy na złe kredyty (138 mln PLN vs. 180 mln PLN naszej prognozy i 169 mln PLN konsensusu, PAP). Koszty ryzyka wyniosły 70 pb. w ostatnim kwartale, a skala rezerw obniżyła się w relacji do 3Q09, gdy wyniosły one 150 mln PLN. Na plus zaliczyć należy spadek wskaźnika NPL/kredyty brutto do poziomu 6,8% z 7% przed kwartałem. W ciągu kwartału poziom kredytów brutto nie zmienił się istotnie, co oznacza spadek portfela należności nieregularnych. Bank osiągnął ROE na poziomie lekko przekraczającym 14% w całym 2009 roku, a współczynnik wypłacalności wyniósł aż 16,2%. Zaskakujące w zakresie wolumenów były depozyty, które na skutek istotnego wzrostu depozytów korporacyjnych (+8,3 mld PLN) wzrosły w ciągu kwartału o ponad 10%.

### Bank Pekao SA chce rosnać szybciej, niż rynek w 2010

Bank chce w tym roku rosnać szybciej niż rynek, głównie w kredytach hipotecznych i gotówkowych oraz kredytowaniu małych i średnich firm. Zaznaczono, że bank ma dużo miejsca na wzrost, ponieważ jego wskaźnik kredyty do depozytów wyniósł 81,7% na koniec roku. W tym celu chce zwiększyć liczbę placówek i uprościć procedury kredytowe. Bank szacuje, że w 2010 roku rynek kredytów konsumenckich wzrośnie o 7,1%, a kredytów hipotecznych o 9,7%. W 2010 r. w kredytach korporacyjnych bank spodziewa się wzrostu rynku na poziomie 0,4%, a w kredytach dla małych i średnich firm - o 0,7%. W depozytach detalicznych prognozowany jest wzrost rynku o 6%, w funduszach inwestycyjnych o 8,2%, zaś w depozytach korporacyjnych o 8,12%. Nie pamiętamy kiedy bank wcześniej zadeklarował, że ma apetyt na wzrost wolumenów szybszy niż rynek. Zawsze były to raczej zapowiedzi wzrostu w wybranych obszarach rynku, gdzie kryteriami była dochodowość i konserwatywne podejście do ryzyka. Ponieważ bank ma dostęp do znacznych zasobów płynności, a dodatkowe wolumeny są dla niego relatywnie łatwo dostępne (ze względu na pozycję rynkową i ekspozycję na segment korporacyjny), może pozwolić sobie na ofensywę kredytową bez zagrożenia dla spadku dochodowości takiej działalności. Dodatkowo obecne warunki rynkowe stwarzają możliwość pozyskania nowych



wolumenów kredytów przy atrakcyjnych marżach. Wierzimy, że bank utrzyma konserwatywne podejście do ryzyka. Jednocześnie jego podejście nie będzie już tak konserwatywne na tle innych banków, które weryfikowały w ostatnim czasie podejście do oceny ryzyka. W przypadku segmentu detalicznego dodatkowym czynnikiem „wyrównującym szanse” będzie Rekomendacja T. Do tej pory bank utrzymywał wysokie wskaźniki efektywności, przy jednocześnie lekko osuwających się udziałach w rynku. Zatrzymanie tych spadków może przełożyć się na poprawę wyników operacyjnych, o ile wzrost nie odbędzie się kosztem efektywności.

### **Zarząd Pekao zaproponował wypłatę 2,90 zł dywidendy na akcję z zysku netto za 2009 rok**

Zarząd Banku Pekao zamierza przedstawić na walnym zgromadzeniu propozycję wypłaty 2,90 PLN na akcję w formie dywidendy z zysku za 2009 rok (stopa wypłaty na poziomie 32% skonsolidowanego zysku netto). Proponowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 17 maja, a jej wypłata miałaby nastąpić 1 czerwca. Rada Nadzorcza Pekao zaakceptowała już propozycję zarządu. Negatywna informacja w relacji do naszych oczekiwań. Bank wypłaci łącznie 761 mln PLN (zysk za 2009 rok sięgnął 2,4 mld PLN). Współczynnik wypłacalności na poziomie 16,24% (Tier I) pozwala bankowi na bardzo dużą ekspansję zwłaszcza, że uwzględnia już wypłatę dywidendy. Uważamy, że na przestrzeni 2010 roku nie ma szans na użycie takiej ilości kapitału. Jednocześnie zarówno zarząd banku jak i rynek oczekuje, że bank powinien w 2010 roku być dochodowy, co przy jego wskaźnikach efektywności wskazuje, na kolejne istotne dla kapitałów zyski (nasza prognoza: 2,7 mld PLN). W związku z decyzją o wypłacie niższej niż oczekiwana dywidendy, braku możliwości użycia takiego poziomu kapitału w horyzoncie roku spekulujemy, że bank może chcieć stać się aktywnym graczem w procesie przejęć.

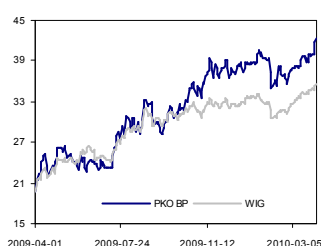


## PKO BP (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 42,5 PLN    Cena docelowa: 40,1 PLN**
**Analityk: Marta Jeżewska**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17**

(m ln PLN)	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 224,4	23,2%	6 824,2	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	5,0%	3,5%		3,8%		3,7%		MC (cena bieżąca)	53 125,0
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 636,9	12,0%	10 446,9	8,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 462,2	18,1%	6 168,3	12,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	3 924,9	33,4%	5 461,6	39,2%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 100,7	34,5%	4 314,7	39,2%		
ROE	24,1%	13,4%		14,5%		18,2%		Zmiana ceny: 1m	11,8%
P/E	13,6	23,0		17,1		12,3		Zmiana ceny: 6m	34,3%
P/BV	3,0	2,6		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	89,6%
D/PS	1,1	1,0		1,0		1,2		Max (52 tyg.)	42,5
Dywid (%)	2,6	2,4		2,4		2,9		Min (52 tyg.)	22,3

\* przed kosztami rezerw



Obok zgodnych z oczekiwaniami wynikami za 4Q09 (516 mln PLN vs. prognoza DI BRE Banku 525 mln PLN), w ostatnim czasie bank opublikował strategię na lata 2010—2012. Jej główne konkluzje to: (i) dwucyfrowy wzrost wolumenów (CAGR'12/09 dla aktywów 9%, dla kredytów 11%, dla depozytów 9%), (ii) zysk netto powyżej 4 mld PLN i przychody powyżej 11 mld PLN, (iii) ROE powyżej 16% i C/I poniżej 45%. Uważamy te cele za „plan minimum”. W zakresie wolumenów pozostajemy nieznacznie poniżej planów zarządu, jednak oczekujemy prawie 4,9 mld PLN skonsolidowanego zysku netto w 2012 roku, przy ROE na poziomie 18,4%. Konsensus rynkowy dla zysku na 2012 rok sięga 4,6 mld PLN. Rynek podchodzi zatem bardziej optymistycznie do perspektyw poprawy wyników w banku w relacji do zarządu. Konsensus na 2010 rok zakłada 2,99 mld PLN zysku netto (prognoza DI BRE Banku 3,1 mld PLN), co przekłada się na średni poziom kwartalnego zysku na poziomie ok. 0,75 mld PLN. Uważamy, że obecnie trudno będzie o pozytywne niespodzianki. Podtrzymujemy rekomendację **trzymaj**.

### Zarząd PKO BP podtrzymuje politykę wypłaty ok. 40% zysku w dywidendzie

Prezes powiedział, że zamierza podtrzymać, zawartą w prospekcie politykę wypłaty 40% zysku na dywidendę w kolejnych latach. W obecnych prognozach dla PKO BP zakładamy 1 PLN/akcję w formie dywidendy (54% skonsolidowanego zysku netto za 2009 rok), a w kolejnych latach wypłatę 50% prognozowanych wyników.

### Wyniki 4Q09 i perspektywy na najbliższe kwartały

Wynik netto na poziomie 516 mln PLN był zgodny z naszą prognozą i o ponad 7% poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 557 mln PLN. Poziom WNDB o 39 mln PLN przekroczył naszą prognozę, co było zasługą wyższego wyniku handlowego, dokładnie o 40 mln PLN. Wynik odsetkowy był o 10 mln PLN wyższy od prognozy, jednocześnie wynik prowizyjny był o 10 mln PLN niższy niż nasze oczekiwania. Bank zrealizował również niższy poziom wydatków (o 39 mln PLN), co przełożyło się na wynik operacyjny przed rezerwami o 50 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Bank odpisał aż 553 mln PLN w poczet rezerw (nasza prognoza 485 mln PLN). Koszty ryzyka w relacji do portfela kredytów netto wyniosły 1,9%. Współczynnik wypłacalności wyniósł 14,66% (uwzględnia już wpływy z emisji). PKO BP spodziewa się, że w 2010 roku wolumeny banku wzrosną w tempie dwucyfrowym. Jednocześnie prezes powiedział, że 10% wzrostu zysku netto wydaje się na obecną chwilę niezagrażone. Bank spodziewa się stabilizacji marży odsetkowej w tym roku na poziomie 3,9-4,1%. W ocenie przedstawicieli banku, bieżący rok przyniesie również stabilizację bądź poprawę w zakresie salda rezerw. Nasza obecna prognoza zakłada poprawę zysku netto w 2010 roku o 34,5%. Uważamy, że nasza prognoza dyskontuje już perspektywę stabilizacji marży odsetkowej netto na wyższych poziomach obserwowanych w 2H'09 (szczeg. w 4Q09), powolny spadek odpisów na ryzyko kredytowe, utrzymanie się pozytywnych trendów w zakresie wyniku prowizyjnego i jednocześnie umiarkowany wzrost wydatków, wynikający z działań restrukturyzacyjnych i optymalizacji zatrudnienia. Największym motorem poprawy zysków w 2010 roku będzie niewątpliwie wynik odsetkowy.

### Kredobank powinien osiągnąć zysk netto w 2010 r.

Kredobank powinien w 2010 r. wyjść na plus i nie obciążać wyniku całej grupy. Wyniki nie będą miały jednak znaczenia dla zysku grupy. Kredobank miał 190,2 mln PLN straty netto w 2009 roku, podobnie jak w 2008 roku, gdy strata wyniosła 196,3 mln PLN. Rezerwy w Kredobanku w 2009 roku sięgnęły 277 mln PLN. Uważamy, że trudno oczekiwać na to, aby spadły one bardzo mocno już w 2010 roku. Uważamy jednak, że ich obniżenie będzie miało największy wpływ na „wyjście na zero” na Ukrainie. To z kolei przełoży się na spadek rezerw w całej grupie PKO BP.



### **PKO BP w I-II '10 zawarł umowy kredytowe dla firm za ponad 2,1 mld PLN**

PKO BP w styczniu i lutym 2010 roku zawarł umowy kredytowe w segmencie przedsiębiorstw łącznie za ponad 2,1 mld PLN, przy czym luty był wyraźnie lepszy niż styczeń. Nie wiemy w jakim stopniu przełoży się to na wzrost portfela. Zakładamy, że podane kwoty są kwotami brutto nowej akcji kredytowej. Aktywna postawa w zakresie sprzedaży kredytów może pozytywnie wpływać na marżę odsetkową (efekt wyższego udziału w portfelu nowych kredytów o wyższych marżach).

## Paliwa, chemia

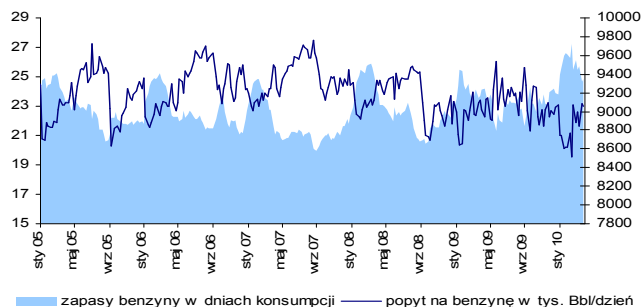
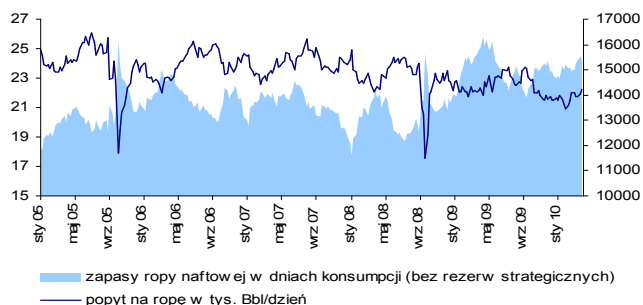
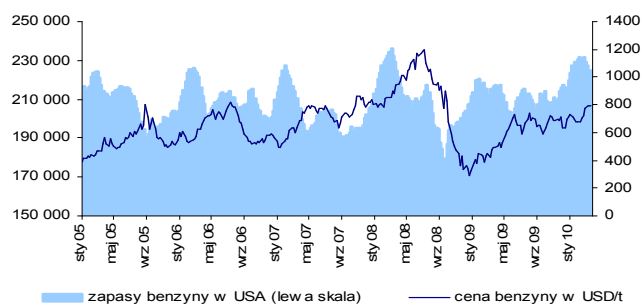
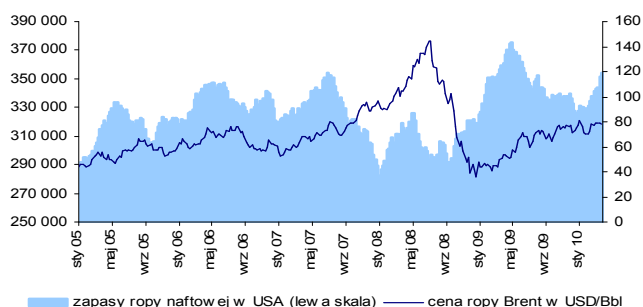
### Ustawa o zapasach nadal nie zatwierdzona przez MG

Kierownictwo Ministerstwa Gospodarki nie przyjęło ostatecznego projektu ustawy o zapasach obowiązkowych i zaleciło dalszą pracę nad założeniami, tak aby nowe przepisy nie obciążały długu publicznego i nie wpływały na wzrost cen paliw na stacjach. Spełnienie warunków MG może być trudne, a jedynym rozwiązaniem może być skorzystanie z pomysłu PKN Orlen, czyli zakup przez państwową agencję opcji na zakup ropy, co teoretycznie nie musiałyby być traktowane jako dług publiczny.

### Rafinerie zwiększają produkcję, rośnie konsumpcja paliw

Według danych Departamentu Energii zapasy ropy w USA w marcu wzrosły o ponad 3,7%, ale ponownie wynikało to przede wszystkim z wyższego średniego dziennego importu, gdyż rafinerie zwiększyły w tym czasie przerób o 1,1% m/m. Bardzo dobre odczyty spływały w ubiegłym miesiącu z rynku paliw gotowych, których zapasy wyraźnie spadły (benzyny -3%, a średnich destylatów o 4,8%) dzięki rosnącemu popytowi w związku z poprawą warunków pogodowych. Dodatkowym wsparciem dla rosnących marż rafinerijnych był również utrzymujący się wysoki popyt na frakcje petrochemiczne, szczególnie na rynkach azjatyckich. Dynamiczny wzrost cracków na produkcji rafinerijnej, jaki obserwowaliśmy w marcu prawdopodobnie będzie jednak w naszej opinii trudny do utrzymania i w związku z niskim średnim poziomem wykorzystania mocy w skali globalnej można oczekiwać wzrostu podaży i stabilizacji marż na nieco niższych poziomach.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



## Ciech (Akumuluj)

Cena bieżąca: 34,9 PLN    Cena docelowa: 39,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 685,8	-2,7%	3 962,3	7,5%	4 332,3	9,3%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	400,2	-11,1%	461,0	15,2%	513,6	11,4%	MC (cena bieżąca)	977,2
marża EBITDA	11,9%	10,9%		11,6%		11,9%		EV (cena bieżąca)	2 553,6
EBIT	246,7	171,2	-30,6%	233,0	36,1%	273,9	17,5%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-56,8	35,5%	71,2		112,8	58,4%		
P/E				13,7		8,7		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	6,1	5,7		3,3		2,8		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	1,2	1,2		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	41,9%
EV/EBITDA	5,9	6,4		5,5		4,9		Max (52 tyg.)	42,7
Dyield (%)	5,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	23,6



Kurs akcji Ciech odrobił w ostatnich tygodniach część spadków wynikających z przeciągających się negocjacji z bankami i prasowych spekulacji o niskich ofertach cenowych złożonych w procesie prywatyzacyjnym. Spółka co prawda nadal nie sfinalizowała umowy konsolidującej zadłużenie, ale wszystko wskazuje na to, że w najbliższych dniach proces ten zostanie definitywnie zakończony. Pewnym ryzykiem mogą być warunki ugody z bankami, które według ostatnich wypowiedzi Prezesa żądają od Ciechu obniżenia długu netto w ciągu najbliższego roku. Na razie nie znamy szczegółów tej umowy, ale nie można wykluczyć że Spółka będzie musiała posiłkować się w tym wypadku podwyższeniem kapitału. Ewentualny negatywny wpływ takiego scenariusza na notowania powinien być jednak krótkoterminowy i dlatego podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Prywatyzacja dopiero po umowie z bankami

Nafta Polska oświadczyła, że powróci do negocjacji z trzema podmiotami zainteresowanymi nabyciem akcji Ciechu dopiero po podpisaniu przez Spółkę porozumienia z bankami. Deklaracja ta nie jest zaskoczeniem, gdyż umowa z bankami wyeliminuje ważne ryzyko inwestycji w Ciech i powinna pozwolić na poprawę pozycji negocjacyjnej sprzedającego.

### Prezes o restrukturyzacji długu i dezinwestycjach

W wywiadzie prasowym Prezes Ryszard Kunicki poinformował, że w warunkach wynegocjowanej umowy z bankami znalazł się zapis o konieczności zredukowania przez Ciech długu netto do określonego poziomu w ciągu roku od podpisania tego porozumienia. Nie określił szczegółowo tego poziomu, ale powiedział że może to nastąpić poprzez planowane dezinwestycje (w tym sprzedaż pakietu ZAT wartego obecnie około 40 mln PLN) lub podwyższenie kapitału. Na razie nie zostało to przesądzone. Spodziewa się, że w pierwszej kolejności sprzedane ma być PTU i działka przy Powązkowskiej w Warszawie. W naszym modelu zakładamy, że w wyniku sprzedaży PTU i wspomnianej działki Spółka powinna uzyskać odpowiednio 75 mln PLN i 15 mln PLN. Na razie nie znamy jeszcze skali obniżenia zadłużenia do jakiej zobowiązał się Ciech, więc trudno ocenić czy podwyższenie kapitału będzie konieczne.

### Decyzja sądu w sprawie PTU korzystna dla Ciechu

Sąd Apelacyjny w Warszawie oddalił powództwo FSO w toczącym się od lat sporze z PTU. FSO domagało się stwierdzenia nieważności uchwał zarządu komisarycznego w sprawie obniżenia i podwyższenia kapitału zakładowego ubezpieczyciela, które pozbawiły FSO kontroli nad PTU. Decyzja sądu jest ostateczna. Jest to dobra informacja dla Ciechu, gdyż oznacza możliwość wznowienia procesu sprzedaży udziałów w PTU.

### Umowa standstill przedłużona

Ciech poinformował, że kolejny raz przedłużył okres obowiązywania umowy standstill z bankami kredytującymi Grupę, tym razem do 16 kwietnia. Do tego czasu strony mają podpisać porozumienie o restrukturyzacji zadłużenia. Ostatnie zapowiedzi Zarządu wskazują, że tym razem ten deadline powinien być dotrzymany.



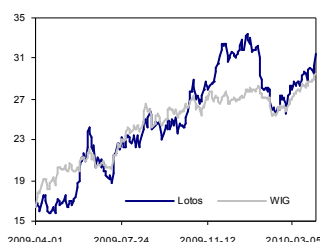
## Lotos (Redukuj)

Cena bieżąca: 31,4 PLN      Cena docelowa: 26,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	4 078,0
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 371,6
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%		
P/E		4,6		10,4		7,1		Zmiana ceny: 1m	12,1%
P/CE		3,4		5,5		3,0		Zmiana ceny: 6m	28,8%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	91,5%
EV/EBITDA	42,4	13,1		12,9		8,1		Max (52 tyg.)	33,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	15,7



Ostatnia dynamiczna poprawa otoczenia makro w sektorze rafineryjnym oraz wzrosty cen ropy sprzyjały pozytywnym tendencjom również na kursie Lotosu, który od podwyższenia przez nas rekomendacji do trzymaj wzrósł o ponad 14%. W naszej opinii utrzymanie pozytywnych trendów na marżach rafineryjnych może być jednak w kolejnych tygodniach trudne (efekt nadal niskiego wykorzystania mocy i sezonowy spadek popytu na HSFO przy wysokich cenach surowca), a ostatnia transakcja Orlenu na zapasach obowiązkowych wskazuje, że wzrostowy potencjał z tytułu przejęcia tych rezerw przez państwo może w ogóle się nie zrealizować (prawdopodobnie będzie miał neutralny wpływ na wycenę koncernów paliwowych). W tym kontekście oraz biorąc pod uwagę aktualną cenę akcji, obniżamy nasze zalecenie dla Lotosu do redukuj.

### Planowana sprzedaż zapasów obowiązkowych

Według nieoficjalnych doniesień prasowych Lotos zamierza dokonać sprzedaży części zapasów obowiązkowych według modelu zastosowanego ostatnio przez Orlen. Wartość zapasów obowiązkowych zgromadzonych przez Lotos przekracza obecnie 2 mld PLN. Transakcja sprzedaży tych rezerw wg. modelu Orlenu ma jednak neutralny charakter z punktu widzenia wyceny Spółki, a obniżenie długu netto ma charakter wyłącznie księgowy.

### Możliwe kolejne opóźnienie na Yme?

Według Przewodniczącego Rady Nadzorczej Lotosu Pana Wiesława Skwarko planowany lipcowy termin uruchomienia wydobycia na norweskim złożu Yme może znów zostać przesunięty ze względu na opóźnienia wykonawcy platformy wiertniczej z Abu Dhabi. Zarówno dostawca instalacji jak i operator i właściciele koncesji Yme walczą jednak o dotrzymanie harmonogramu gdyż okres letni jest najkorzystniejszy z punktu widzenia warunków pogodowych do zainstalowania platformy. Ewentualne opóźnienie negatywnie wpłynęłoby na harmonogram przepływów pieniężnych Lotosu, ale byłoby neutralne dla naszej wyceny w której złoża Yme uwzględniamy po ich cenie zakupu i wartości przeprowadzonych tam inwestycji. Przypominamy, że ze względu na wysoką efektywną stopę podatkową w Norwegii (78%), wpływ wydobycia z tamtego regionu będzie miał mały wpływ na skonsolidowany zysk netto Lotosu.

### Podsumowanie pakietu antykryzysowego

Według komunikatu Grupy Lotos efekty programu antykryzysowego przekroczyły pierwotne jego założenia. Wartość zawieszonych programów inwestycyjnych sięgnęła 470 mln PLN vs. oczekiwane 220 mln PLN, a oszczędności kosztowe wyniosły 254 mln PLN (164 mln PLN program poprawy efektywności i 90 mln PLN typowe cięcia wydatków) wobec planowanych 170 mln PLN. Prezes Olechnowicz zapowiedział, że w 2010 roku Spółka chce podtrzymać efekty związane z poprawą efektywności działania, a cięcia kosztowe utrzymać w 50% realizacji z 2009 roku. Mniej restrykcyjne założenia dotyczące oszczędności kosztowych na ten rok wskazują, że można oczekiwać zwiększenia kosztów r/r o 45 mln PLN. Plany inwestycyjne zostaną zweryfikowane i ogłoszone dopiero w czerwcu przy okazji publikacji nowej strategii.



## PGNiG (Kupuj)

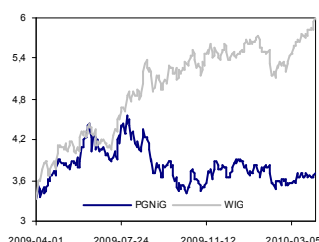
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	20 751,9	7,6%	21 034,5	1,4%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	4 082,7	44,3%	3 935,7	-3,6%	MC (cena bieżąca)	21 830,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		19,7%		18,7%		EV (cena bieżąca)	23 572,9
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 504,4	87,8%	2 177,2	-13,1%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	2 028,9	68,8%	1 706,6	-15,9%		
P/E	25,2	18,2		10,8		12,8		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/CE	9,5	8,1		6,1		6,3		Zmiana ceny: 6m	6,6%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	6,9%
EV/EBITDA	9,6	8,0		5,8		6,3		Max (52 tyg.)	4,6
Dywid (%)	5,1	0,7		2,2		3,7		Min (52 tyg.)	3,4



**Bardzo dobre wyniki za 4Q to w naszej ocenie dopiero zapowiedź rekordowych rezultatów, jakie Spółka może osiągnąć w 1Q'2010. Konsensus prognoz zysku netto na ten rok kształtuje się około 20% poniżej naszych szacunków i w naszej opinii, przy założeniu utrzymania się obecnych warunków makro (cen ropy i kursu USD/PLN), rynek przeszacowuje negatywny wpływ ewentualnego braku akceptacji URE dla podwyżki taryfy hurtowej na wyniki segmentu obrotu w drugim półroczu. Obecnie PGNiG, po uwzględnieniu udziałów z złożach norweskich i EuRoPolGazie, wyceniane jest z 20% dyskontem do porównywalnych spółek dla wskaźnika EV/EBITDA'10. W tym kontekście, wyceniając akcje Spółki na 4,32 PLN, podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Wyniki 4Q powyżej oczekiwań, nawet bez one-offów

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się być znacząco lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, ale częściowo wynikało to z księgowych odpisów i rozwiązania rezerw. Po oczyszczeniu wyniku EBIT o saldo efektów jednorazowych (+266 mln PLN), wyniósłby on 1,25 mld PLN, a więc byłby wyższy od naszych szacunków o około 10%. W ujęciu segmentowym najlepszy rezultat operacyjny (759 mln PLN) wypracował segment dystrybucyjny, ale było to możliwe dzięki rozwiązaniu części rezerw na majątek przesyłowy (+494 mln PLN). Bez tego jednorazowego efektu księgowego EBIT na tej działalności wyniósłby 265 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 215 mln PLN i 169,9 mln PLN w 4Q'08. Poprawa w ujęciu r/r to przede wszystkim zasługa wyższych stawek sieciowych i wyższych wolumenów sprzedaży (+2% głównie dzięki klientom domowym), co dobrze rokuje w kontekście 1Q'10 i oczekiwanego mocniejszego wzrostu wolumenów. Segment wydobywczy zanotował zysk operacyjny na poziomie 123 mln PLN, ale został on obciążony negatywnymi odpisami na majątek kopalniany w kwocie -132 mln PLN, bez których EBIT wyniósłby 255 mln PLN i byłby wyższy od naszych prognoz (200 mln PLN). Odchylenie wynikało głównie z wyższych niż zakładaliśmy wolumenów sprzedaży ropy (+2%) oraz wyższej jednostkowej ceny jej sprzedaży (+3,1%). W przypadku segmentu obrotu Spółka zanotowała EBIT na poziomie 631 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 717 mln PLN, ale rezultat na tej działalności obciążyła rezerwa na należności od spółki ZCH Police w kwocie -96 mln PLN. Bez tego odpisu rezultat byłby nieco wyższy od naszych szacunków.

### Propozycja wypłaty 8 groszy dywidendy na akcję

Zarząd PGNiG zaproponował wypłatę 472 mln PLN (8 groszy na akcję) w formie dywidendy z zysku za rok 2009 (71% jednostkowego zysku). Część dywidendy przypadającej Skarbowi Państwa zostanie wypłacona w formie niepieniężnej, podobnie jak miało to miejsce w latach poprzednich. Dzień dywidendy został wyznaczony na 27 lipca, a wypłata ma nastąpić 4 października. Wypłata implikuje yield na poziomie 2,2%. W naszym wcześniejszym prognozach zakładaliśmy wypłatę na poziomie 443 mln PLN. Wartość aktywów leasingowych na koniec grudnia wynosiła 283 mln PLN, tak więc prawdopodobnie taka część dywidendy do MSP będzie wypłacona w formie niepieniężnej.

### Sprzedaż lutowa wyższa o 80 mln m<sup>3</sup> r/r

Wiceprezes Mirosław Dobrut poinformował, że w lutym PGNiG sprzedało o 80 mln m<sup>3</sup> gazu więcej niż przed rokiem, a w całym 1Q'10 oczekuje wyższych wolumenów o około 350 mln m<sup>3</sup> r/r. Te wartości są nieco niższe niż szacunki Spółki sprzed kilku tygodni (oczekiwano +400 mln m<sup>3</sup> r/r), ale i tak gwarantują rekordowe zyski w segmencie obrotu.

### URE domaga się kolejnej korekty wniosku

Urząd Regulacji Energetyki nie zaakceptował skorygowanego wniosku taryfowego PGNiG i poprosił o jego uzupełnienie. Tym razem jednak nie chodzi już o korektę oczekiwań wysokości taryfy, ale o techniczne uzupełnienie wniosku.





### **KE ma zastrzeżenia do umowy gazowej**

Komisja Europejska ma zastrzeżenia do polsko-rosyjskiej umowy gazowej, gdyż uważa że niektóre jej zapisy naruszają unijne prawo. Chodzi przede wszystkim o dostęp stron trzecich do infrastruktury przesyłowej rurociągu jamalskiego, ustalania taryf przesyłowych oraz kwestii zakazu reeksportu gazu. Ministerstwo Gospodarki twierdzi, że te wątpliwości nie mają potwierdzenia w umowie i przygotowuje wraz z MSZ odpowiednie wyjaśnienia. Wydaje się, że wątpliwości KE nie powinny się potwierdzić, gdyż nowa umowa poza wolumenami i opcją na dyskonto w praktyce niewiele zmienia w relacjach Polski z Gazpromem.

### **Umowa z Polskie LNG na regazyfikację**

PGNiG podpisało ze spółką Polskie LNG umowę na usługi odbioru gazu LNG przez terminal i jego regazyfikację w okresie 20 lat, począwszy od 2014 roku. Wartość umowy dla tego okresu to 13,1 mld PLN, czyli 655 mln PLN rocznie. Koszty regazyfikacji i logistyki LNG powinny mieć w przyszłości neutralny wpływ na wyniki PGNiG, gdyż będą one wynikać z taryfy URE i będą uwzględnione w cenie hurtowej gazu. Przy założeniu pełnego obciążenia terminala (5 mld m<sup>3</sup>) roczny koszt na poziomie 655 mln PLN byłby zbliżony w przeliczeniu na tys. m<sup>3</sup> do obecnej taryfy przesyłowej Gaz-Systemu, ale przypominamy że obecnie PGNiG zabezpieczył w umowie dostawy tylko 1,5 mld m<sup>3</sup>.



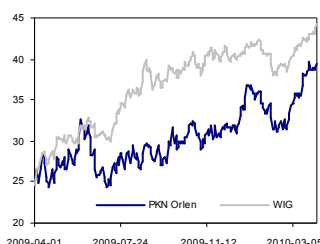
## PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 39,4 PLN    Cena docelowa: 40,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%	MC (cena bieżąca)	16 851,7
marża EBITDA	1,1%	5,4%		5,1%		5,5%		EV (cena bieżąca)	31 801,7
EBIT	-1 603,0	1 097,0		1 619,3	47,6%	2 030,3	25,4%	Free float	62,2%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		1 553,0	18,7%	1 502,7	-3,2%		
P/E		12,9		10,9		11,2		Zmiana ceny: 1m	13,9%
P/CE		4,3		4,0		3,8		Zmiana ceny: 6m	32,2%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	54,6%
EV/EBITDA	36,2	8,1		7,5		6,7		Max (52 tyg.)	39,6
Dyyield (%)	4,1	0,0		0,0		1,9		Min (52 tyg.)	24,3



Ostatnie dynamiczne wzrosty marży rafinerijnej i dyferencjału Ural/Brent bardzo mocno poprawiły sentyment wokół akcji Orleń, których kurs zbliżył się już do naszej ceny docelowej i dlatego obniżamy rekomendację do trzymaj. W naszej opinii utrzymanie tak pozytywnych trendów na marżach rafinerijnych może być w kolejnych tygodniach trudne (efekt nadal niskiego wykorzystania mocy i sezonowy spadek popytu na HSFO przy wysokich cenach surowca), a wyniki 1Q ze względu na sezonowość i mroźną zimą (segment detaliczny) raczej nie będą stanowić wsparcia dla dalszych wzrostów kursu Orleń w najbliższych tygodniach.

### Fitch zdjął Orleń z listy obserwacyjnej

Agencja ratingowa Fitch zdjął PKN Orleń z listy podmiotów będących pod obserwacją, pod kątem możliwego obniżenia ratingu, w krótkiej perspektywie czasowej. W ocenie agencji, osiągnięta przez Spółkę, mimo niekorzystnych warunków otoczenia zewnętrznego, znacząca redukcja zadłużenia na koniec 2009 roku, obniża ryzyko pogorszenia ratingu kredytowego spółki. Podjęte przez koncern w ubiegłym roku działania, w zakresie poprawy kapitału pracującego oraz redukcji wydatków inwestycyjnych, umożliwiły redukcję długu o 25% oraz osiągnięcie wskaźników zadłużenia lepszych od oczekiwania agencji. Fitch podtrzymał rating na poziomie BB+.

### Puławy i litewska Achema w walce o Anwil

Według doniesień prasowych w walce o Anwil pozostały już tylko ZA Puławy i litewska Achema. Oba podmioty oferują za 85% akcji Anwilu podobno ponad 1 mld PLN, a jeden z nich już raz podnosił swoją ofertę. Orleń ma wybrać inwestora, z którym będzie prowadził szczegółowe ostateczne negocjacje jeszcze w tym miesiącu. My podtrzymujemy naszą wycenę 85% pakietu Anwilu na poziomie 1,7 mld PLN (1,4 mld PLN po opodatkowaniu) i wskazujemy, że wyniki 2009 roku (EBITDA 249 mln PLN i 66,7 mln PLN) były obciążone stratą czeskiej Spolany, która może być wyłączona z transakcji w przypadku negatywnego wpływu na cenę. Aktualna średnia wskaźników EV/EBITDA dla europejskiego sektora nawozowego na lata 2010-12 wynosi obecnie 7,0, a sektora chemicznego 5,4.

### Plany obniżenia zadłużenia vs. żądania związkowców

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk zapowiedział, że Orleń rozważy inwestycję w upstream i energetykę dopiero po realizacji podstawowego celu jakim jest obniżenie zadłużenia do poziomu 30-40% kapitałów własnych z obecnych 54%. Tymczasem związki zawodowe domagają się podwyżek płac i wobec decyzji Zarządu o ich zamrożeniu grożą strajkiem (ogłosiły już wejście w spór zbiorowy). Z prasowych doniesień wynika, że pracownicy domagają się podwyżek rzędu 5-6%, a propozycja Zarządu to około 2%. Roczne koszty wynagrodzeń w całej Grupie Orleń to około 2 mld PLN. Plany dotyczące obniżenia zadłużenia prawdopodobnie byłyby możliwe do zrealizowania po sprzedaży Anwilu i Polkomtela, gdyż cel Zarządu to zmniejszenie długu netto o 2,6-4,6 mld PLN z obecnych 10,3 mld PLN.



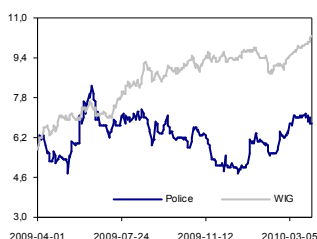
## Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 6,76 PLN    Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		70,5		123,5	75,2%	MC (cena bieżąca)	507,0
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		3,7%		5,7%		EV (cena bieżąca)	864,4
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5		Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9			
P/E	17,6					19,6		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	5,3			7,9		5,1		Zmiana ceny: 6m	9,2%
P/BV	0,5	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	9,2%
EV/EBITDA	2,3			12,3		6,9		Max (52 tyg.)	8,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8



Publikacja dobrych pod względem sprzedażowym wyników za 4Q i zapowiedź wyjścia na „zero” w 1Q'2010 poprawiła sentyment inwestorów do Spółki. W naszej opinii nie oznacza to jednak szybkiego powrotu zysków w kolejnych kwartałach i rozwiązania wszystkich problemów Polic. Oczekujemy presji na marżę ze strony rosnących cen surowców oraz odłożonych kosztów remontowych. Dodatkowo uporządkowanie sytuacji bilansowej na poziomie kapitału obrotowego będzie oznaczało pojawienie się wysokiego zadłużenia netto i premii na wskaźnikach EV/EBITDA w szczególności do polskich spółek chemicznych. Branży nawozowej nie sprzyja również obserwowany obecnie posezonalny spadek cen benchmarków produktowych (DAP i mocznik od ostatnich szczytów skorygowały się już o 10-12%). Utrzymujemy negatywną rekomendację.

### Możliwa sprzedaż licencji do Wietnamu

Police jeszcze w pierwszym półroczu powinny podpisać wstępne dokumenty o współpracy z wietnamskim partnerem w sprawie udostępnienia technologii produkcji bieli tytanowej. Wietnamczycy mają zamiar wybudować u siebie taką instalację gdyż w ostatnim czasie odkryto w tym kraju ogromne złoża tytanu, a parlament zdecydował o zakazie eksportu surowców. Police oprócz sprzedaży samej technologii mogłyby się zaangażować w szkolenia pracowników i samą budowę fabryki, w zamian otrzymując udziały w tym projekcie. Podawane przez prasę kwoty 9-15 mln USD za sprzedaż tej licencji, korespondują z planowanymi przez Zarząd wpływami z tego tytułu w latach 2010-12. Nie należy więc się spodziewać takich przepływów już w najbliższych miesiącach. Sam pomysł spieniężenia know-how w zakresie technologii, która w Polsce nie przynosi Spółce zysków oceniamy jednak pozytywnie, gdyż konkurencyjna fabryka w Wietnamie prawdopodobnie nie pogorszy już pozycji konkurencyjnej zakładu bieli w Policach.

### Pożyczka ARP dopiero w czerwcu?

Według doniesień prasowych jeszcze ponad dwa miesiące mogą czekać na wypłatę 150 mln PLN pożyczki ratunkowej od ARP, gdyż Spółka wraz z UOKiK nadal nie przygotowała pełnych wyjaśnień na zapytania wysłane przez KE w lutym. Przedłużający się proces administracyjny w tej sprawie nie jest korzystny dla Spółki.



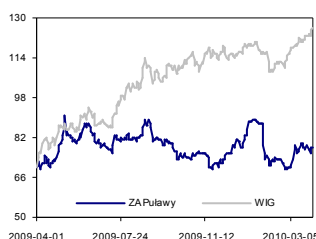
## ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 78,3 PLN    Cena docelowa: 72,05 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	407,2	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 496,7
marża EBITDA	17,0%	6,9%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 512,3
EBIT	338,3	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	67,8	-65,2%	82,5	21,8%	226,9	174,9%		
P/E	7,7	22,1		18,1		6,6		Zmiana ceny: 1m	12,2%
P/CE	5,7	10,8		8,2		4,3		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	0,9	1,0		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	13,2%
EV/EBITDA	2,2	9,6		7,5		3,4		Max (52 tyg.)	90,5
Dywid (%)	5,5	13,0		1,1		1,4		Min (52 tyg.)	69,1



Początek tego roku w związku z sezonowym ożywieniem na rynku nawozowym powinien być znacznie lepszy pod względem wyników ZAP niż poprzednie dwa kwartały. Ostatnie tygodnie przyniosły już jednak schłodzenie pozytywnych trendów na cenach mocznika i RSM, tak więc w naszej opinii nie należy oczekiwać szybkiego powrotu wysokich marż przerobowych w tym sektorze, tym bardziej, że istnieje duże ryzyko podwyżki taryfy gazowej. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji ZAP i zwracamy uwagę na potencjał do obniżenia prognoz tegorocznych wyników Spółki.

### NWZA w sprawie nowych inwestycji

Zarząd ZAP zwołał na 19 kwietnia NWZA, na którym akcjonariusze zajmą się m.in. uchwałą dotyczącą zgody na inwestycję w nową linię produkcyjną nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu (UAS), zarówno granulowanych jak i płynnych. Te dwie instalacje będą kosztować odpowiednio 96,5 mln PLN i 69,5 mln PLN. Zarząd zamierza również wydać 15,2 mln PLN na przebudowę instalacji usuwania CO2 z gazu syntezowego do produkcji amoniaku, która poprawi efektywność tego procesu. Poszerzenie oferty produktowej pozwoli ZAP na pozostawienie dodatkowej części marży w Spółce, gdyż część mocznika i siarczanu amonu będzie sprzedawana jako produkt bardziej „przetworzony”. Dotychczas roczna sprzedaż zewnętrzna tych produktów wynosiła odpowiednio 300 tys. ton i 160 tys. ton. Nowa instalacja ma mieć zdolności na poziomie 160 tys. ton rocznie. W kontekście tych planów pozostaje jednak pytanie jak ZAP zamierza sfinansować zakup Anwilu.

### Prezes o akwizycjach

Prezes Paweł Jarczewski w wywiadzie prasowym poinformował, że obecnie Puławy skupiają się przede wszystkim nad projektem zakupu Anwilu, aczkolwiek w razie niepowodzenia tej transakcji mają również alternatywne koncepcje budowania skali działalności w regionie z innymi partnerami, do których zaliczają się m.in. Police. Spółka rozmawia obecnie z bankami na temat finansowania akwizycji, ale w związku z prowadzonym intensywnym programem inwestycyjnym w rozbudowę łańcucha produktowego, rozważa również emisję akcji.

## Energetyka



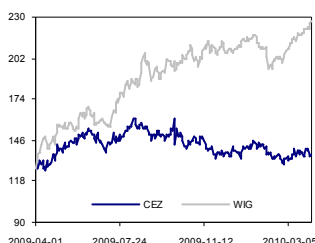
### CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 136,1 PLN    Cena docelowa: 140,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	189 756,3	-3,4%	194 221,9	2,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	87 198,9	-4,3%	87 942,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	73 220,4
marża EBITDA	48,2%	46,4%		46,0%		45,3%		EV (cena bieżąca)	97 250,7
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 657,7	-9,6%	61 339,4	-0,5%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	47 095,3	-8,6%	46 677,9	-0,9%		
P/E	11,4	9,4		10,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	7,8	6,5		6,6		6,6		Zmiana ceny: 6m	-8,0%
P/BV	3,1	2,4		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	371,7%
EV/EBITDA	7,1	6,8		7,4		7,6		Max (52 tyg.)	161,1
Dywidenda (%)	4,5	5,5		6,1		5,6		Min (52 tyg.)	125,7



Ważniejsze od zaprezentowanych przez CEZ wyników za 4Q'09, które okazały się zgodne z naszymi szacunkami, były dla inwestorów przedstawione przez Zarząd prognozy zysków na rok 2010. Oczekiwany przez Spółkę spadek EBITDA i zysku netto, choć nie odbiegał od naszych prognoz, to okazał się bardziej konserwatywny od szerokiego konsensusu, co zapewne wpłynie na utrzymanie się słabszego sentymentu do akcji CEZ w najbliższych tygodniach. W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, iż ciekawszą alternatywę inwestycyjną dla czeskiego koncernu stanowią polskie firmy energetyczne, tym bardziej, że na europejskim rynku energii nadal nie obserwujemy odwrócenia negatywnych tendencji. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

#### Inwestycje w energię słoneczną

CEZ zdecydował się zwiększyć swój budżet inwestycyjny na ten rok o 25 mld CZK do poziomu 92,5 mld CZK (łącznie z nakładami na paliwo jądrowe), głównie z uwagi na planowane inwestycje w zakresie energii słonecznej w Czechach. Plany inwestycyjne na kolejne lata w relacji do dotychczasowych zamierzeń nie zostały zmienione, co sugeruje że zwiększony capex będzie dotyczył przejścia aktywów z obszaru energetyki słonecznej. Zapewne ma to związek z sugestiami Zarządu, że większe oddawane moce w elektrowniach fotowoltaicznych w Czechach, ze względu że nie są w pełni uwzględnione w taryfach spółek dystrybucyjnych które muszą kupować tę energię, mogą obciążyć Spółkę dodatkowymi kosztami w skali 1-2 mld CZK. W naszym modelu nie uwzględniamy dodatkowych 25 mld CZK inwestycji ze względu na brak przedstawienia precyzyjnych planów w tym zakresie. Oczywiście nie uwzględniamy również efektów tych inwestycji.

#### CEZ rozważa zamrożenie projektu elektrowni w Warnie

Zarząd CEZ rozważa zamrożenie planu budowy elektrowni gazowej w Warnie w Bułgarii. Powodem jest niepewność dostawy paliwa oraz coraz mocniejsza regulacja miejscowego rynku. Nowy blok CCGT o mocy 880 MW miał zastąpić starą elektrownię węglową należącą do CEZ. W naszych prognozach zakładaliśmy, że budowa będzie kosztować około 16,8 mld CZK i zostanie ukończona w 2015 roku.



## Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 19 PLN

Cena docelowa: 21,62 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 519,7	4,9%	7 602,7	1,1%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 365,4	17,0%	1 379,8	1,1%	MC (cena bieżąca)	8 387,4
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,2%		18,1%		EV (cena bieżąca)	6 131,0
EBIT	251,4	505,6	101,1%	698,8	38,2%	699,5	0,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	653,4	27,2%	654,8	0,2%		
P/E	38,9	16,3		12,8		12,8		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	9,9	7,1		6,4		6,3		Zmiana ceny: 6m	-18,1%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	23,4%
EV/EBITDA	6,8	6,6		4,5		5,2		Max (52 tyg.)	25,3
Dywid (%)	1,2	2,4		3,1		3,9		Min (52 tyg.)	15,0



Po słabych wynikach sentyment na akcjach Enei wyraźnie się pogorszył, ale naszym zdaniem w przyszłości Spółka nie powinna już negatywnie zaskakiwać wynikami i zrealizuje zakładaną przez nas 27% dynamikę wzrostu zysku netto. Obecna wycena rynkowa nadal implikuje znaczne dyskonto (30% dla EV/EBITDA) w relacji do podmiotów z branży i choć uważamy, że częściowo jest ono uzasadnione ze względu na skalę planowanych w najbliższych latach inwestycji, to wyceniając akcje Enei na 21,62 PLN dostrzegamy prawie 15% potencjał wzrostowy i utrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Rozczarowujące wyniki za 4Q'2009

Wyniki Grupy ENEA za 4Q'09 okazały się znacząco niższe od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Największa negatywna niespodzianka pojawiła się w segmencie dystrybucji, gdzie Spółka raportowała stratę operacyjną na poziomie -26 mln PLN vs. -17 mln PLN rok temu i 56,8 mln PLN naszej prognozy. Koszty operacyjne tego segmentu wyniosły aż 676 mln PLN wobec średniej dla poprzednich kwartałów na poziomie 500 mln PLN. Trudno tłumaczyć to sezonowością, gdyż w poprzednim roku takich znaczących odchyień nie było. Prawdopodobnie wyższe koszty korespondują z zaksięgowanymi w segmencie wyższymi przychodami (650 mln PLN vs. średnia 550 mln PLN w poprzednich kwartałach), co z kolei może wynikać z typowo księgowych rozliczeń jakichś płatności. Pozostała część odchylenia może być natomiast efektem wyższych kosztów wynagrodzeń (wzrost skonsolidowanych kosztów pracowniczych o 41 mln PLN q/q w związku z rocznym rozliczaniem funduszu płac oraz naliczoną premią roczną) oraz częściowo ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej związanego z rezerwami na potencjalne roszczenia (-35,5 mln PLN, z czego jednak -16 mln PLN odpisu wartości firmy zostało zaksięgowane w segmencie pozostałe i stanowiło rozliczenie transakcji nabycia MEC Piła i PEC Oborniki). Spółka gorszy wynik na tej działalności tłumaczy również wyższymi kosztami zakupu energii na pokrycie straty bilansowej, które według naszych szacunków bazujących na sprzedaży międzysegmentowej w segmencie obrotu w ujęciu q/q wzrosły o 43 mln PLN i 32 mln PLN r/r. Wyniki segmentu wytwarzania również okazały się gorsze od naszych oczekiwań (61,8 mln PLN wobec 109,7 mln PLN), co miało związek z utrzymaniem wyższych kosztów remontowych z 3Q (średni poziom kosztów usług obcych w 1H'09 wynosił 71 mln PLN vs. 95 mln PLN w 2H'09) i prawdopodobnie ponoszonych wydatków na zakup brakujących praw do emisji CO2 (w całym roku 1 mln ton o wartości 63 mln PLN). Pozytywnej rewizji szacunków po 4Q'09 dokonaliśmy natomiast w przypadku segmentu obrotu, który wygenerował aż 83,9 mln PLN zysku operacyjnego vs. oczekiwane 23,2 mln PLN. Pozytywne odchylenie na tej działalności częściowo odbyło się jednak prawdopodobnie kosztem zysków poprzednich segmentów (efekt obniżenia cen w kontrakcie z Kozienicami oraz wyższa sprzedaż do operatora na pokrycie strat sieciowych), co zdają się m.in. potwierdzać wyższe wyłączenia konsolidacyjne (-28,5 mln PLN vs. oczekiwane -11,6 mln PLN). Lepsze wyniki na handlu energią to ponadto zasługa wyższych wolumenów (najlepszy kwartał w roku) oraz niższych jednostkowych cen zakupu energii spoza Grupy, w szczególności jeśli chodzi o świadectwa pochodzenia.

### Dywidenda tylko 21 groszy na akcję

Do negatywnych zaskoczeń raportu za 4Q można doliczyć propozycję Zarządu dotyczącą wypłaty dywidendy na poziomie zaledwie 91,6 mln PLN (30% jednostkowego zysku), co implikuje wypłatę niecałych 21 groszy na akcję, czyli yield 1% (naszym zdaniem Spółka mogłaby wypłacić cały zeszłoroczny zysk).

### Przetarg na budowę bloku w Kozienicach

ENEA ogłosiła postępowanie przetargowe na budowę bloku węglowego w Elektrowni Kozienice o mocy minimum 900 MW. Przedmiotem zamówienia jest zaprojektowanie, dostawa, montaż, rozruch i przekazanie do eksploatacji nowego bloku. Wstępne oferty można składać do 15

kwietnia. ENEA szacuje koszt budowy na około 5 mld PLN, a uruchomienie bloku ma nastąpić w 2015 roku. W naszym modelu zakładamy koszt budowy tego bloku na 5,2 mld PLN. Będzie on charakteryzował się parametrami nadkrytycznymi i powinien mieć sprawność na poziomie 44,5% vs. 39,6-39,7% w aktualnie pracujących instalacjach (wyższa sprawność pozwoli na mniejsze zużycie węgla w przeliczeniu na 1 MWh energii). Próbne uruchomienie planowane jest na październik 2015 roku, a oddanie do eksploatacji na koniec 2015 roku. Szacunkowa roczna wielkość produkcji z nowego bloku to 6,9 TWh brutto (obecnie 11,8 TWh).

### **Vattenfall nadal zainteresowany ENEA**

W lecie ma być gotowa nowa strategia Vattenfalla, ale koncern zapewnia że nadal jest zainteresowany prywatyzacją ENEI. Szwedzki koncern jest naturalnym inwestorem branżowym polskiego koncernu i trudno sobie wyobrazić jego pozostanie w roli inwestora mniejszościowego.

### **Enea złożyła ofertę na PAK**

Prezes Enei zapowiedział, że Spółka odebrała memorandum inwestycyjne w sprawie sprzedaży ZE PAK i zamierza złożyć ofertę na zakup 50% akcji tego podmiotu od Skarbu Państwa. Enea chce mieć wpływ na zarządzanie PAK. Przypominamy, że ZE PAK to 3 elektrownie o łącznych mocach zainstalowanych na poziomie 2,3 GW, produkujących rocznie 10-11 TWh energii (przykładowo Elektrownia Kozienice wytwarza rocznie około 11-12 TWh). Wartość księgową tej spółki wynosiła na koniec 2008 roku 1,3 mld PLN, a zysk netto sięgnął wówczas 120 mln PLN. Należy oczekiwać, że PAK w ubiegłym roku poprawił te wskaźniki. MSP oprócz ZE PAK wystawił również na sprzedaż 85% pakiety kopalni węgla brunatnego w Koninie i Adamowie, które stanowią zaopatrzenie dla elektrowni. Oczywiście kluczowa dla oceny udziału Enei w tym przetargu będzie zaoferowana cena, która w naszej opinii powinna odzwierciedlać fakt, iż 47% udziałów w PAK ma Elektrim tak więc zakup udziałów od MSP nie gwarantuje pełnej kontroli nad spółką.



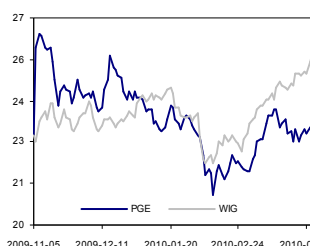
## PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 23,3 PLN      Cena docelowa: 27,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 123,7	-2,3%	22 348,1	5,8%	Liczba akcji (mln)	1 730,1
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	7 394,2	-7,4%	7 950,2	7,5%	MC (cena bieżąca)	40 311,1
marża EBITDA	30,1%	36,9%		35,0%		35,6%		EV (cena bieżąca)	46 659,3
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 667,4	-12,7%	4 889,6	4,8%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 138,3	-6,9%	3 305,3	5,3%		
P/E	17,8	12,0		12,8		12,2		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	7,6	6,7		6,9		6,3		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,0	5,7		6,3		6,4		Max (52 tyg.)	
Dywid (%)	1,2	3,0		3,3		3,9		Min (52 tyg.)	



Na wzrostowym rynku akcje PGE zachowywały się gorzej od indeksu WIG20, na co wpływ oprócz defensywnego charakteru Spółki, nadal miała perspektywa wzmożonej podaży akcji w drugiej połowie roku. Niezależnie od tego ostatniego czynnika, podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i zwracamy uwagę inwestorów na niskie ryzyko odchylenia wyników finansowych koncernu od naszych konserwatywnych prognoz, które w przypadku wskaźnika EV/EBITDA implikują kilkunastoprocentowe dyskonto do sektora. Wskazujemy również na fakt, że w pozytywnym scenariuszu dla gospodarki zyski PGE poprawią się znacznie szybciej niż będzie to możliwe w przypadku zachodnich koncernów energetycznych (efekt kontraktowania cen energii w końcówce roku).

### Wyniki 4Q zgodne z oczekiwaniami

Wyniki PGE za 4Q'09 okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami, zarówno na poziomie operacyjnym jak i netto. Na poziomie rachunku zysków i strat istotna różnica w relacji do naszych oczekiwań pojawia się jedynie w przypadku przychodów, ale jest to w dużej mierze efekt zmiany zasad konsolidacji transakcji z mniej istotnymi spółkami z grupy kapitałowej (bez tej zmiany roczna sprzedaż byłaby wyższa o 1,4 mld PLN). W ujęciu segmentowym najważniejszym kontrybutorem skonsolidowanego EBIT był oczywiście segment wytwarzania, który wygenerował 1,06 mld PLN zysku operacyjnego (przy produkcji energii na poziomie 14,2 TWh vs. 14,6 TWh rok temu) vs. oczekiwane przez nas 0,9 mld PLN. Odchylenie to efekt zaksięgowanych wyższych o 62 mln PLN przychodów z rekompensat KDT oraz rozwiązania rezerwy rekultywacyjnej na 131 mln PLN (rok temu było to 565 mln PLN). Negatywne zaskoczenie pojawiło się z kolei na segmencie dystrybucji, który wypracował -4,8 mln PLN straty operacyjnej (prognoza 124 mln PLN i -152 mln PLN w 4Q'08), co wynika z zawiązanych rezerw bilansowych, których nie zakładaliśmy. Segment hurtowy wypracował EBIT na poziomie 90 mln PLN (prognoza 52 mln PLN), a segment detaliczny 109 mln PLN (prognoza 111 mln PLN). Ostatecznie skonsolidowany wynik operacyjny Grupy PGE wyniósł 1,3 mld PLN. Na poziomie działalności finansowej, po uwzględnieniu zysków konsolidowanych z Polkomtela, saldo było dodatnie i wyniosło +43,6 mln PLN, a niewielkie odchylenie od naszej prognozy (64,4 mln PLN) to efekt niższych przychodów odsetkowych. Na pozycji podatku dochodowego nie było zaskoczeń, a zyski przyporządkowane mniejszościowym akcjonariuszom okazały się tylko o 23 mln PLN wyższe niż oczekiwaliśmy. Ostatecznie więc zysk netto wyniósł 848,8 mln PLN, kształtując się blisko naszej prognozy.

### Propozycja wypłaty 76 groszy dywidendy na akcję

Zarząd w raporcie rocznym zaproponował wypłatę 1,3 mld PLN dywidendy z zysku za rok 2009, co implikuje 76 groszy na akcję, czyli mniej niż zakładane przez nas dotychczas 98 groszy. Barierą do wyższej wypłaty jest poziom jednostkowego zysku netto (1,44 mld PLN) oraz techniczne utrudnienia związane z wypłatą dywidend z poszczególnych spółek zależnych, co powinno się zmienić po przeprowadzeniu procesu konsolidacji grupy kapitałowej. Zwracamy uwagę, że skonsolidowany cash flow operacyjny w 4Q wyniósł 1,8 mld PLN (w całym roku 7,3 mld PLN vs. nasze wcześniejsze szacunki 6,3 mld PLN). Przy nieco niższym niż oczekiwaliśmy poziomie nakładów inwestycyjnych (w całym roku 4 mld PLN vs. oczekiwane 4,67 mld PLN) i zaksięgowaniu wpływów z emisji akcji Spółka na koniec roku zaraportowała gotówkę netto w kwocie 2,7 mld PLN.

### Memorandum o współpracy z GE Hitachi w zakresie atomu

PGE podpisała z GE Hitachi memorandum o współpracy w zakresie energetyki jądrowej. Dokument przewiduje wspólne działania przy opracowaniu studium wykonalności budowy elektrowni jądrowej w Polsce oraz jej potencjalną budowę i eksploatację. Wcześniej PGE podpisała podobne porozumienie z EDF. Podobno ma powstać jeszcze trzecia podobna grupa



robocza, a harmonogram i koszt budowy bloków atomowych będzie znany do końca roku. Wtedy też polski koncern wybierze technologię i partnera do tego projektu. Na razie trwają prace koncepcyjne nad tym projektem. Przypominamy, że PGE analizuje możliwość wybudowania dwóch elektrowni jądrowych o zakładanej wstępnie mocy do około 3000 MW każda. Ostateczny harmonogram będzie zależał o tempa prac rządowych nad tym projektem (rządowy program energetyki jądrowej wraz z niezbędnymi regulacjami prawnymi ma być gotowy do końca 2010 roku) oraz wyników debaty społecznej na temat energetyki nuklearnej. Przetarg na wybór technologii oraz ustalenie lokalizacji możliwe byłoby do końca 2013 roku, a uzyskanie odpowiednich zgód i zezwoleń do 2015 roku. Budowa rozpoczęłaby się w 2016 roku i oddanie pierwszego bloku w pierwszej elektrowni mogłoby nastąpić do końca 2020 roku, kolejne byłyby oddawane co 2-3 lata. Łączny koszt 3000 MW wyniósłby około 9 mld EUR.

### **Splata kredytów przez Elektrownię Bełchatów**

Zarząd PGE poinformował, że Elektrownia Bełchatów zdecydowała o wcześniejszej spłacie większości zadłużenia na finansowanie budowy bloku o mocy 858 MW. Ostateczna wartość spłaty będzie zależać od wyników negocjacji z instytucjami finansowymi i będzie ona zrefinansowana emisją obligacji do PGE. Łączna nominalna wartość kredytów na ten projekt (razem z kredytem gwarancyjnym) to 2,8 mld PLN i 370 mln EUR, z czego obecnie wykorzystano około 3 mld PLN. Dług netto Grupy PGE na koniec 3Q'09 wynosił 3,9 mld PLN, co nie uwzględniało jeszcze 6 mld PLN z emisji akcji. Wcześniejsza spłata kredytów przez Elektrownię Bełchatów, to prawdopodobnie efekt toczącego się sporu z bankami dotyczącego naruszenia przez kredytobiorcę warunków umowy, dotyczących rozliczeń sprzedaży energii w ramach Grupy PGE. Według informacji przedstawionych w prospekcie, banki w zamian za uchylene naruszenia umowy domagały się zgody na podwyższenie spreadów odsetkowych i zapłaty tzw. waiver fee. W kontekście obecnej płynności PGE decyzja Zarządu wydaje się więc jak najbardziej słuszna i pozwoli ponadto na wypłatę dywidendy przez Elektrownię Bełchatów do PGE.

### **UOKiK nie da zgody na zakup Energi?**

Małgorzata Krasnodębska-Tomkiel zapowiedziała, że urząd nie wyda zgody na ewentualny zakup Energi przez PGE ze względu na możliwą koncentrację rynku energii uniemożliwiającą rozwój konkurencji. Chodzi przede wszystkim o zwiększenie integracji pionowej w łańcuchu energetycznym. Ta zapowiedź może mieć pozytywny wpływ na kurs PGE, gdyż inwestorzy traktują tę transakcję raczej jako ryzyko (kwestia ceny) niż szansę dla koncernu.

### **Spadają koszty inwestycji w sektorze**

Wiceprezes PGE Wojciech Topolnicki przyznał, że Grupa prowadzi w tej chwili analizy dotyczące programu inwestycyjnego i w związku z obecną sytuacją rynkową zamierza zrewidować w dół plany wydatków. Koszty budowy nowych bloków wyraźnie bowiem w ostatnim czasie spadły, co potwierdzają podpisane niedawno kontrakty w Europie czy na świecie, które wskazują na obniżenie kosztów w przeliczeniu na MW od 15% do 20%. Jest to dobra informacja dla firm energetycznych, a dodatkowo spadek rynkowych stawek wzmacniany jest przez umocnienie złotego.

## Telekomunikacja

### Koreańczycy wejdą do Polski

Korea Telecom i SK Telecom są zainteresowane wejściem na polski rynek telekomunikacyjny. W pierwszym etapie rozważają nabycie lub alians z operatorem telefonii komórkowej. Na sprzedaż są P4 oraz Polkomtel. Zainteresowanie polskim rynkiem to dobra wiadomość dla sprzedających Polkomtela (KGHM, PKN, należy pamiętać o prawie pierwokupu Vodafone), ale niewykluczone również, że dla akcjonariuszy Netii (naszym zdaniem w perspektywie 2 lat główni udziałowcy będą chcieli wyjść z inwestycji). Pojawienie się kolejnego dużego operatora to dodatkowy problem dla TP i PTC. Paradoksalnie może jednak okazać się, że pojawienie się Koreańczyków doprowadzi do ustabilizowania się rynku, który obecnie za sprawą P4 i wysokiej asymetrii stawek MTR jest w trakcie wojny cenowej.

### Zbyt duże uprawnienia UKE

Polskie Prawo telekomunikacyjne daje zbyt duże uprawnienia Urzędowi Komunikacji Elektronicznej (UKE) w określaniu cen hurtowych usług telekomunikacyjnych - uznała Komisja Europejska, wzywając Polskę do wyjaśnień w tej sprawie. Chodzi o nowelizację Prawa telekomunikacyjnego z kwietnia ub.r., która miała dostosować polskie przepisy ustawy do prawa UE oraz usprawnić działanie rynku. KE zwraca szczególną uwagę na zbyt daleko idące regulacje na rynku hurtowego dostępu do sieci. Na obecną chwilę trudno zakładać, że stanowisko KE realnie wpłynie na rynek telekomunikacyjny – przede wszystkim pozycję TP – w perspektywie najbliższego roku. Informacja potencjalnie pozytywna dla TP, ale w krótkim okresie bez wpływu na wycenę.

### Strategia Mediatel/CenterNet

Mediatel i CenterNet po połączeniu stworzą razem platformę umożliwiającą świadczenie komplementarnych usług telekomunikacyjnych swoim partnerom (telefonii stacjonarna, mobilna dostęp do internetu). Operator nie chce prowadzić działalności detalicznej pod własnymi markami. Inwestycje potrzebne na uruchomienie i rozwój projekty mają mieć wartość 200 mln PLN w ciągu dwóch lat (165 mln PLN na finansowanie infrastruktury GSM). Do końca 2010 r. operatorzy chcą podpisać kilka umów z dużymi operatorami i pośrednio obsługiwać ponad milion klientów indywidualnych. Po osiągnięciu docelowej skali działalności zakładają przychody przekraczające 50 mln PLN miesięcznie. Transakcja połączenia ma polegać na tym, że Mediatel przejmie CenterNet a w zamian wyemituje akcje dla jego właściciela - NFI Midas, który obejmie prawie 66% akcji w spółce. Do Magna Polonia - obecnie większościowego akcjonariusza Mediatela - będzie należało ok. 22% spółki. Koncepcja nie jest nowa (hub) i na innych rynkach występuje głównie pod postacią hubów specjalizujących się w danym typie usług telekomunikacyjnych. Koncepcja byłaby bardzo ciekawa, gdyby pojawiła się kilka lat temu, kiedy operatorzy alternatywni mieli ogromne problemy w wykorzystaniu infrastruktury operatorów z dominującą pozycją na rynku. Obecnie, dzięki działaniom UKE staje się to coraz prostsze i miejsce dla tego typu przedsięwzięć – naszym zdaniem – jest ograniczone raczej do mniejszych podmiotów. Na obecnym etapie istotne jest czy spółka rzeczywiście podpisze umowy z dużymi operatorami, co uwiarygodni jej strategię.

### KE tym razem przeciw UKE

KE zażądała od UKE wycofania się z planów uregulowania rynku usług wymiany ruchu IP w Polsce. Zdaniem Komisji, UKE nie ma racji twierdząc, że TP ogranicza konkurencję. Decyzja Komisji spotkała się z ostrą reakcją UKE. Prezes UKE Anna Streżyńska podkreśliła, że w trakcie postępowania Komisja nie wykazywała woli rzetelnej współpracy, nie przyjmowała również do wiadomości kierowanych już w grudniu 2009 r. przez UKE wyjaśnień, co spowodowało "powtarzanie tych samych błędnych argumentów w publikowanych dokumentach".



## Netia (Trzymaj)

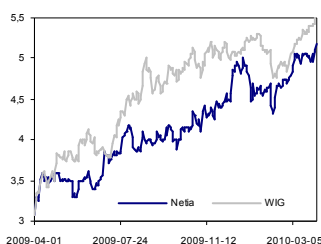
Cena bieżąca: 5,17 PLN

Cena docelowa: 4,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 525,4	1,3%	1 629,0	6,8%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%	MC (cena bieżąca)	2 012,0
marża EBITDA	15,3%	18,9%		21,2%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 729,4
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%		
P/E	8,7	22,7		53,8		25,8		Zmiana ceny: 1m	5,1%
P/CE	4,0	5,2		6,1		5,6		Zmiana ceny: 6m	29,3%
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	59,1%
EV/EBITDA	10,6	6,4		5,3		4,6		Max (52 tyg.)	5,2
Dywid (%)	0,0	-0,6		1,9		3,9		Min (52 tyg.)	3,3



Przy obecnej cenie, naszym zdaniem akcje Netii nie oferują potencjału wzrostowego – szczególnie biorąc pod uwagę wartość generowanego przez podstawową działalność FCF. Momentum na wynikach jest jednak nadal pozytywne. Spółka będzie wykazywała wzrost liczby abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu, co będzie pozytywnie przyjmowane przez inwestorów. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

### Emisja akcji

W ramach kapitału warunkowego spółka wyemitowała 61 tys. akcji zwykłych na okaziciela serii K o wartości nominalnej 1 PLN każda. Akcje zostały wyemitowane na skutek wykonania opcji przez osoby uprawnione do partycypowania w programie motywacyjnym. Obecnie kapitał zakładowy spółki wynosi 389,3 mln PLN i dzieli się na 389,3 mln akcji.

### Pod koniec 2010 nowa strategia

Pod koniec roku zarząd przedstawi zarys nowej strategii spółki na okres po roku 2012. Ze wstępnych wypowiedzi Prezesa wynika, że spółka nadal będzie koncentrować swoją uwagę na wzroście poprzez akwizycje sieci Ethernetowych oraz budowaniu relacji z klientem detalicznym. Organiczny wzrost przychodów Prezes szacuje na 3-5% rocznie, przejęcia powinny zwiększyć tę dynamikę. Przedstawione zapowiedzi nie wnoszą do obrazu spółki nic nowego i nie powinny mieć wpływu na kurs.



## TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,5 PLN      Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 165,0	16 510,0	-9,1%	15 525,4	-6,0%	15 215,9	-2,0%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 216,0	-18,5%	5 597,7	-9,9%	5 597,8	0,0%	MC (cena bieżąca)	22 038,2
marża EBITDA	42,0%	37,6%		36,1%		36,8%		EV (cena bieżąca)	26 725,5
EBIT	3 313,0	2 066,0	-37,6%	1 578,7	-23,6%	1 665,5	5,5%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	962,7	-24,8%	1 044,9	8,5%		
P/E	10,3	17,2		22,9		21,1		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	3,5	4,1		4,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	-0,4%
P/BV	1,3	1,3		1,4		1,5		Zmiana ceny: 12m	-18,3%
EV/EBITDA	3,7	4,2		4,8		4,7		Max (52 tyg.)	20,2
Dywid (%)	10,3	9,1		9,1		8,2		Min (52 tyg.)	14,3



W marcu pojawiły się informacje o tym, że UKE złagodzi politykę w obszarze MTR (szybsze zmniejszenie asymetrii, brak kolejnej obniżki w br. dla trzech największych operatorów), co ma istotne znaczenie dla Centertela. Zarząd podtrzymał politykę dywidendy na poziomie 1,5 PLN na akcję, co naszym zdaniem istotnie ogranicza dalszy potencjał spadkowy akcji spółki (yield brutto 9,8%). Biorąc pod uwagę, nasze sceptyczne podejście do rynku akcji, uważamy, że TPSA powinna zachowywać się lepiej niż szeroki rynek.

### Rewolucja w MTR?

W reakcji na uwagi płynące z KE, UKE przygotowało nowy projekt rozporządzenia, które skraca asymetrię stawek MTR dla Play (P4) i Polsatu Cyfrowego o dwa lata (z 2015 do 2013 roku). To bardzo dobra informacja dla Centertela, PTC i Polkomtela. Nie widzieliśmy jeszcze nowych stawek proponowanych przez UKE, ale należy pamiętać, że w krótkim okresie decyzja wcale nie musi zmieniać obrazu rynku. Dotychczasowa ścieżka zmniejszania asymetrii pozostawiała nadal wysoką różnicę stawek do połowy 2011 roku. Dopiero po tym okresie stawki MTR dla P4 obniżały się na tyle szybko, że przewaga cenowa operatora istotnie zmniejszała się. Teoretycznie zmniejszenie czasu utrzymania asymetrii powinno skłonić UKE do istotnie szybszego schodzenia ze stawkami w P4 już od najbliższej potencjalnej obniżki, tj. w lipcu br. Będzie to okres, który pokaże czy UKE tylko ugięła się pod naciskami KE, nalegającej na skrócenie czasu asymetrii, ale w perspektywie 1-1,5 lat nadal utrzyma wysoka asymetrię, czy faktycznie rynek czeka jakościowa zmiana – jej efektem byłoby przyspieszenie transakcji sprzedaży P4, przez dotychczasowych udziałowców.

### Nowy Prezes FT o TP

Zgodnie z wypowiedziami nowego prezesa France Telecom, francuski operator nie liczy na dodatkową dystrybucję środków od TPSA w 2010 roku i satysfakcjonuje go dywidenda na poziomie 1,5 PLN na akcję. TP zapowiedziała, że również w średniej perspektywie będzie dążyć do utrzymania dywidendy na poziomie 1,5 PLN na akcję. Ponadto France Telecom rozważy zakup 4,15% akcji TP od MSP, jeśli pojawi się taka propozycja. Grupa France Telecom chce brać udział w konsolidacji, także na rynku polskim. Prezes France Telecom powiedział, że FT zamierza zwiększyć swoją obecność na rynku polskim, gdyż jest to jeden z największych i najlepiej rokujących rynków Europy. Prezes zaznaczył, że w przypadku rynku polskiego potencjalne zainteresowanie podmiotami do przejęcia dotyczy bardziej rynku mobilnego, niż stacjonarnego. W połowie roku TF przedstawi „mapę drogową” dla całej grupy. Informacje przekazane przez Prezesa FT oceniamy pozytywnie, ze szczególnym uwzględnieniem ponownego zainteresowanie mniejszościowym pakietem od SP. W przypadku potencjalnych inwestycji TP w obszarze telefonii mobilnej naturalnym celem staje się Play (P4). Naszym zdaniem na obecną chwilę rozbieżności co do wyceny Play są na tyle duże, że nie należy oczekiwać transakcji w br.

### Niekorzystna decyzja TS

W 2006 roku TP zakwestionowała decyzję UKE o zakazie obowiązkowego łączenia Neostrady z linią telefoniczną (wymóg w ofercie TP). Operator poskarżył się do NSA, który poprosił Trybunał Sprawiedliwości UE o opinię. Ten wydał opinię, że unijne prawo nie stoi tu na przeszkodzie (polskie prawo telekomunikacyjne mówi, że UKE może nałożyć na operatora telekomunikacyjnego zakaz zobowiązania użytkownika do korzystania z usług, które są dla niego zbędne). Sędziowie TS podkreślili jednak, że w grudniu 2007 r. weszła w życie unijna dyrektywa w sprawie nieuczciwych praktyk handlowych, która wprowadza jednak pewne wątpliwości. Dyrektywa nie pozwala na wprowadzanie przepisów krajowych, które poza pewnymi wyjątkami - nie biorąc pod uwagę specyficznych okoliczności danego przypadku, zakazują składania jakichkolwiek ofert wiązanych. Spór między UKE a TP SA miał miejsce



przed upływem terminu transpozycji wspomnianej dyrektywy i ma ona zastosowanie dopiero po tej dacie, czyli po 12 grudnia 2007 r. Oznacza to, że decyzja Trybunału nie przesądza wyniku sporu. Do NSA należy więc ustalenie, czy rozpatrując kasację złożoną przez TP weźmie pod uwagę te przepisy. Zależy to m.in. od rozstrzygnięcia, czy sporna decyzja UKE z grudnia 2006 r. ma nadal skutki prawne i czy rzeczywiście została wydana w sposób zakazany przez tę dyrektywę. TPSA jest teraz bliżej przegrania sporu. W krajach, gdzie obowiązuje zakaz łączenia dostępu do internetu z abonamentem telefonii stacjonarnej obowiązuje dopłata za użytkowanie sieci. Podobnie wygląda oferta operatorów sieci kablowych w Polsce. Oznacza to, że przegrana TP będzie miała negatywny wpływ na wyniki spółki jednak skala tego wpływu będzie zależna od wysokości dopłaty jaką zaakceptuje UKE.

## Media

### **ZenithOptimediaGroup o polskim rynku reklamy**

W najnowszym raporcie ZenithOptimediaGroup zrewidował swoje prognozy dynamiki dla polskiego rynku reklamowego. Według najnowszych szacunków w tym roku wartość wydatków na reklamę wzrośnie o 3,2%, przy czym wszystkie segmenty poza prasą mają być na plusie. Na 2011 rok agencja przewiduje 8% wzrostu rynku reklamowego. Prognozy na 2010 rok są spójne z naszymi wcześniejszymi szacunkami. W odniesieniu do prognozy na 2011 rok uważamy, że jest ona w tym momencie obciążona sporym ryzykiem odchylenia In minus.



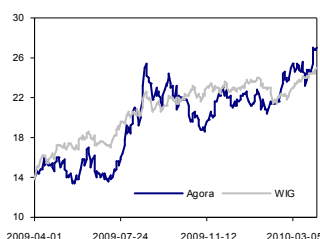
## Agora (Trzymaj)

Cena bieżąca: 26,95 PLN    Cena docelowa: 24,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 112,4	0,2%	1 180,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	149,7	11,6%	154,1	3,0%	MC (cena bieżąca)	1 372,8
marża EBITDA	10,0%	12,1%		13,5%		13,1%		EV (cena bieżąca)	1 137,1
EBIT	44,6	52,9	18,6%	65,3	23,5%	69,5	6,3%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	59,4	55,1%	66,1	11,3%		
P/E	63,3	35,8		23,1		20,8		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/CE	13,8	11,5		9,5		9,1		Zmiana ceny: 6m	22,0%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	88,5%
EV/EBITDA	10,7	8,9		7,6		7,0		Max (52 tyg.)	27,0
Dywid (%)	0,0	1,4		2,2		2,4		Min (52 tyg.)	13,5



Agora dokonała bardzo atrakcyjnej naszym zdaniem akwizycji operatora kinowego Helios, która uzasadnia w naszej opinii wzrost kursu, jaki miał miejsce w ostatnim miesiącu o 11,4%. Wartość przejętego pakietu Heliosa wyceniamy na około 170 mln PLN (przy 120 mln PLN, jakie Agora za niego zapłaci przy realizacji umowy). Zdejmując z wyceny Agory wartość rynkową Heliosa otrzymujemy EV/EBITDA 2010 na poziomie 7,3 i EV/EBITDA 2011 równe 6,8 (13,1% i 7,2% dyskonta do spółek porównywalnych). Duże, ponad 60% poziomu premii utrzymują się na skorygowanych wskaźnikach P/E. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki sprzedaży dzienników w styczniu

Sprzedaż ogółem *Gazety Wyborczej* spadła w styczniu 2010 roku o 13,9% w porównaniu do ubiegłego roku. W tym samym czasie pozostałe ogólnopolskie dzienniki traciły na wolumenie sprzedaży w mniejszym stopniu: *Rzeczpospolita* (-4,3% r/r), *Fakt* (-6,8% r/r), *Super Express* (-10,1% r/r). Po grudniu sprzedaż *Gazety* zanotowała kolejny bardzo słaby miesiąc. Warto zwrócić uwagę na dynamikę sprzedaży kioskowej w największym stopniu wpływającej na przychody ze sprzedaży wydawnictw, które wyglądają słabiej od dynamik sprzedaży ogółem: w *Gazecie* spadły o 17,6% r/r, podczas gdy w *Rzeczpospolitej* wzrosły o 6,4%. Sprzedaż z pominięciem innych form rozpowszechniania spadła w przypadku *Gazety* o 16,0% a *Rzeczpospolitej* o 10,5%. W odniesieniu do *Dziennika Gazety Prawnej* brak jest porównywalnych danych, ale warto zwrócić uwagę na dynamikę m/m: +50,0% dla sprzedaży kioskowej i +15,5% dla sprzedaży ogółem (z pominięciem innych form rozpowszechniania). Podsumowując, o ile słaby grudzień był udziałem wszystkich dzienników opiniotwórczych, o tyle w styczniu wszystkie poza *Gazetą* zanotowały już wyraźną poprawę. Możliwe, że sprzedaż *Gazety* z opóźnieniem zareagowała na korzystniejsze trendy rynkowe. Nie bez znaczenia może być tu kwestia podwyżek cen egzemplarzowych – w przypadku *Rzeczpospolitej* miała ona miejsce w październiku 2008 i przez to nie narusza bazy porównawczej tak jak druga, kwietniowa podwyżka cen *Gazety*. Nie tłumaczy to jednak dynamik m/m.

### Zakup Heliosa

Agora podpisała przedwstępna umowę kupna 84 proc. Heliosa za 25 mln EUR. Łączna cena nabycia 84 proc. akcji Helios wyniesie 25.000.609,76 EUR. Cena nabycia może zostać podwyższona o kwotę nie wyższą niż 1.063.100 EUR, w zależności od rezultatu badania przez zewnętrznego eksperta stanu zobowiązań Helios. Zakup 84% akcji operatora kinowego Helios stanowi długo oczekiwaną przez inwestorów inwestycję Agory. Zarówno pod względem operacyjnym jak i finansowym akwizycję tę oceniamy pozytywnie. Zakup Heliosa będzie wiązał się z dywersyfikacją przychodów i większym uniezależnieniem od rynku reklamowego. Z drugiej strony działalność Heliosa nie odbiega w tak znaczący sposób od podstawowej działalności Agory, by móc powodować obawy o zdolność do zarządzania nową linią biznesową. Nie sprawdziły się wywołane wcześniejszą akwizycją Trader.com obawy wielu inwestorów, że akwizycja jakiej może dokonać Agora będzie droga i nieopłacalna. Implikowana przez wynegocjowaną kwotę zakupu cena Heliosa generuje na wskaźnikach operacyjnych i finansowych (6,55 EV/EBITDA i 11,65 P/E) znaczne poziomy dyskonta do notowanego na warszawskim parkiecie konkurencyjnego Cinema City International. W naszej opinii powyższe przejęcie wykreowało wartość dla akcjonariuszy Agory na poziomie około 48 mln PLN (0,98 PLN na akcję).



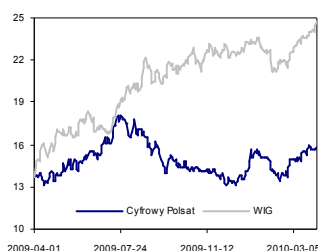
## Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

Cena bieżąca: 15,76 PLN    Cena docelowa: 16,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-25

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 456,4	15,0%	1 534,5	5,4%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	438,9	34,0%	505,6	15,2%	MC (cena bieżąca)	4 228,8
marża EBITDA	30,6%	25,9%		30,1%		32,9%		EV (cena bieżąca)	4 100,5
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	374,7	31,3%	417,2	11,4%	Free float	31,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	304,7	28,0%	340,7	11,8%		
P/E	15,7	17,8		13,9		12,4		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	14,4	15,1		11,5		9,9		Zmiana ceny: 6m	8,4%
P/BV	14,3	12,8		8,9		6,9		Zmiana ceny: 12m	14,7%
EV/EBITDA	12,0	12,7		9,3		8,0		Max (52 tyg.)	18,1
Dywid (%)	0,9	4,8		3,7		4,8		Min (52 tyg.)	13,1



Wysoka dynamika wzrostu bazy abonenckiej w czwartym kwartale (285,6 tys. nowych abonentów, w tym 266,6 tys. nowych użytkowników Pakietu Familijnego) oraz liczba nowopozyskanych użytkowników w pierwszych miesiącach 2010 roku, która według informacji podanych przez zarząd jest porównywalna do ubiegłorocznej wskazują, że Cyfrowy Polsat wciąż posiada istotny potencjał do dalszego rozwoju operacyjnego i poprawy wyników finansowych. Nowe inicjatywy podjęte przez spółkę takie jak planowane na kwiecień rozpoczęcie produkcji własnych dekodów HD, otwarcie biblioteki filmowej VOD czy rozpoczęta we współpracy z Aero2 oferta szerokopasmowego dostępu do Internetu naszym zdaniem również dają spółce dodatkowy potencjał do poprawy przyszłych wyników finansowych. Dodatkową szansę na poprawę wyników niesie oczekiwane w tym roku umocnienie złotego. Nasze bardziej konserwatywne od prognoz makroekonomicznych założenia dotyczące kursów walutowych (3,90 EUR/PLN i 2,90 USD/PLN) implikują w warunkach 2009 roku o 38 mln PLN niższe koszty licencji programowych i przesyłu sygnału. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Ambitne plany Cyfry Plus

Bertrand Le Guner, prezes Canal Plus Cyfrowy, operatora platformy Cyfra+, spodziewa się w 2010 roku dwucyfrowego wzrostu przychodów oraz dwucyfrowego wzrostu liczby klientów w swojej spółce. W 2009 roku przychody spółki Canal Plus Cyfrowy wzrosły o 24 proc. do 1,279 mld PLN, EBITDA o ok. 10 proc. (do 244 mln PLN), a liczba klientów o ponad 12% (do 1,55 mln użytkowników). Dwucyfrowe tempo wzrostu użytkowników oznaczałoby powtórzenie wyniku sprzedażowego 2009 roku. Naszym zdaniem w trudniejszych warunkach rynkowych 2010 roku realizacja tego zamierzenia będzie trudna.

### Zamiana części akcji imiennych na akcje na okaziciela

WZA Cyfrowego Polsatu zdecydowało o zamianie 8.082.499 akcji imiennych serii D na akcje na okaziciela. Zygmunt Solorz-Żak, który poprzez spółkę Polaris jest właścicielem tych 3% akcji, nie ma na razie planów ich sprzedaży. Dodał, że gdyby jednak doszło do sprzedaży, to pozyskane środki mogłyby posłużyć do rozwoju internetu. Oczekujemy, że zamienione akcje zostaną sprzedane w najbliższym czasie. Wartość powyższego pakietu to około 120 mln PLN. Przy założeniu, że cena sprzedaży będzie identyczna z bieżącą ceną rynkową, a zatem nie powinna być to wartość wstrząsająca kursem, choć biorąc pod uwagę urodzaj ofert w tym roku prawdopodobnie do sprzedaży będzie potrzebne pewne dyskonto.

### Perspektywy 2010 roku

W 2010 roku ma zostać uruchomiona produkcja dekodów HD, która pozwoli na zredukowanie kosztów sprzedanych i dzierżawionych dekodów. Prezes Libicki szacuje, że około 30% tegorocznej produkcji będą stanowiły dekodery w wyższym standardzie. Jednocześnie prezes poinformował, że sprzedaż pierwszych dwóch miesięcy 2010 roku kształtuje się na porównywalnym poziomie jak przed rokiem. Do końca kwietnia ma zostać podpisana umowa z Aero2 na współpracę w zakresie oferty szerokopasmowego dostępu do Internetu, a dotychczasowe opóźnienie (które spowodowało, że dotychczasowa współpraca prowadzona była na podstawie umowy tymczasowej) wynikała ze złych warunków pogodowych, które uniemożliwiały instalację nadajników na masztach. Obecnie liczba użytkowników usługi internetowej sięga 4 tys.

### Umowa z Nagravision

Cyfrowy Polsat podpisał aneks do umowy z Nagravision dotyczący wynajęcia, licencji i instalacji systemu dostępu warunkowego i sprzedaży kart dostępu warunkowego szwajcarskiej spółki. Wartość zawartego aneksu zależy od liczby abonentów oraz od kursu wymiany EUR/PLN.





Spółka oszacowała, iż wartość aneksu, w okresie trwania umowy, do 31 grudnia 2020 roku, wyniesie około 356 mln PLN, przyjmując kurs EUR na poziomie 3,8622 EUR/PLN (średni kurs NBP z 31 marca 2010 roku). Umowa ma obowiązywać spółki do końca 2010 roku. Zakładając, że do wyliczenia minimalnej wartości umowy została użyta obecna liczba abonentów miesięczna stawka za jedną kartę dostępową wynosić będzie około 0,22 EUR, podczas gdy wcześniejsza stawka wynosiła według naszych szacunków około 0,20 EUR/PLN. Naszym zdaniem średnia liczba abonentów przez najbliższe 10 lat i 9 miesięcy, jaka została przyjęta do szacunków jest wyższa niż ich obecna ilość i w praktyce należy oczekiwać nawet pewnych oszczędności z tytułu nowej umowy.

### **Bez wyższych MTR od 2013 roku**

Według nowego projektu UKE dotyczącego redukcji asymetrii w stawkach MTR od 2013 roku Play i Cyfrowy Polsat mają stracić uprzywilejowaną pozycję w tym zakresie. Ostateczne wdrożenie projektu będzie oznaczało utratę części wpływów z segmentu MVNO począwszy od 2013 roku. Redukcja dysproporcji w stawkach za zakańczanie połączeń była jednak wpisana w model biznesowy operatora wirtualnej telefonii, a ich poziom jest w Cyfrowym Polsacie na tyle mały, że nie stanowi w obecnych warunkach drastycznej zmiany dla wyniku.



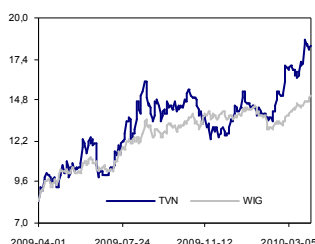
## TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,25 PLN    Cena docelowa: 16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-22

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 472,8	16,5%	2 691,1	8,8%	Liczba akcji (mln)	340,4
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	659,3	-17,0%	769,3	16,7%	MC (cena bieżąca)	6 212,0
marża EBITDA	37,5%	37,4%		26,7%		28,6%		EV (cena bieżąca)	8 357,7
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	430,3	-29,7%	525,7	22,2%	Free float	40,2%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	284,7	-32,3%	348,7	22,5%		
P/E	0,6	14,8		21,8		17,8		Zmiana ceny: 1m	9,2%
P/CE	0,5	10,3		12,1		10,5		Zmiana ceny: 6m	28,5%
P/BV	0,1	4,8		4,9		4,1		Zmiana ceny: 12m	100,5%
EV/EBITDA	1,7	10,2		12,7		10,6		Max (52 tyg.)	18,6
Dyyield (%)	1,9	4,2		1,7		1,4		Min (52 tyg.)	9,1



Od początku roku stopa zwrotu na inwestycji w akcje TVN przekroczyła stopę zwrotu na indeksie blue chipów o ponad 27,0%. Jednocześnie z poziomów dyskonta na wskaźniku EV/EBITDA w stosunku do zagranicznych spółek telewizyjnych TVN zaczął być notowany z premią (9,0% na 2010 rok i 5,0% na 2011). Oczekujemy, że najbliższe miesiące będą okresem napływu pozytywnych informacji ze spółki związanych ze wzrostem przychodów reklamowych w pierwszym kwartale oraz dobrymi perspektywami na kwartał drugi. Obecnie jest jednak zbyt wcześnie by dyskutować dynamiczny wzrost rynku reklamowego w przyszłym roku, a wzrost tegoroczny jest naszym zdaniem w pełni zdyskontowany w cenie. Rekomendujemy trzymanie akcji TVN, jednocześnie wycofując się z zalecanego wcześniej przeważania akcji spółki w stosunku do indeksu WIG20.

### Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych w marcu

Według danych AGB Nielsen TVN był jedynym z największych nadawców, który zwiększał swoje udziały rynkowe w marcu. Oglądalność stacji TVN wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 17,0% z 17,2%. W tym samym czasie oglądalność TVP1 spadła z 21,8% do 20,0%, TVP2 z 15,7% do 14,5%, a Polsatu z 15,2% do 14,5%. TVN zwiększał również swoje udziały w komercyjnej grupie docelowej (z 18,3% do 18,7%). W grupie docelowej TVN (16-49, duże miasta) nastąpił spadek z 23,9% do 23,1%.

### Realizacja transakcji zakupu udziałów w ITI Neovision

TVN poinformował o ostatecznym przeprowadzeniu transakcji zakupu 49% udziałów w platformie cyfrowej 'n'. Transakcja odbyła się na wcześniej uzgodnionych warunkach: na rzecz ITI zostały wyemitowane obligacje na kwotę 148 mln EUR o terminie zakupu, oprocentowaniu oraz pierwszeństwie spłaty analogicznym jak w przypadku senior notes. Jednocześnie warunkowo zostały wyemitowane promissory notes, które będą umieszczone na rachunku escrow i przejdą na własność ITI po spełnieniu przez 'n' określonych warunków w tym roku. Inwestorzy byli w pełni świadomi warunków transakcji od blisko pół roku. W związku z tym nie powinna ona dla nich stanowić powodu do zmiany decyzji inwestycyjnych.



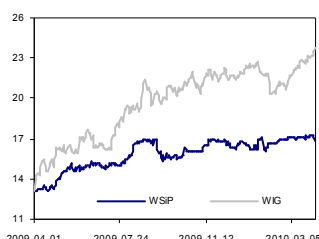
## WSiP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,86 PLN    Cena docelowa: 17,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	198,2	226,0	14,0%	198,2	-12,3%	200,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	50,0	39,4	-21,1%	42,7	8,2%	42,8	0,4%	MC (cena bieżąca)	417,4
marża EBITDA	25,2%	17,4%		21,5%		21,4%		EV (cena bieżąca)	380,5
EBIT	46,3	33,5	-27,6%	38,6	15,0%	38,7	0,3%	Free float	0,0%
Zysk netto	39,1	22,6	-42,2%	32,0	41,7%	32,0	0,0%		
P/E	10,7	18,5		13,0		13,0		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	9,8	14,6		11,6		11,5		Zmiana ceny: 6m	8,1%
P/BV	3,8	4,1		4,0		4,0		Zmiana ceny: 12m	27,7%
EV/EBITDA	7,8	9,0		8,9		8,9		Max (52 tyg.)	17,2
Dyyield (%)	10,7	9,4		7,3		7,7		Min (52 tyg.)	13,1



**Bieżąca wycena rynkowa Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych wydaje się w naszej opinii dobrze oddawać wewnętrzną wartość prowadzonego przez nie biznesu. Wiele czynników wskazuje na to, że Advent będzie w najbliższym czasie w stanie osiągnąć pułap 90% udziału w kapitale zakładowych WSiP pozwalającym na późniejszy przymusowy wykup pozostałych akcji i wycofanie spółki z giełdy. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

### Odpisy psują wyniki

Wyniki Wydawnictw uzyskane w czwartym kwartale 2009 roku były znacząco słabsze od naszych oczekiwań. Decydujący wpływ na poziom odchylenia wyników od naszych prognoz miało saldo pozostałej działalności operacyjnej wskazujące na mniejszy poziom rozwiązanych rezerw oraz odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych, który obniżył wynik brutto o około 3,0 mln PLN.

Przychody WSiP wyniosły 31,1 mln PLN, wobec zakładanych przez nas 21,6 mln PLN. Wyższa od naszych prognoz była zarówno sprzedaż jednostki dominującej jak i spółek zależnych (głównie Zielonej Sowy i Book House). Wysoka sprzedaż została zrealizowana przy bardzo wysokiej marży sięgającej 60,7% (vs. 45% prognozy). Wyższa marża może być częściowo efektem zmiany w sposobie ujmowania części kosztów i przesunięcia ich pomiędzy kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu oraz kosztami sprzedanych produktów i towarów. Wartość tych pierwszych wyniosła bowiem 30,2 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas 18,6 mln PLN. Wynik netto na sprzedaży wyniósł ostatecznie -11,3 mln PLN, przy -8,9 mln PLN naszej prognozy.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +2,0 mln PLN (+6,0 mln PLN naszych oczekiwań). Niskie saldo wskazuje na niższą kwotę rezerw tradycyjnie rozwiązywanych w Wydawnictwach w czwartym kwartale. Spółka w sprawozdaniu podaje dodatkowo informację, że na niską wartość salda miało wpływ zwiększenie odpisu aktualizującego wartość zapasów WSiP w związku ze zmianami w obecnej ofercie wydawniczej. W efekcie wynik operacyjny WSiP sięgnął w 4Q2009 -9,2 mln PLN wobec -2,9 mln PLN naszych oczekiwań.

Saldo działalności finansowej wyniosło -2,2 mln PLN (+0,5 mln PLN prognozy). Przyczyną odchylenia jest odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych, który obciążył rezultaty czwartego kwartału kwotą 3,0 mln PLN. Strata netto czwartego kwartału wyniosła -10,8 mln PLN, wobec oczekiwanej przez nas straty w wysokości 2,4 mln PLN.

**IT****Asseco Slovakia****Wyniki 4Q2009**

Słowacka spółka zaprezentowała zgodnie z przewidywaniami bardzo słabe wyniki w ostatnich trzech miesiącach 2009 roku. Przychody Asseco Slovakia spadły o 14,5% do 48,0 mln EUR. Wynik operacyjny spadł o 56,3% do 3,4 mln EUR. Zysk netto obniżył się z 5,9 mln EUR do 3,3 mln EUR. Zza słabsze wyniki Grupy odpowiada przede wszystkim austriacka spółka zależna Uniquare, która zanotowała w czwartym kwartale zaledwie 1,5 mln EUR przychodów (przed rokiem 6,1 mln EUR) i wygenerowała stratę netto na poziomie 0,57 mln EUR, przy 2,1 mln EUR zysku netto osiągniętego przed rokiem. Wyniki nie stanowią dla nas podstawy do weryfikacji prognoz kwartalnych dla Asseco Poland.

**ASEE****Perspektywy 2010 roku**

Asseco South Eastern Europe zamierza nadal rozwijać się w tym roku przez akwizycję. Wśród potencjalnych celów przejścia znajduje się obecnie spółka w obszarze kart, z którą ASEE ma joint venture w Chorwacji. W tej chwili kończony jest proces due diligence spółki i zdaniem prezesa Jeleńskiego w połowie roku może dojść do sfinalizowania tej transakcji. Prowadzone są też rozmowy z dwiema firmami tureckimi. Jedna z nich zajmuje się pośrednictwem rozliczania transakcji kartami w internecie, a druga obsługą call center. Generują one łącznie 9,4 mln EUR przychodów i 0,9 mln EUR zysku netto. Obserwowane są też dwie małe spółki Słowenii i Albanii. Jednocześnie portfel zamówień spółki na bieżący rok sięga 27,2 mln EUR przy 25,2 mln EUR w analogicznym momencie ubiegłego roku. W odniesieniu do dywidendy prezes Jeleński zapowiedział, że zarząd zarekomenduje wypłatę 0,11 PLN na akcję.

**ATM****Wywiad z wiceprezesem Czichonem**

Zdaniem Tadeusza Czichona, wiceprezesa i głównego akcjonariusza ATM, 2010 rok powinien przynieść powrót do wyników osiąganych w okresie 2006-2007 (tj. 21-26 mln PLN), za czym stać mają przede wszystkim zakończone inwestycje w segmencie telekomunikacyjnym oraz wyższy w ujęciu r/r portfel kontraktów w segmencie integracyjnym. Na pozytywnych dynamikach części integracyjnej zaważy przy tym kontrakt na OST 112 realizowany w ramach planu budowy elektronicznej administracji. Wiceprezes wypowiedział się również na temat planowanych inwestycji na budowę centrów (Telehouse Poland o powierzchni 3,5 tys m<sup>2</sup> oraz Centrum Innowacji ATM o powierzchni 10,0 tys. m<sup>2</sup>). Pierwsza z inwestycji ma zostać ukończona w połowie 2011 roku, druga w 2015 roku.

**Macrologic****Rekomendacja zarządu w sprawie dywidendy**

Zarząd Macrologic zarekomenduje akcjonariuszom spółki, by z zysku osiągniętego w 2009 roku wypłacono dywidendę w wysokości 2,5 PLN na akcję. Planowany dzień dywidendy to 20 kwietnia, a dzień wypłaty dywidendy to 6 maja tego roku. Zatwierdzenie tej wysokości dywidendy przez WZA implikuje 4,8% rentowności dywidendowej w tym roku.

**Wasko****Prezes Kosobudzki o perspektywach 2010 roku**

Zdaniem prezesa Wasko, Tomasza Kosobudzkiego, bieżący portfel zamówień ma wartość około 100 mln PLN, a zatem mniej więcej tyle samo ile przed rokiem. Prezes nie oczekuje wzrostu zamówień w segmencie sprzętu i oprogramowania obcego. Źródłem wzrostu mogą być natomiast rozwiązania własne. Zdaniem prezesa celem na ten rok będzie osiągnięcie 3% rentowności netto. Naszym zdaniem 2010 rok pozostanie trudny dla branży informatycznej, a jedynym segmentem, który znacząco może zwiększyć zamówienia wydaje się nam sektor publiczny. Dlatego też nie spodziewamy się znaczącego wzrostu przychodów w spółce w tym roku. O osiągnięciu zakładanej rentowności zadecydują w związku z tym oszczędności kosztowe.



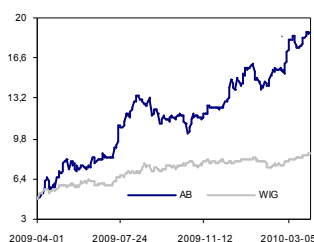
## AB (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,85 PLN    Cena docelowa: 18,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-18

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 635,9	-7,2%	2 784,8	5,6%	2 996,2	7,6%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	81,9	45,7	-44,2%	49,7	8,8%	53,3	7,1%	MC (cena bieżąca)	300,7
marża EBITDA	2,9%	1,7%		1,8%		1,8%		EV (cena bieżąca)	382,9
EBIT	76,5	40,2	-47,4%	44,2	9,8%	47,7	7,9%	Free float	51,9%
Zysk netto	27,0	26,5	-1,7%	27,4	3,2%	30,1	10,0%		
P/E	11,1	11,3		11,0		10,0		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/CE	9,3	9,4		9,1		8,4		Zmiana ceny: 6m	59,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	274,0%
EV/EBITDA	5,0	8,5		7,7		7,0		Max (52 tyg.)	18,9
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,0



**AB zanotowało w pierwszym półroczu roku obrotowego 2009/10 bardzo dobre wyniki finansowe jednak w drugiej części roku będzie się musiała zmierzyć z osłabiającą się koroną czeską, która może wpłynąć destrukcyjnie na konsolidowane wyniki czeskiej spółki zależnej ATC. Od początku roku akcje spółki zyskały na wartości 32,1% niwelując dostrzegane w niej przez nas niedoszacowanie. Podtrzymujemy rekomendację z ostatniego raportu i zalecamy trzymanie akcji AB.**

### Kolejny bardzo dobry kwartał

Opublikowane przez AB wyniki finansowe za drugi kwartał roku obrotowego 2009/10 były lepsze od naszych oczekiwań. Za odchylenie in plus od naszych prognoz odpowiada wyższa od oczekiwanej przez nas marża brutto na sprzedaży osiągnięta przez spółkę oraz wyższe saldo pozostałej działalności operacyjnej, na które wpłynęły niskie obciążenia na rzecz marketów.

Przychody spółki osiągnęły wartość 946,8 mln PLN (-4,0% vs ubiegły rok i -2,2% vs. nasza prognoza). Zachowana została przy tym tendencja z poprzedniego kwartału: spadały przychody jednostki dominującej, co było częściowo rekompensowane przez wzrost przychodów czeskiego ATC.

Dużo wyższa od przez nas prognozowanej była marża brutto na sprzedaży, która sięgnęła 6,4% (vs. 5,2% naszej prognozy). Źródłem wyższej od oczekiwań rentowności brutto było czeskie ATC, gdzie marża sięgnęła 7,6%. Wyższa rentowność została okupiona wyższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 30,9 mln PLN, wobec 25,3 mln PLN przed rokiem i 24,7 mln PLN naszych oczekiwań. W wyższych kosztach sprzedaży częściowo uwzględnione są niższe pozostałe koszty operacyjne.

Saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło -6,8 mln PLN, przy zakładanych przez nas -8,0 mln PLN. Na niższy poziom salda wpłynęły przede wszystkim niższe koszty obciążenia marketów, które wraz z utworzonymi rezerwami na przyszłe obciążenia sięgnęły 6,4 mln PLN w pierwszym półroczu 2009/2010, przy 9,4 mln PLN w roku ubiegłym. Spadek bonusów dla marketów w pozostałych kosztach operacyjnych jest spowodowany większym ich udziałem w działalności marketingowej, co spowodowało ich zaksięgowanie w kosztach sprzedaży. W rezultacie powyższych tendencji wynik operacyjny AB wyniósł 22,6 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 17,1 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej było zgodne z naszymi oczekiwaniami (-2,0mln PLN), co przy nieco niższej od zakładanej przez nas efektywnej stawce podatkowej przełożyło się na zysk netto na poziomie 16,4 mln PLN (vs oczekiwane przez nas 11,6 mln PLN).



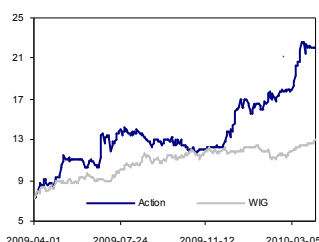
## Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 22 PLN      Cena docelowa: 18,49 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%	MC (cena bieżąca)	379,1
marża EBITDA	2,8%	2,0%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	475,0
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%	Free float	35,9%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%		
P/E	11,2	12,1		14,1		11,4		Zmiana ceny: 1m	22,8%
P/CE	9,1	8,6		10,6		9,0		Zmiana ceny: 6m	72,8%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	178,8%
EV/EBITDA	8,0	7,8		9,7		8,3		Max (52 tyg.)	22,7
Dywid (%)	1,2	6,3		1,6		1,4		Min (52 tyg.)	7,9



Wyniki Actionu w ostatnich dwóch miesiącach roku obrotowego 2008/09 były słabsze do naszych oczekiwań jednak na odchylenie wpływ miały przede wszystkim niegotówkowe wydarzenia jednorazowe w postaci sprzedaży z księgową stratą ukraińskiej spółki zależnej oraz odpisy dokonane na części należności. Po uwzględnieniu tych wydarzeń wyniki były zgodne z naszymi prognozami. Jednocześnie w ciągu ostatniego miesiąca akcje Actionu zyskały na wartości 23,3% wyczerpując w naszej opinii swój potencjał wzrostowy. W związku z powyższym zamykamy naszą pozytywną rekomendację i rekomendujemy trzymanie akcji spółki.

### Wyniki 6Q2008/09

Wyniki Actionu za ostatnie 2 miesiące roku obrotowego 2008/09 były zdecydowanie słabsze od naszych oczekiwań, o czym zdecydowała większa od przewidywanej przez nas strata na sprzedaży udziałów w Action Ukraina (-7,3 mln PLN vs. -1,5 mln PLN naszej prognozy) oraz rezerwa utworzona na zagrożone należności o wartości 3,4 mln PLN.

Przychody spółki wyniosły w okresie listopad-grudzień 422,0 mln PLN i były o 2,9% wyższe od naszych oczekiwań. Słabsza od naszych prognoz była marża brutto na sprzedaży, która wyniosła zaledwie 7,8%, przy oczekiwanych przez nas 8,8%. Niższa rentowność brutto została zrekompensowana przez duże oszczędności na kosztach ogólnych działalności, które wyniosły zaledwie 26,3 mln PLN (vs. 28,3 mln PLN naszej prognozy).

Bardzo wysokie było ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, które obniżyło wynik operacyjny o 9,9 mln PLN (zakładaliśmy -2,5 mln PLN salda). Decydujący wpływ na jego wartość miała strata na sprzedaży udziałów w Action Ukraina, która wyniosła 7,3 mln PLN, o 5,9 mln PLN więcej niż zakładaliśmy. Na wartość salda przełożyły się też rezerwy na zagrożone należności (3,4 mln PLN). W konsekwencji spółka zanotowała stratę operacyjną na poziomie 3,3 mln PLN przy oczekiwanej przez nas zysku operacyjnego w wysokości 5,3 mln PLN. Po skorygowaniu wyniku operacyjnego o te dwa jednorazowe, niegotówkowe wydarzenia, zysk ostatnich dwóch miesięcy 2009 roku sięgnął 7,4 mln PLN wobec oczyszczonej prognozy na poziomie 6,8 mln PLN.

Korzystniejsze saldo działalności finansowej (+1,0 mln PLN zamiast zakładanych przez nas -0,9 mln PLN) przy zbieżnym z naszymi oczekiwaniami podatku dochodowym i stratach mniejszości pozwoliły zredukować stratę netto do 3,2 mln PLN wobec 3,4 mln PLN zysku netto według naszej prognozy.

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

### WZA wyznaczone na 20 kwietnia

Termin WZA Actionu został wyznaczony na 20 kwietnia 2010 roku. W porządku obrad znajduje się głosowanie nad dywidendą w wysokości 0,85 PLN na akcję. Przegłosowanie dywidendy w proponowanej wysokości implikuje yield na poziomie 3,85%.



## ASBIS (Redukuj)

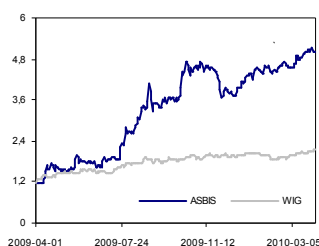
Cena bieżąca: 5 PLN

Cena docelowa: 4,61 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-29

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 167,9	-21,9%	1 316,8	12,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	5,8	-68,1%	18,3	216,7%	MC (cena bieżąca)	277,5
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,5%		1,4%		EV (cena bieżąca)	310,2
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	2,9	-81,2%	15,4	431,5%	Free float	34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-3,2		7,9			
P/E	5,2	24,3				12,4		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/CE	4,7	14,2				9,0		Zmiana ceny: 6m	33,3%
P/BV	1,0	1,0		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	327,4%
EV/EBITDA	3,5	7,1		18,9		6,4		Max (52 tyg.)	5,1
Dyyield (%)	2,7	9,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2



Pozytywne tendencje dotyczące wolumenów sprzedaży obecne w wynikach czwartego kwartału skłoniły nas do skorygowania naszych prognoz dotyczących przychodów w bieżącym roku oraz kolejnych latach. Jednocześnie mimo oczekiwanych przez nas problemów, jakie na początku roku spółka może mieć z ujemnymi różnicami kursowymi podtrzymujemy naszą prognozę marży brutto na poziomie 5,2%. Spółka na 2010 rok notowana jest na naszych prognozach z 1,5% premią na wskaźniku EV/EBITDA i 10,8% premią na wskaźniku P/E. Kilkuprocentowe dyskonta obserwowane na wskaźnikach 2011 roku (3,6% EV/EBITDA i 6,0% P/E) mogą być naszym zdaniem uzasadnione większą niestabilnością ekonomiczną i polityczną głównych rynków zbytu, na których działa Asbis. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj.



## Asseco Poland (Kupuj)

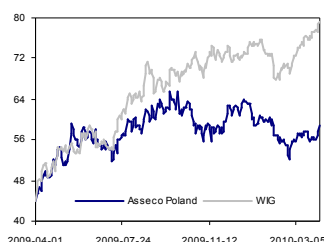
Cena bieżąca: 59 PLN

Cena docelowa: 72,1 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 576,4
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 979,0
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	55,1%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	337,1	-9,7%	358,2	6,2%		
P/E	14,2	12,3		13,6		12,8		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/CE	10,9	9,3		9,9		9,4		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	26,7%
EV/EBITDA	7,9	7,7		7,8		7,2		Max (52 tyg.)	65,4
Dyyield (%)	2,6	2,4		2,2		2,3		Min (52 tyg.)	46,1



Rok 2010 będzie pierwszym, w którym Grupa Asseco Poland będzie musiała sobie poradzić bez realizacji wdrożenia systemu informatycznego dla PKO BP oraz budowy CEPIK dla MSWiA. Spółka nadal świadczyć będzie usługi serwisowe przy tych systemach, co pozwoli zachować jej większość strumienia przychodów z tych podmiotów. Ponadto powstałe ubytki w dużej mierze rekompensowane będą przez oszczędności płynące z wchłonięcia ABG przez jednostkę dominującą, całorocznej konsolidacji IT Practice i Terminal Systems, poprawy wyników w spółkach zależnych (przede wszystkim Asseco Slovakii), a także ewentualnie z planowanych na ten rok akwizycji. Spółka pozostaje notowana ze znacznymi dyskontami do spółek porównywalnych. Przy uwzględnieniu posiadanych akcji własnych dyskonto te wynosi 18% na bazie P/E 2010 oraz 20,5% na bazie EV/EBITDA 2010. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki 4Q2009 - większy ubytek przychodów w jednostce dominującej

Wyniki Asseco Poland były nieco niższe od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego na poziomie operacyjnym i zgodne z przewidywaniami na poziomie netto. Wpływ na odchylenie wyników od naszej prognozy na poziomie zysku operacyjnego miał przede wszystkim większy od zakładanego przez nas spadek przychodów w jednostce dominującej (z 298,1 mln PLN do 240,7 mln PLN, przy 260,0 mln PLN naszej prognozy). Spadek ten był spowodowany ukończonym wdrożeniem systemu informatycznego w PKO BP (co zakładaliśmy w prognozie) oraz przesunięciem w budżecie kontraktu w ZUS (źródło odchylenia od prognozy). Korzystniejsze saldo na działalności finansowej oraz niższa efektywna stawka podatku zrównoważyła na poziomie zysku netto odchylenie od naszej prognozy na poziomie wyniku operacyjnego.

Przychody Grupy wyniosły 935,7 mln PLN, wobec 867,4 mln PLN przed rokiem i 903,0 mln PLN naszych oczekiwań. Wzrost przychodów został wygenerowany głównie na rynku bałkańskim (+17,2 mln PLN r/r), a także na obszarze Europy Zachodniej, gdzie Asseco Poland włączyło do konsolidacji swoje nabytki z Hiszpanii i Danii (wzrost przychodów o 79,5 mln PLN r/r w kategorii pozostałe rynki). Mocny spadek przychodów nastąpił natomiast na terenie Polski (spadek sprzedaży zewnętrznej z 536,1 mln PLN do 479,4 mln PLN), głównie z powodu znaczącego zmniejszenia sprzedaży w spółce-matce, czego powody podaliśmy powyżej.

Niższa od naszych oczekiwań była rentowność brutto na sprzedaży (32,0% vs. 35,0% naszej prognozy). Odchylenie jest efektem z jednej strony mniejszej sprzedaży bardziej rentownych produktów spółki-matki, z drugiej przekraczającej nasze oczekiwania sprzedaży pozostałej części Grupy. Nieco niższa od naszych przewidywań była też rentowność spółek zależnych. W samej jednostce dominującej rentowność była na poziomie nieznacznie przekraczającym ubiegłoroczny wynik i nasze oczekiwania. Odchylenie wyniku brutto na sprzedaży od naszej prognozy wyniosło -5,5% tj. -17,5 mln PLN.

Koszty ogólne działalności wyniosły 158,5 mln PLN i były o 1,5 mln PLN wyższe od naszych założeń. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą -7,0 mln PLN (vs. -5,0 mln PLN naszej prognozy). W rezultacie zysk operacyjny Asseco Poland sięgnął 134,0 mln PLN i był o 13,5% niższy od naszych szacunków.

Jak już wspominaliśmy wyżej i lepsze od naszych szacunków było saldo na działalności finansowej, które sięgnęło +4,5 mln PLN przy -5,0 mln PLN naszej prognozy. Źródłem wyższego salda jest przede wszystkim 5,0 mln PLN zysku na zmianie wartości inwestycji finansowych. Podatek dochodowy wyniósł 20,0 mln PLN (efektywna stawka podatkowa na poziomie 14,5%), przy oczekiwanych przez nas 28,8 mln PLN. Zysk mniejszości był nieznacznie powyżej naszych prognoz (23,8 mln PLN vs 22,0 mln PLN oczekiwań), w wyniku czego zysk netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland sięgnął 94,6 mln PLN.

### Plany Asseco Systems

Asseco Systems zakłada, że do końca tego roku podpisze minimum dwa istotne kontrakty w segmencie automatyki budynkowej, warte kilkadziesiąt milionów złotych każdy - poinformował



wiceprezes Tadeusz Kij. Wiceprezes dodał, że w segmencie automatyki budynkowej spółka ma portfel zamówień o wartości 70 mln PLN. Realizacja tych założeń najprawdopodobniej pozwoliłaby spółce osiągnąć wzrost przychodów w ujęciu r/r nawet jeśli realizacja powyższych kontraktów tylko częściowo wejdzie w 2010 rok.

### **Krótką listą w przetargu na e-Dolny Śląsk**

Zgodnie z informacją podaną przez rzeczniczkę Urzędu Marszałkowskiego Województwa Dolnośląskiego, do dialogu konkurencyjnego w przetargu na zaprojektowanie i wykonanie platformy informacyjnej "e-DolnySlask" dopuszczone zostały: Comarch, konsorcjum Sygnity i Aram, IBM Polska i Hewlett-Packard Polska. Konsorcjum Asseco Poland i Onet.pl zostało wykluczone z postępowania z powodu niespełnienia warunków i złożyło protest w kwestii wykluczenia. Przedmiotem zamówienia jest zaprojektowanie i wykonanie portalu informacyjno-społecznościowego Województwa Dolnośląskiego, udostępniającego różne kategorie usług elektronicznych w ramach projektu: "Regionalna platforma informacyjna dla mieszkańców i samorządów Dolnego Śląska "e-DolnySlask", wraz z promocją projektu, oraz przeprowadzeniem działań marketingowych". Wartość zamówienia szacowana jest na 50,52 mln PLN netto. Termin realizacji zamówienia został określony na 30 września 2011 r. Wszystkie wymienione firmy mają wystarczające kompetencje dla wykonania powyższego projektu i przyznajemy każdej ze spółek porównywalne szanse na zwycięstwo w przetargu z niewielkim wskazaniem na HP.

### **Zwiększenie maksymalnej liczby akcji w ofercie**

Zarząd Asseco Poland zmienił uchwałę z początku stycznia i podwyższył liczbę akcji nowej emisji serii I do maksymalnie 3.878.277 z 3.412.704 poprzednio. Zmiana ma charakter techniczny i ma na celu zastosowanie rekomendacji KNF, która przy ustalaniu liczby akcji nowej emisji i praw poboru nakazała uwzględnienie również posiadanych akcji własnych. Dniem prawa poboru akcji był 4 lutego 2010 r. Do objęcia jednej akcji serii I uprawniać będzie posiadanie 20 praw poboru akcji Serii I. Uwzględniając minimalną cenę akcji jaką ustaliła spółka (60,0 PLN) wartość oferty rośnie z 204,8 mln PLN do 232,7 mln PLN. Z dużym prawdopodobieństwem można jednak przyjąć, że minimalny poziom 60 PLN nie zostanie w tym momencie osiągnięty i oferta zostanie przełożona na późniejszy okres. Alternatywnym źródłem finansowania do tego czasu może być kredyt (bardziej prawdopodobna opcja) bądź obniżona stopa wypłaty dywidendy z zysku 2009 roku (mniej prawdopodobny wariant ze względu na przywiązanie spółki do swojej polityki dywidendowej).

### **Zaproszenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu dla PSP**

Komenda Główna Państwowej Straży Pożarnej zaprosiła pięć konsorcjów do udziału w dialogu konkurencyjnym do przetargu na doskonalenie stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. W ramach projektu, zakłada się wyposażenie wszystkich komend i szkół państwowej straży pożarnej w identyczne narzędzia systemowe. Oprócz podstawowych aplikacji biurowych, platformę GIS, mapy cyfrowe, aplikacje bazodanowe oraz aplikacje do zarządzania zasobami, zostanie stworzonych 357 stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. Projekt będzie współfinansowany przez UE w ramach trzeciej osi priorytetowej POIS, a jego łączna wartość jest szacowana na około 67 mln PLN brutto. Wśród konsorcjów, które biorą udział w rozmowach są Asseco Poland z Asseco Czech Republic, Comarch z Techmeksem i Matic, Sygnity z Winuelem, Wasko z WAT, GISPartner i Eptica Technologias) oraz Siemens. Wartość kontraktu to około 55,0 mln PLN netto. W rywalizacji o kontrakt kluczowe znaczenie mieć będzie prawdopodobnie zaplecze związane z systemami informacji przestrzennej. Konsorcja pod przewodnictwem Wasko, Siemensa i Comarchu mają w składzie podmioty specjalizujące się w technologiach GIS. Choć nie został wymieniony wśród uczestników konsorcjum podmiot taki posiada również Sygnity, które w ramach grupy posiada nadal zajmujący się informacją przestrzenną Geomar.

### **Zakup nieruchomości od Polnordu**

Prezes Polnordu poinformował, że jego spółka za 80 mln PLN sprzedała Asseco Poland działkę wraz z projektem biurowca, który miała wybudować i wynająć Asseco na warszawskim Wilanowie. Zgodnie z tym, co pisaliśmy wcześniej wadą pomysłu jest zaangażowanie sporej gotówki w inwestycję oraz stosunkowo długi horyzont inwestycyjny (pierwsze efekty obniżki kosztów utrzymania nieruchomości pojawią się najprawdopodobniej dopiero w 2013 roku). Do zalet można zaliczyć oszczędności płynące przy obecnej sytuacji rynkowej z posiadania nieruchomości komercyjnej. Przy standardowym yieldzie na poziomie około 7,5% (przy takim yieldzie miała być potencjalnie wynajmowana nieruchomość) Asseco może oszczędzić samodzielnie finansując inwestycję i posiłkując się kredytem w EUR o koszcie 3,5% (EURIBOR +2,5%). Kluczowe dla zwiększenia opłacalności tego projektu jest otrzymanie dotacji unijnej, która pozwoli zredukować kwotę inwestycji netto (co ma duże znaczenie wobec planowanych przez spółkę przejęć) oraz podniesie yield na inwestycji.

### **Rekomendacja dotycząca dywidendy**

Zarząd Asseco Poland zamierza zarekomendować wypłatę 1,47 PLN na akcję dywidendy z

zysku za 2009 rok. Daje to około 2,6% rentowności dywidendy. Jednocześnie jest to około połowy kwoty, jakie w najbliższych miesiącach spółka będzie starała się uzyskać od akcjonariuszy.

### **Akwizycja w USA**

Prezes Góral stwierdził, że możliwa jest w tym roku inwestycja w spółkę notowaną na Nasdaq operującą głównie na rynku amerykańskim. Zdaniem prezesa jest to spółka mocno innowacyjna i jej akwizycja może wymagać upłynnienia pozostałych 2/3 akcji własnych. Z opisu dostarczonego przez prezesa wynika, że nie jest to raczej Ness Technologies, o zainteresowaniu którym mówiło się wcześniej. Około 6 mln akcji własnych stanowi potencjalną inwestycję na poziomie 360 mln PLN, aczkolwiek nie wydaje się prawdopodobne, by całość tej kwoty mogłaby być wydana na jedną akwizycję. Do tej pory Asseco Poland stosowało taktykę mniejszych zakupów wiążących się z mniejszym ryzykiem operacyjnym. Jedynym dużym przejęciem był Prokom, ale należy zauważyć, że było to przejęcie na dobrze znanym rynku polskim spółki, w której grupie kapitałowej było Asseco, co też wiązało się zapewne z ponadprzeciętną wiedzą o jej działalności. Dotychczasową strategię w tym zakresie postrzegamy bardzo dobrze i według nas spółka powinna trzymać się tej strategii w przyszłości.

### **Sprzedaż Asseco Systems**

Prezes Góral wypowiedział się również na temat przyszłości Asseco Systems stwierdzając, że jest teoretyczna możliwość sprzedaży spółki i że w tej chwili prowadzony jest nawet proces due dilligence. Asseco Systems działa w mocno konkurencyjnym i niskomargowym segmencie niemniej zapewniała dotąd solidny strumień zysków, do tego stanowiąc wsparcie w elementach integracyjnych realizowanych przez Asseco Poland. Z pewnością w tej chwili cały czas istnieje miejsce dla silnej spółki integratorskiej w Grupie Asseco dlatego nie przewidujemy, by szanse na sprzedaż Asseco Systems były duże. Potwierdzają to słowa prezesa, który stwierdził, że na ten moment bardziej prawdopodobne jest wchłonięcie Asseco Systems.

### **Otrzymanie dofinansowania unijnego**

Asseco Poland podpisało z Ministerstwem Gospodarki umowę na dofinansowanie projektu utworzenia Centrum Kompetencyjnego IT w lokalizacjach: Warszawa, Kraków i Katowice. Wartość projektu to ponad 121 mln zł, z czego 36,3 mln zł pochodzi ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. W wymienionych lokalizacjach spółka planuje zatrudnić 608 pracowników. Jest to kolejny projekt Asseco Poland, który dostał wsparcie unijne. Wcześniej spółka uzyskała dotację na budowę Centrum IT i Usług Wspólnych. Porównywalnego dofinansowania można oczekiwać w związku z budową siedziby na warszawskim Wilanowie.



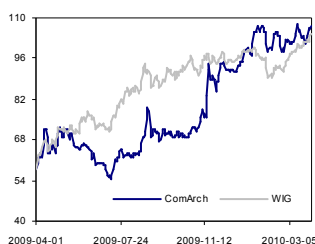
## ComArch (Redukuj)

Cena bieżąca: 107 PLN      Cena docelowa: 93,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	730,6	4,2%	710,8	-2,7%	829,4	16,7%	Liczba akcji (mln)	8,0
EBITDA	66,0	57,7	-12,6%	66,8	15,8%	89,0	33,2%	MC (cena bieżąca)	851,8
marża EBITDA	9,4%	7,9%		9,4%		10,7%		EV (cena bieżąca)	784,1
EBIT	45,9	15,8	-65,5%	34,8	119,7%	56,4	62,1%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	33,3	-83,3%	39,2	17,7%	51,1	30,3%		
P/E	4,3	25,5		21,7		16,7		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	3,9	11,3		12,0		10,2		Zmiana ceny: 6m	50,3%
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	72,2%
EV/EBITDA	12,0	13,2		11,7		8,7		Max (52 tyg.)	107,9
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	54,1



**Duże szanse dla polskich spółek software'owych związane z szykowanymi przez sektor publiczny projektami informatycznymi są w przypadku Comarchu sownie wycenione w bieżącej kapitalizacji. Dla inwestorów pragnących zdobyć ekspozycję na boom w projektach publicznych wydaje się, że lepszym wyborem pozostają Asseco Poland czy Sygnity. Także wyprowadzenie zależnego SoftM wydaje się zdyskontowane w wycenie uwzględniając zwłaszcza fakt, że Comarch nie konsolidował części strat poniesionych przez niemiecką spółkę w zeszłym roku (koszty odpisów restrukturyzacyjnych). Dodatkowym czynnikiem ryzyka w przypadku Comarchu jest obserwowane umocnienie złotego względem EUR. Spółka w odróżnieniu od np. Asseco większość kosztów sprzedaży zagranicznej ponosi w polskich złotych i w wypadku umocnienia polskiej waluty ceteris paribus można oczekiwać obniżenia rentowności zagranicznej działalności. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.**

### Wyniki 4Q2009 - wysoka rentowność spółki dominującej

Wyniki Comarchu w czwartym kwartale ukształtowały się powyżej naszych oczekiwań. Źródłem pozytywnego zaskoczenia jest przede wszystkim bardzo wysoka marża brutto na sprzedaży Grupy (27,1%) wykreowana głównie w jednostce dominującej (36,1%). Na bardzo wysoką rentowność Grupy w ostatnich trzech miesiącach roku wpływ miały zamykane w końcówce roku długoterminowe kontrakty zagraniczne i rozpoznawane w związku z tym nadwyżki rzeczywistego kursu walutowego nad pierwotnie budżetowanym.

Przychody spółki wyniosły 233,1 mln PLN, tj. o 15,2% więcej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Wyższe od naszych założeń były przy tym przychody z dwóch sektorów: publicznego: (+20,4 mln PLN vs nasza prognoza) i TMT (+5,4 mln PLN). Spadek przychodów w porównaniu do ubiegłego roku (-25,6% r/r) jest efektem bazy porównawczej zawyżonej przez realizację kontraktu dla MEN za 98,1 mln PLN.

Wyższemu od naszych oczekiwań poziomowi przychodów towarzyszyła wysoka marża brutto, która wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 22,8% do 27,1%. Tak wysoki poziom marży brutto został osiągnięty mimo konsolidacji niemieckiego SoftM. Rentowność brutto spółki dominującej na poziomie 36,1% jest najwyższą osiągniętą przez spółkę w jej historii. W dużym stopniu za wypracowanie tak doskonałego wyniku odpowiada duża liczba długoterminowych kontraktów zagranicznych zamykanych w ostatnich trzech miesiącach 2009 roku. Sposób rozliczenia tych kontraktów powodował, że rozpoznanie wszystkich nadwyżek rzeczywistego kursu EUR nad kursem budżetowania przeniesione zostało do kwartału zamknięcia zlecenia.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 36,4 mln PLN wobec 28,8 mln PLN naszej prognozy. Odchylenie jest częściowo spowodowane bardzo wysoką amortyzacją zaksięgowaną w czwartym kwartale (11,4 mln PLN). Na wyższą wartość amortyzacji wpływ ma przede wszystkim amortyzowanie wartości firmy z przejęcia SoftM, która wyniosła około 2,8 mln PLN. Mimo ponad 25% spadku przychodów koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku o 10%.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,7 mln PLN i było zgodne z naszymi oczekiwaniami. W efekcie wynik operacyjny wyniósł 26,1 mln PLN wobec 16,0 mln PLN naszej prognozy. Po skorygowaniu wyniku operacyjnego o straty poniesione przez SoftM i spółki skupione wokół Comarch CF FIZ marża operacyjna sięgnęła 16,0%, co jest rekordowym osiągnięciem Grupy.

Nieco niższe od naszych założeń było dodatnie saldo na działalności finansowej (+1,1 mln PLN przy +1,5 mln PLN prognozy). Zgodnie z prognozami spółka zanotowała ujemną efektywną stopę podatkową. Nieznacznie wyższa od oczekiwań była strata mniejszości która wyniosła 0,7 mln PLN. Ostatecznie wynik netto Comarchu wyniósł w czwartym kwartale 27,6 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 17,6 mln PLN.

### **Krótką listą w przetargu na e-Dolny Śląsk**

Zgodnie z informacją podaną przez rzeczniczkę Urzędu Marszałkowskiego Województwa Dolnośląskiego, do dialogu konkurencyjnego w przetargu na zaprojektowanie i wykonanie platformy informacyjnej "e-DolnySlask" dopuszczone zostały: Comarch, konsorcjum Sygnity i Aram, IBM Polska i Hewlett-Packard Polska. Konsorcjum Asseco Poland i Onet.pl zostało wykluczone z postępowania z powodu niespełnienia warunków i złożyło protest w kwestii wykluczenia. Przedmiotem zamówienia jest zaprojektowanie i wykonanie portalu informacyjno-społecznościowego Województwa Dolnośląskiego, udostępniającego różne kategorie usług elektronicznych w ramach projektu: "Regionalna platforma informacyjna dla mieszkańców i samorządów Dolnego Śląska "e-DolnySlask", wraz z promocją projektu, oraz przeprowadzeniem działań marketingowych". Wartość zamówienia szacowana jest na 50,52 mln PLN netto. Termin realizacji zamówienia został określony na 30 września 2011 r. Wszystkie wymienione firmy mają wystarczające kompetencje dla wykonania powyższego projektu i przyznajemy każdej ze spółek porównywalne szanse na zwycięstwo w przetargu z niewielkim wskazaniem na HP.

### **Zarząd o perspektywach 2010 roku**

Zdaniem przedstawicieli zarządu spółki prawdopodobne jest, że prowadzone negocjacje w sprawie z chińskim partnerem Inspurem zakończą się niepowodzeniem. W kontekście niemieckiej spółki zależnej prezes Filipiak potwierdził wcześniejsze zapowiedzi dotyczące oczekiwanego osiągnięcia rentowności przez spółkę w tym roku. Potwierdzone zostały również plany nabycia we Francji nieruchomości pod budowę data center w tym kraju. Jednocześnie dalsze rozszerzenie działalności na rynku francuskim poprzez nabycie francuskiej spółki informatycznej ma się odbyć dopiero w roku przyszłym. Zarząd zapowiada również poprawę rentowności Grupy za czym ma stać poprawa wyników na zagranicznej działalności. Zarząd potwierdził w większości wcześniej podawane cele. Uważamy, że poprawa rentowności Grupy odbędzie się dzięki poprawie wyników SoftM, choć naszym zdaniem spółka zależna nie będzie w stanie osiągnąć rentowności już w 2010 roku.

### **Zaproszenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu dla PSP**

Komenda Główna Państwowej Straży Pożarnej zaprosiła pięć konsorcjów do udziału w dialogu konkurencyjnym do przetargu na doskonalenie stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. W ramach projektu, zakłada się wyposażenie wszystkich komend i szkół państwowej straży pożarnej w identyczne narzędzia systemowe. Oprócz podstawowych aplikacji biurowych, platformę GIS, mapy cyfrowe, aplikacje bazodanowe oraz aplikacje do zarządzania zasobami, zostanie stworzonych 357 stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. Projekt będzie współfinansowany przez UE w ramach trzeciej osi priorytetowej POIS, a jego łączna wartość jest szacowana na około 67 mln PLN brutto. Wśród konsorcjów, które biorą udział w rozmowach są Asseco Poland z Asseco Czech Republic, Comarch z Techmeksem i Matic, Sygnity z Winuelem, Wasko z WAT, GISPartner i Eptica Technologias) oraz Siemens. Wartość kontraktu to około 55,0 mln PLN netto. W rywalizacji o kontrakt kluczowe znaczenie mieć będzie prawdopodobnie zaplecze związane z systemami informacji przestrzennej. Konsorcja pod przewodnictwem Wasko, Siemensa i Comarchu mają w składzie podmioty specjalizujące się w technologiach GIS. Choć nie został wymieniony wśród uczestników konsorcjum podmiot taki posiada również Sygnity, które w ramach grupy posiada nadal zajmujący się informacją przestrzenną Geomar.

### **Kontrakt od PIG**

Comarch wygrał przetarg organizowany przez Państwowy Instytut Geologiczny na rozbudowę systemu przetwarzania danych Państwowej Służby Hydrogeologicznej. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 1,08 mln PLN brutto. Przetarg organizowany był według procedury otwartej. Kontrakt ma marginalne znaczenie w tegorocznej skali działalności spółki.



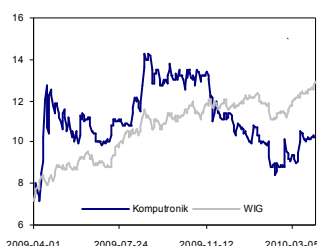
## Komputronik (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,2 PLN      Cena docelowa: 11,56 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	758,7	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	1 040,2	13,5%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%	MC (cena bieżąca)	83,6
marża EBITDA	2,0%	1,0%		1,8%		2,2%		EV (cena bieżąca)	126,7
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%		
P/E	14,4	38,8		11,1		7,2		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	7,7	8,4		6,4		4,9		Zmiana ceny: 6m	-24,4%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	34,2%
EV/EBITDA	6,7	12,2		7,8		5,4		Max (52 tyg.)	14,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,2



Słabe dane o sprzedaży detalicznej w Polsce oraz słowa prezesa wskazują na to, że załamanie sprzedaży jakie pojawiło się w Komputroniku w końcu roku nadal się utrzymuje. Komputronik na tle spółek detalicznych wydaje się stosunkowo tani, jednak należy pamiętać, że tylko część działalności jest prowadzona w ramach segmentu detalicznego, a także, że sprzęt komputerowy w ramach tego segmentu jest wydatkiem, który konsument może odkładać w czasie dużo łatwiej niż zakup artykułów pierwszej potrzeby. Obecne trendy rynkowe wskazują, że w tym roku powtórzenie dla polskich dystrybutorów IT ubiegłorocznych wyników sprzedaży będzie dużym sukcesem. Z tego też względu wydaje nam się, że czas na inwestycję w akcje Komputronika dopiero nadejdzie i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

### Sprzedaż akcji Techmexu

Komputronik poinformował o zbyciu 472,8 tys. akcji Techmexu po średniej cenie 2,27 PLN. Na sprzedaży spółka rozpozna około 0,5 mln PLN zysku, który poprawi wynik piątego kwartału. Ruch ten oceniamy jako rozsądny. Spółka zachowała około 100 tys. akcji, które są pakietem wystarczającym by wpływać na działalność spółki, a nadwyżkę z zyskiem sprzedała eliminując ryzyko kursowe.

### Trudny pierwszy kwartał

Zdaniem prezesa Buczkowskiego pierwszy kwartał by dla dystrybucji IT słabszy pod względem obrotów niż analogiczny okres 2009 roku, przy czym szczególnie słabo zachowywał się mocny przed rokiem segment klientów indywidualnych. W opinii prezesa na ożywienie będzie trzeba poczekać przynajmniej do drugiego kwartału, a rynek w tym roku wzrośnie maksymalnie o kilka procent. Słowa prezesa Buczkowskiego i wcześniej publikowane słabe dane dotyczące sprzedaży detalicznej wskazują, że początek roku był dla spółki mało udany. W odniesieniu do rynku uważamy, że ten rok może nie przynieść jeszcze wzrostu wartości głównie ze względu na pojawiające się problemy w segmencie klientów detalicznych. Nawet jeżeli w końcu roku poprawi się sytuacja w segmencie korporacyjnym i sektor publiczny zwiększy liczbę przetargów, to może to nie wystarczyć do pozytywnej dynamiki rynku wobec słabości konsumenta.



## Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 14,29 PLN    Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	169,8
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	208,8
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						652,2		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	3,9			9,5		5,5		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-35,9%
EV/EBITDA	3,3			9,5		5,2		Max (52 tyg.)	22,3
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Szacujemy, że obecne zadłużenie netto Sygnity wynosi około kilkunastu milionów PLN, przy mniej więcej 60 mln PLN środków pieniężnych, co naszym zdaniem minimalizuje ryzyko niewypłacalności spółki nawet uwzględniając czekające do zapłacenia kary umowne w związku ze starymi kontraktami. Jednocześnie backlog spółki pozwala wierzyć, że spółce uda się w tym roku zanotować pozytywną dynamikę na przychodach. Sygnity ponadto bierze udział w kilku procedurach przetargowych (Państwowa Straż Pożarna, e-Dolny Śląsk, ZUS) o łącznej wartości netto około 170 mln PLN, które jednak realizowane będą najprawdopodobniej dopiero w przyszłym roku. Choć konkurencja w powyższych przetargach wydaje się duża to jednak pojawiające się znaki ożywienia w liczebności i wartości przetargów publicznych które stanowią dobrą przesłankę dla integratorskich spółek informatycznych, a w szczególności dla Sygnity, którego wycena naszym zdaniem uwzględnia wiele czynników ryzyka, które napływ pieniędzy z projektów publicznych może zanegować.

### Zmiany w zarządzie

Piotr Kardach został zastąpiony przez Norberta Biedrzyckiego na stanowisku prezesa spółki. Jednocześnie z funkcji członka zarządu został odwołany Andrzej Marciniak, a na jego miejsce powołano Andrzeja Paszyńskiego, który obejmie stanowisko wiceprezesa do spraw sprzedaży. Nie podzielamy obaw by rozszady w zarządzie doprowadziły do wydłużenia procesu restrukturyzacji, ponieważ nowy prezes uczestniczył w pracach nad strategią przedstawioną przez spółkę w trakcie konferencji po wynikowej. Wybór nowego prezesa był dłuższym procesem (trwającym od momentu ogłoszenia słabych wyników drugiego kwartału na przełomie sierpnia i września), a zatem jego świadomość obecnej sytuacji Sygnity powinna być dostatecznie duża. Nie wykluczamy pojawienia się rezerw na restrukturyzację zatrudnienia, aczkolwiek biorąc pod uwagę, że do końca roku zostało jeszcze 10 miesięcy niekoniecznie muszą one negatywnie wpływać na wyniki. W przypadku odpisów wartości aktywów to w związku z zamykaniem nierentownych linii biznesowych były one równie prawdopodobne w poprzednim zarządzie. Nowy prezes ma naszym zdaniem szerokie doświadczenie nie tylko w branży informatycznej (osiem lat pracy w Oracle), ale również szerokie kompetencje w zarządzaniu i restrukturyzacjach (8 lat w McKinsey). Jego CV pozwala nam sądzić, że będzie godnym następcą poprzedniego prezesa wprowadzając jednocześnie do spółki nową energię.

### Krótką listą w przetargu na e-Dolny Śląsk

Zgodnie z informacją podaną przez rzeczniczkę Urzędu Marszałkowskiego Województwa Dolnośląskiego, do dialogu konkurencyjnego w przetargu na zaprojektowanie i wykonanie platformy informacyjnej "e-DolnySlask" dopuszczone zostały: Comarch, konsorcjum Sygnity i Aram, IBM Polska i Hewlett-Packard Polska. Konsorcjum Asseco Poland i Onet.pl zostało wykluczone z postępowania z powodu niespełnienia warunków i złożyło protest w kwestii wykluczenia. Przedmiotem zamówienia jest zaprojektowanie i wykonanie portalu informacyjno-społecznościowego Województwa Dolnośląskiego, udostępniającego różne kategorie usług elektronicznych w ramach projektu: "Regionalna platforma informacyjna dla mieszkańców i samorządów Dolnego Śląska "e-DolnySlask", wraz z promocją projektu, oraz przeprowadzeniem działań marketingowych". Wartość zamówienia szacowana jest na 50,52 mln PLN netto. Termin realizacji zamówienia został określony na 30 września 2011 r. Wszystkie wymienione firmy mają wystarczające kompetencje dla wykonania powyższego projektu i przyznajemy każdej ze spółek porównywalne szanse na zwycięstwo w przetargu z niewielkim wskazaniem na HP.

### Zamówienie z NBP

Sygnity zdobyło kontrakt w Narodowym Banku Polskim na świadczenie usługi serwisowej oprogramowania WEBIS i REBIS przez okres 16 miesięcy. Wartość zlecenia to 1,2 mln PLN

brutto. Zamówienie zostało udzielone w trybie z wolnej ręki.

### **Najkorzystniejsza oferta w przetargu dla BGK**

Oferta Sygnity została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu organizowanym przez BGK. Przedmiotem postępowania przetargowego jest dostawa i wdrożenie oprogramowania wspierającego proces przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu. Wartość zamówienia to około 1,6 mln PLN brutto.

### **Zaproszenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu dla PSP**

Komenda Główna Państwowej Straży Pożarnej zaprosiła pięć konsorcjów do udziału w dialogu konkurencyjnym do przetargu na doskonalenie stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. W ramach projektu, zakłada się wyposażenie wszystkich komend i szkół państwowej straży pożarnej w identyczne narzędzia systemowe. Oprócz podstawowych aplikacji biurowych, platformę GIS, mapy cyfrowe, aplikacje bazodanowe oraz aplikacje do zarządzania zasobami, zostanie stworzonych 357 stanowisk do analizowania i prognozowania zagrożeń. Projekt będzie współfinansowany przez UE w ramach trzeciej osi priorytetowej POIS, a jego łączna wartość jest szacowana na około 67 mln PLN brutto. Wśród konsorcjów, które biorą udział w rozmowach są Asseco Poland z Asseco Czech Republic, Comarch z Techmeksem i Matic, Sygnity z Winuelem, Wasko z WAT, GISPartner i Eptica Technologias) oraz Siemens. Wartość kontraktu to około 55,0 mln PLN netto. W rywalizacji o kontrakt kluczowe znaczenie mieć będzie prawdopodobnie zaplecze związane z systemami informacji przestrzennej. Konsorcja pod przewodnictwem Wasko, Siemensa i Comarchu mają w składzie podmioty specjalizujące się w technologiach GIS. Choć nie został wymieniony wśród uczestników konsorcjum podmiot taki posiada również Sygnity, które w ramach grupy posiada nadal zajmujący się informacją przestrzenną Geomar.

### **Backlog na 2010 rok na poziomie 317 mln PLN**

Prezes Biedrzycki w rozmowie z PAP poinformował, że bieżący portfel kontraktów ma obecnie wartość 317 mln PLN, co jest wartością porównywalną z ubiegłorocznym stanem kontraktacji. Implikuje to 48,5% pokrycia naszej prognozy przychodów na ten rok. Utrzymywanie się tempa pozyskiwania nowych kontraktów na ubiegłorocznym poziomie jest dobrą informacją. O słabym wyniku sprzedaży poprzedniego roku zdecydowało bardzo słabe drugie półrocze. O ile więc do końca maja uda się utrzymać podobne tempo pozyskiwania kontraktów, przekroczenie zeszłorocznego poziomu przychodów powinno zostać bez problemu zrealizowane.

### **Rentowność operacyjna na poziomie 7-8%?**

Prezes Biedrzycki wypowiedział się również na temat docelowej marży operacyjnej spółki stwierdzając, że Sygnity dzięki koncentracji na unikalnych kompetencjach i wiedzy branżowej, w przyszłości ma szansę uzyskiwać wyższą rentowność operacyjną niż typowy integrator, czyli niż 7-8%. Wydaje nam się to zbyt odległą perspektywą, by uwzględnić ją w decyzjach inwestycyjnych dotyczących spółki. Obecnie zakładamy, że docelowy poziom rentowności Sygnity w dłuższym horyzoncie czasowym osiągnie poziom 4%.

### **Bez rezerw restrukturyzacyjnych**

Prezes Biedrzycki zadeklarował, że Sygnity nie przewiduje utworzenia w 2010 r. kolejnych jednorazowych rezerw. Jego zdaniem w księgach Sygnity nie ma też już znaczących rezerw, które mogłyby zostać rozwiązane. Wielu inwestorów obawiało się, że zmiany w zarządzie mogą w przyszłości wiązać się z kolejnymi rezerwami i odpisami, co miałyby charakter niegotówkowy, ale mogło by wpływać na kontynuację złego postrzegania spółki w kontekście dalszych perspektyw na poprawę sytuacji. Deklaracja prezesa może w tym względzie uspokoić część inwestorów.

### **Bez emisji w ramach kapitału docelowego?**

Zgodnie z wypowiedziami prezesa spółki Sygnity wciąż utrzymuje niskie stany zadłużenia netto i jest ono zdecydowanie niższe niż jego średni poziom w roku ubiegłym (około 50 mln PLN). Tym samym spółka nie ma na razie potrzeby, by przeprowadzać emisje w ramach kapitału docelowego (około 1,2 mln akcji), do której upoważniony jest zarząd. Nadal uważamy, że w najbliższych miesiącach należy spodziewać się wzrostu zadłużenia netto w związku z zaangażowaniem większego kapitału obrotowego w projekty oraz zapłatą kar umownych, na które spółka w zeszłym roku tworzyła rezerwy. Poziom utrzymywanego przez spółkę zadłużenia jest jednak niższy od naszych oczekiwań, co utwierdza nas w przekonaniu, że spółka jest w stanie poradzić sobie bez emisji, choć mimo to może się na nią zdecydować dla zgromadzenia środków pod start w dużych projektach informatycznych organizowanych przez sektor publiczny.

### **Mocniejsze cięcia kosztów?**

Prezes poinformował także, że widzi szansę na to, aby obniżyć bazę kosztową o więcej niż zapowiedziane wcześniej 40 mln PLN. Do czasu poznania konkretnych ruchów restrukturyzacyjnych poza przeprowadzoną w zeszłym roku redukcją zatrudnienia trudno

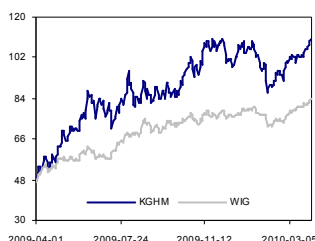
## Górnictwo, metale



### KGHM (Redukuj)

**Analitik: Michał Marczak**
**Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-01**

(mIn PLN)	Cena bieżąca: 110,6 PLN			Cena docelowa: 90,4 PLN				Podstawowe dane (mIn PLN)	
	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana		
Przychody	11 302,9	10 600,3	-6,2%	11 060,5	4,3%	10 359,9	-6,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 211,5	-21,2%	3 641,5	13,4%	2 414,2	-33,7%	MC (cena bieżąca)	22 120,0
marża EBITDA	36,1%	30,3%		32,9%		23,3%		EV (cena bieżąca)	20 748,8
EBIT	3 596,4	2 663,8	-25,9%	3 098,1	16,3%	1 843,0	-40,5%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	2 270,1	-10,7%	1 716,1	-24,4%		
P/E	7,6	8,7		9,7		12,9		Zmiana ceny: 1m	10,5%
P/CE	6,5	7,2		7,9		9,7		Zmiana ceny: 6m	28,6%
P/BV	2,1	2,1		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	105,6%
EV/EBITDA	5,0	6,6		5,7		8,3		Max (52 tyg.)	110,7
Dywidenda (%)	8,1	10,6		6,9		4,1		Min (52 tyg.)	51,0



Sytuacja sprzyja spółce w 1Q2010, gdzie m.in. dzięki trzęsieniu ziemi w Chile inwestorzy ponownie zaczęli obawiać się o przyszłe dostawy metalu (w rzeczywistości żadne instalacje górnicze nie zostały uszkodzone, problem dotyczy dróg, co jednak powinno zostać dosyć szybko usunięte) windując cenę miedzi do poziomu ponad 7,5 tys. USD/t. Nie zmieniamy zdania, że krótkoterminowe i średnioterminowe (dwa lata) perspektywy dla miedzi nie uzasadniają takiego wzrostu cen. Liczba długich pozycji netto na metalu osiągnęła poziom znacząco wyższy niż w szczycie hossy 2007. W przypadku pogorszenia sentymentu inwestorów związanego z sytuacją makroekonomiczną ruchy cenowe na metalu mogą być bardzo dynamiczne. Biorąc pod uwagę nawet wysokie ceny miedzi a z drugiej strony zakładany przez spółkę CAPEX, naszym zdaniem obecna cena nie pozostawia up-sidu. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Jest projekt energetyczny

KGHM i Tauron podpisały porozumienie w sprawie powołania spółki Elektrownia Blachownia Nowa, która zbuduje elektrownię węglową o mocy 910. Jest to efekt listu intencyjnego podpisanego pomiędzy spółkami w kwietniu 2009 roku. W 2009 roku i na początku 2010 roku pracował wspólny zespół roboczy, którego zadaniem było przygotowanie koncepcji współdziałania i modelu realizacji przedsięwzięcia. Budowa bloku energetycznego zostanie sfinansowana ze środków własnych partnerów oraz kredytu zaciągniętego przez nową spółkę. Przy założeniu, że cała inwestycja pochłonie ok. 1,5 mld EUR (5,7 mld PLN), z czego połowa kwoty będzie pochodziła z finansowania bankowego a udział KGHM w finansowaniu kapitału własnego przedsięwzięcia wyniesie 50-70% (nie podano szczegółów), spółka będzie musiała zwiększyć planowany na najbliższe lata CAPEX o ok. 1,4-2 mld PLN. Zakładając, że projekt będzie realizowany 6 lat, z czego w latach 2010-11 prace będą koncentrowały się głównie na projektach i pozwoleniach to w kolejnych czterech roczne wydatki to kwota ok. 340-480 mln PLN. Wielokrotnie pisaliśmy, że to dobry ruch strategiczny KGHM. W krótkim okresie oznacza jednak dodatkowe obciążenia, które w przypadku tylko realizacji projektu budowy pieca zawieszinowego (decyzja do czerwca) wzrosną do 2 mld PLN w 2011 roku. Dodatkowo mogą dojść wydatki związane z budową infrastruktury górniczej, jeżeli KGHM zdecyduje się na zakup złoża w Ameryce Pn.

### Rynek miedzi w 2009

Zgodnie z danymi ICSG, w całym 2009 roku światowa konsumpcja miedzi wyniosła 18 mln ton i była o zaledwie 0,1% niższa niż w 2008 roku. 40% światowego popytu pochodziło z Chin (7,2 mln ton), które w ujęciu r/r zwiększyły popyt o 38% (+2,2 mln ton). W tym czasie główne światowe gospodarki (30% światowego zużycia metalu, razem 5,4 mln ton), tj.: UE-15, Japonia i USA zanotowały spadki r/r odpowiednio o: 20%, 26% i 19%. Łączny popyt na miedź poza Chinami obniżył się o 16% r/r. W analizowanym okresie produkcja górnicza miedzi zwiększyła się o 1,3% do 15,7 mln ton a produkcja miedzi rafinowanej o 0,65% (18,353 mln ton). Wykorzystanie mocy produkcyjnych w kopalniach nadal pozostawało na bardzo niskim historycznie poziomie 80,6% (wartość dla całego roku, w grudniu 2009 roku 82%) - natomiast same moce produkcyjne wzrosły w ciągu roku o blisko 800 tys. ton do 19,513 mln ton. Pod koniec roku wyraźnie wzrosło natomiast wykorzystanie mocy produkcyjnych hut (81,1%), które notują już wskaźnik zbliżony do okresu, kiedy gospodarka znajdowała się we wzrostowej fazie (82-84%). Produkcja hutnicza rosta w Chile (+7%) i Chinach (+8,6%), obniżyła się w Europie (-3,5%) i Ameryce PN (-11%). W ostatnich miesiącach zapasy miedzi monitorowane przez LME, COMEX i SHP rosły na wszystkich wymienionych giełdach i obecnie wynoszą 800 tys. ton, co wraz z zapasami zgromadzonymi u producentów (740 tys. ton) stanowi równowartość 4,4 tygodnia światowej konsumpcji (tydzień konsumpcji to 345 tys. ton).





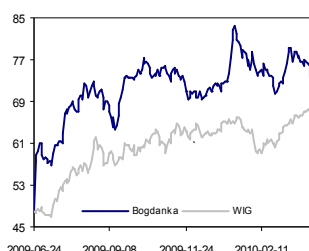
## LW Bogdanka (Trzymaj)

Cena bieżąca: 61,45 PLN    Cena docelowa: 80,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 184,0	5,9%	1 574,8	33,0%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	339,6	362,1	6,6%	388,9	7,4%	545,0	40,1%	MC (cena bieżąca)	2 090,1
marża EBITDA	32,9%	32,4%		32,8%		34,6%		EV (cena bieżąca)	2 131,8
EBIT	203,5	226,7	11,4%	243,3	7,3%	333,8	37,2%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	190,8	22,3%	184,0	-3,6%	257,5	40,0%		
P/E	13,4	11,0		11,4		8,1		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	7,2	6,4		6,3		4,5		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	1,9	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,2	5,0		5,5		3,6		Max (52 tyg.)	83,5
Dywid (%)	0,4	4,3		1,0		0,9		Min (52 tyg.)	48,0



2009-06-24    2009-09-08    2009-11-24    2010-02-11

**Rok 2010 będzie stał pod znakiem nieco wyższego wydobycia, ale przy niższych cenach sprzedaży (-2% r/r) i wyższych kosztach operacyjnych (amortyzacja, program inwestycyjny). Rynek węgla stabilizuje się i w kolejnych miesiącach presja ze strony importu węgla nadal powinna maleć, po tym jak kopalnie śląskie dopasowały swoje ceny do cen importowych. Spółka podpisała wreszcie długoterminową (15 lat) umowę z Elektrownią Kozienice, co wiąże ze spółką jej największego klienta. Na obecną chwilę nie widzimy przesłania do zmiany prognoz na rok 2010. Podtrzymujemy też rekomendacje trzymaj.**

### Rok wysokich inwestycji

W 2009 roku spółka wyprodukowała 5,236 mln ton węgla, tj. o 340 tys. ton mniej niż w poprzednim roku. Głównym powodem niższej produkcji jest eksploatacja złoża o mniejszej zawartości węgla, co z kolei wynika z konieczności przeprowadzenia robót przygotowawczych do eksploatacji kolejnych pokładów węgla o lepszych jakościowo pokładach. Przy optymalnym wykorzystaniu urządzeń górniczych wiąże się to z wydobyciem większej ilości kamienia w urobku. W roku 2010, natężenie prac przygotowawczych będzie niższe a zarząd oczekuje, że produkcja wzrośnie do 5,35-5,4 mln ton. Niższe od spodziewanego wydobycie może mieć miejsce w roku 2011, kiedy ma ruszyć pierwsza ściana wydobywcza w Stefanowie (pierwotnie zakładano 7 mln ton, może być 6,4-6,6 mln ton). Powodem jest oprostowanie w sądzie przetargu na budowę zakładu przerobu mechanicznego węgla. Na razie opóźnienie wynosi 2 miesiące, ale zapewne zwiększy się. Zarząd widzi nieco mniejszą presję na ceny ze strony importu węgla rosyjskiego, kopalnie śląskie obniżają swoje ceny, co pozwoliło im na obniżenie poziomu zapasów w stosunku do połowy roku o ok. 700 tys. ton (do 4,8 mln ton). W ocenie zarządu rynek stabilizuje się, ceny mogą rosnąć nie wcześniej niż pod koniec roku. W roku 2010 spółka zamierza wydać na inwestycje 934 mln PLN, w stosunku do 370 mln PLN w roku 2009. To kontynuacja programu inwestycyjnego zakładającego podwojenie mocy wytwórczych do roku 2014 oraz przesunięcia części płatności nie wykonanych w roku 2009 na bieżący (ok. 100 mln PLN). Na koniec roku spółka miała 682 mln PLN gotówki i 250 mln PLN długu. Operacyjny CF za rok 2009 wyniósł ponad 360 mln PLN.

### Górnictwo węgla w styczniu

W styczniu wydobycie węgla kamiennego wyniosło niespełna 6 mln ton (-0,5 mln ton; -7,4%). Wydobycie węgla koksowego wzrosło o 38,6%, wydobycie węgla energetycznego, który zdecydowanie dominuje w polskiej produkcji, obniżyło się o 12,7%. W końcu stycznia na przykopalnianych zwałach było ponad 5,3 mln ton niesprzedanego surowca, o 2,9 mln ton więcej niż rok wcześniej. Znacząco zmniejszyły się zapasy węgla koksowego, wzrosły energetycznego. W Polsce styczniowe obniżenie sprzedaży węgla do celów energetycznych wynikało głównie z niższej o 23,4% sprzedaży na rynek krajowy. Natomiast sprzedaż węgla do koksowania była wyższa niż przed rokiem aż o 168,4%, głównie dzięki odbudowaniu popytu w kraju. W styczniu spadły ceny węgla w odniesieniu do tego samego miesiąca rok wcześniej. Cena zbytu węgla energetycznego była mniejsza o 5,7%, a węgla do koksowania o 13,9%. Zysk na sprzedaży węgla zmniejszył się w styczniu do 98,5 mln PLN, wobec ponad 214 mln PLN rok wcześniej. Jednak wynik netto wzrósł do ponad 39,1 mln PLN wobec niespełna 1,3 mln PLN przed rokiem. Było to możliwe dzięki zmniejszeniu straty na pozostałej działalności operacyjnej (o 72 mln PLN) i na działalności finansowej (o 81,7 mln PLN), pomimo gorszego wyniku ze sprzedaży węgla. Zysk sektora brutto wyniósł 46,3 mln PLN, wobec 10,2 mln PLN rok wcześniej. Koszty w górnictwie wzrosły w styczniu o 3,6%, przy spadku produkcji o 7,4%. Dane potwierdzają, że dzięki ożywieniu w przemyśle odbudowuje się popyt ze strony hut na węgiel koksowniczy, co w dobrej sytuacji stawia JSW oraz NWR. W zdecydowanie trudniejszej sytuacji są producenci węgla energetycznego, m.in. w związku z nadal niskimi cenami węgla ARA i rosyjskiego, co dodatkowo jeszcze wzmocniło umocnienie PLN w stosunku do USD.

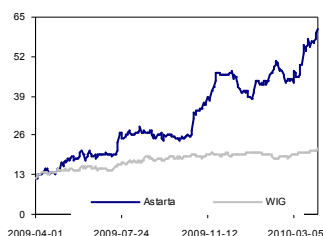
## Przemysł



### Astarta (Sprzedaj)

**Analitik: Jakub Szkopek**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-12**
**Podstawowe dane (mIn PLN)**

(mIn UAH)	Cena bieżąca: 60,8 PLN			Cena docelowa: 31,6 PLN				zmiana	
	2008	2009P	zmiana	2010P	zmiana	2011P			
Przychody	970,7	1 470,4	51,5%	1 624,5	10,5%	1 746,0	7,5%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	223,5	501,2	124,3%	492,2	-1,8%	549,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	1 520,0
marża EBITDA	23,0%	34,1%		30,3%		31,5%		EV (cena bieżąca)	1 781,5
EBIT	150,8	429,6	184,9%	418,5	-2,6%	468,6	12,0%	Free float	54,8%
Zysk netto	-89,2	293,1		254,3	-13,2%	292,9	15,2%		
P/E		14,5		16,7		14,5		Zmiana ceny: 1m	29,4%
P/CE		11,7		13,0		11,4		Zmiana ceny: 6m	143,2%
P/BV	6,7	4,3		3,5		3,0		Zmiana ceny: 12m	371,7%
EV/EBITDA	23,8	10,1		10,1		8,9		Max (52 tyg.)	60,8
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	12,9



Spadające od początku roku ceny cukru na światowych rynkach (-32%), to efekt udanych zbiorów w Indiach i zapowiadane dobre zbiory w Brazylii. Na Ukrainie wysokie ceny cukru to efekt niedoboru buraka cukrowego, którego ceny w sezonie 2009/2010 wzrosły o 88% do 414 UAH za tonę (51 USD za tonę). Wysokie ceny buraka sprawiły, że rentowność tej uprawy wzrosła do 36,7% w roku 2009. Ministerstwo rolnictwa prognozuje, że wyższa rentowność tejże uprawy skłoni większą ilość gospodarstw rolnych do zasiewu buraka w kolejnym sezonie (Ministerstwo zapowiada wzrost produkcji buraków o 36% r/r). Większa ilość dostępnego surowca sprawi że deficyt cukru ulegnie zmniejszeniu, co przełoży się na niższe ceny cukru na rynku ukraińskim. Dodatkowym zagrożeniem dla lokalnych cen cukru jest możliwość sprowadzenia taniego cukru trzcinowego z Brazylii. Na dzień 1 lutego 2010 kwota importowa za 2010 rok została wykorzystana w 59% (267,8 tys ton). Wysokie ceny cukru na Ukrainie były jednym z kluczowych tematów przeprowadzonej niedawno kampanii prezydenckiej. Wyniki za pierwszy kwartał 2010 roku z pewnością będą bardzo dobre dla ukraińskiego producenta cukru. Wkrótce jednak inwestorzy zaczną dyskontować gorsze wyniki kolejnych kwartałów na skutek spadających cen cukru. Podtrzymujemy nasze zdanie, że dobre wyniki za 4Q2009 będą doskonałą okazją do realizacji zysków z inwestycji. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Astarty.

#### Wzrost mocy produkcyjnych

Gazeta giełdy *Parkiet* poinformowała, że za ostatnimi wzrostami cen Spółki na giełdzie stoi informacja o zwiększeniu mocy przerobowych cukru i wzrostu areału. Jak na razie Astarta zwiększyła areał uprawny z 175 tys. ha do 180 tys. ha. W przyszłości dalsze zwiększanie areału będzie dla Spółki dużo trudniejsze. Oprócz Astarty na rynku funkcjonuje dużo podmiotów równie zainteresowanych powiększeniem ziemi uprawnej, a znaczne osłabienie krajowej waluty, jakie obserwowaliśmy w 3Q2009 sprawia, że o obecnie funkcjonujące gospodarstwa rolne zabiegać będą również zagraniczne Spółki.

#### Pomoc dla producentów buraków

Gazeta giełdy *Parkiet* poinformowała, że Wiceminister Rolnictwa Rządu Ukrainy zapowiedział większe dotacje dla producentów buraków i farm mlecznych. Zwiększenie uprawy buraka cukrowego na Ukrainie nastąpi z pewnością wraz z drożącymi cenami cukru. Raczej trudno się spodziewać z kolei, aby obietnice rządu dotyczące większego subsydiowania buraków przekonały farmerów do tejże uprawy tym bardziej, że na skutek mniejszych wpływów do budżetu w ubiegłym roku rząd nie wypłacił obiecanej kwoty 220 mln UAH dla producentów buraków.

#### Spadające ceny cukru

Wysokie ceny cukru na Ukrainie przekładają się na wyższe ceny buraków cukrowych, które w sezonie 2009/2010 wzrosły średnio o 88% r/r do 414 UAH (51 USD) za tonę. UkrSugar spodziewa się, że wyższe ceny buraka cukrowego zachęcą zakłady rolne do tejże uprawy (prognozuje wzrost produkcji buraków o 36% r/r w kolejnym sezonie). USDA spodziewa się, że import cukru surowego i rafinowanego w sezonie 2009/2010 wzrośnie do 480 tys. ton, wobec deficytu cukru w wysokości 400-500 tys. ton. Na świecie Indie ogłosiły, że w sezonie rozpoczętym 1 października 2009 wyprodukowały 14% r/r więcej cukru, głównie za sprawą sprzyjających warunków pogodowych. Kolejny sezon w tym kraju ma przynieść zwiększenie produkcji o kolejne 46% na skutek zwiększenia areału trzciny cukrowej. Z kolei rozpoczynające się w kwietniu zbiory w Brazylii szacuje się, że zwiększą produkcję cukru o około 12% w tym



kraju. Światowi importerzy zwlekają z zakupem cukru, czekając na dalszy spadek światowych cen. Spadające ceny cukru w Europie i na świecie oraz wciąż spora ilość cukru, jaka może być sprowadzona na Ukrainę będą naszym zdaniem wywierać znaczącą presję na spadek cen cukru na Ukrainie. Zwiększone moce produkcyjne cukru w kolejnym sezonie mogą spowodować, że w kolejnym 2010/2011 sezonie podaż przewyższy popyt, co znacząco wpłynie na poziom cen.

### **Pogoda opóźniła zasiew**

Na Ukrainie do 26 marca 2010 zasiano w sumie około 100 tysięcy hektarów zbóż jarych. Ministerstwo Rolnictwa poinformowało, że w wyniku niesprzyjających warunków pogodowych zasiew zbóż był opóźniony w stosunku do roku poprzedniego. Najważniejsze dla wielkości zbóż na Ukrainie będzie to, jak pogoda kształtować się będzie w kolejnych tygodniach po zasiewach. Opóźnienie może się przyczynić do niższych późniejszych zbiorów. Z kolei w oficjalnym komunikacie Ministerstwa Rolnictwa Ukrainy podano, że 2,6% areалу zbóż ozimych zostało zniszczonych ze względu na srogą zimę i niesprzyjające warunki pogodowe. Około 14,3% areálu zbóż ozimych zostało zakwalifikowanych do słabych i przerezdzonych. Ministerstwo szacuje, że około 4,5% areálu zbóż ozimych zostanie ponownie zasiane. Uprawę, która ucierpiała najbardziej był rzepak. Jej całkowite zniszczenia sięgnęły 13,2% areálu przeznaczonego pod tą uprawę. Na dzień 25 marca około 8% areálu przeznaczonego pod zboża ozime było pokryte warstwą lodu. Straty zbóż ozimych nie przesądzą jeszcze ostatecznie o wielkości całkowitych zbiorów na Ukrainie.



## Cersanit (Redukuj)

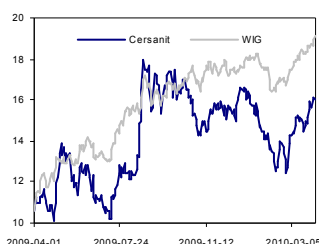
Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 13,63 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-01

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 413,6	-6,8%	1 496,3	5,8%	1 605,1	7,3%	Liczba akcji (mln)	144,3
EBITDA	339,7	278,7	-18,0%	318,7	14,3%	366,9	15,1%	MC (cena bieżąca)	2 308,1
marża EBITDA	22,4%	19,7%		21,3%		22,9%		EV (cena bieżąca)	3 346,3
EBIT	233,9	162,3	-30,6%	202,5	24,8%	247,3	22,1%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-10,3		129,4		139,9	8,1%		
P/E	299,6			17,8		16,5		Zmiana ceny: 1m	12,3%
P/CE	20,3	21,8		9,4		8,9		Zmiana ceny: 6m	-2,4%
P/BV	2,2	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	46,4%
EV/EBITDA	10,2	12,3		10,5		8,9		Max (52 tyg.)	18,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,1



Słabszy popyt na materiały wykończeniowe połączone z dużym poziomem konkurencji w branży sprawia, że producenci ceramiki sanitarnej zmuszeni są obniżyć ceny lub znacząco zmniejszać poziom przychodów. Sytuację pogarszają zachodnioeuropejscy producenci płytek, którzy nie mogąc zbyć asortymentu na rynkach lokalnych agresywnie wchodzi na rynek polski. Na otoczenie rynkowe niekorzystnie wpływa także umacniająca się złotówka. Spodziewane ożywienie w branży na początku pierwszej połowy roku z pewnością powstrzyma dalsze spadki cen materiałów wykończeniowych. Prawdopodobnie nie dojdzie już do wojny cenowej jaka miała miejsce w pierwszej połowie 2009 roku. Wciąż jednak sytuacja na rynku pozostaje trudna, co znajdzie swoje miejsce w realizowanych marżach. Pierwszy kwartał może być rozczarujący dla inwestorów. Mroźna i śnieżna zima wpłynęła negatywnie na decyzje związane rozpoczęciem remontów i prac modernizacyjnych. W Spółce nadal aktualny pozostaje temat potencjalnej emisji akcji, która zwiększyła by kapitał zakładowy o 20%. Naszym zdaniem nie bez znaczenia dla Cersanitu są również zapowiadane na pierwszą połowę roku duże oferty publiczne. Zagroziłyby one obecności Spółki w indeksie WIG20. Spodziewamy się, iż Cersanit mógłby opuścić indeks już podczas wrześniowej rewizji. Podtrzymujemy rekomendację redukcji dla akcji Spółki Cersanit.

### Powołanie członków zarządu

Spółka poinformowała, że w dniu 11 marca 2010 powołano Pana Ireneusza Kazimierskiego i Marcina Rybarczyka na stanowisko Członka Zarządu. Pan Ireneusz Kazimierski wcześniej pracował dla spółki Opoczno, a po połączeniu piastował stanowisko dyrektora do spraw produkcji. Z kolei Pan Marcin Rybarczyk wcześniej pełnił funkcję zarządzającego w zakładach zależnych Cersanitu zlokalizowanych na terenie Rosji, a od lutego 2010 odpowiadał za zarządzanie gospodarką magazynową i logistyką Grupy.

### Zarządy Nowa Gala i Polcolorit negatywnie o branży

W opublikowanych raportach za 2009 rok Zarządy Nowej Gali i Polcoloritu spodziewają się, że dekonjunktura na rynku płytek ceramicznych potrwa jeszcze przynajmniej pół roku. Najbardziej sceptycznie o branży pisze Zarząd Nowej Gali, który zakłada, że 2010 rok będzie kolejnym trudnym dla branży.



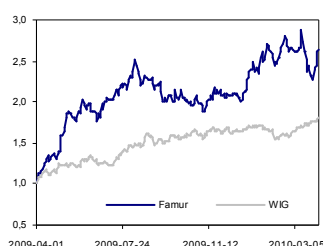
## Famur (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 2,64 PLN      Cena docelowa: 2,16 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-08

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	664,8	-4,4%	720,1	8,3%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,5	-32,9%	126,1	-5,5%	148,5	17,7%	MC (cena bieżąca)	1 271,2
marża EBITDA	18,3%	19,2%		19,0%		20,6%		EV (cena bieżąca)	1 256,8
EBIT	164,2	100,7	-38,6%	92,3	-8,4%	111,0	20,3%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,7%	71,2	22,7%	88,5	24,3%		
P/E	21,5	21,9		17,9		14,4		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	13,5	14,0		12,1		10,1		Zmiana ceny: 6m	28,2%
P/BV	2,0	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	131,6%
EV/EBITDA	6,8	10,1		10,0		8,2		Max (52 tyg.)	2,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,1



Wyniki czwartego kwartału były rozczarowujące. Przychody ze sprzedaży spadły o 51,1% r/r, a wartość zysku operacyjnego bez uwzględnienia odpisów aktualizujących była o 79,9% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Spółka by pokryć koszty stałe zmuszona jest do zejścia z ceną w przetargach, co znalazło swoje miejsce w rentowności wyniku operacyjnego. Spodziewamy się, że czwarty kwartał nie będzie tym ostatnim, który negatywnie zaskoczy inwestorów. Spółka przy mniej chłonnych rynkach zagranicznych, będzie musiała koncentrować się na rynku krajowym. To z kolei przy słabych wynikach finansowych kopalni, mniejszej płynności spółek górniczych i konkurencji taniego węgla z Rosji negatywnie wpłynąć będzie na poziom wydatków inwestycyjnych. Mniejsza chłonność rynku krajowego wzmacniać będzie konkurencję w branży. Uważamy również, że niemożliwe jest szybkie odrobienie poziomu przychodów w segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych. Prognozujemy powolny wzrost przychodów w tych segmentach w pierwszej połowie roku i nieco wyższą dynamikę w drugiej połowie roku.

### Sprzedaż węgla

Emitent poinformował, że od 1 października 2009 roku zawarł z Przedsiębiorstwem Energokrak Sp. z o.o. szereg umów na łączną kwotę 61,5 mln PLN na sprzedaż węgla. Umowy dotyczą dostaw węgla w ramach objętych od Katowickiego Holdingu Węglowego obligacji węglowych. Energokrak to spółka zajmująca się dostawą węgla do elektrowni i elektrociepłowni z Grupy EDF w Polsce.

### Zawarcie umowy o dofinansowanie

Famur poinformował, że w dniu 12.03.2010 zawarł z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości umowę o dofinansowanie projektu inwestycyjnego „Famur-2”. Dofinansowanie opiewa na kwotę 37,7 mln PLN i zostało przyznane w ramach programu operacyjnego innowacyjna gospodarka. O zdobyciu dofinansowania Famur informował już wcześniej. Nasze prognozy uwzględniają przyznanie wsparcia w kwotach 21,3 i 16,4 mln PLN odpowiednio w 2010 i 2011 roku.

### Gorlicki Glinik walczy o życie

Krajowy producent obudów zmechanizowanych – Gorlicki Glinik prowadzi rozmowy w sprawie zadłużenia z bankami oraz z podmiotami, które mogłyby w niego zainwestować. Spółka jest obecnie w trakcie zwalniania 300 osób załogi. Pracownicy dopiero w marcu dostali wypłaty za grudzień. W marcu odcięto również prąd, a pieniędzy brakuje na niezbędne do produkcji materiały. Zainteresowanie Glinikiem miał zgłaszać Kopex, ale Krzysztof Jędrzejewski wszystko uzależnia od wyników rozmów spółki z bankami. Jak na razie prezes Glinika zaprzecza, aby rozmowy były prowadzone ze spółkami będącymi bezpośrednimi konkurentami spółki. Glinik popadł w problemy po tym jak zagraniczny kontrahent w zeszłym roku nie odebrał zamówionych obudów. Spółka dodatkowo posiadała zobowiązania wynikające z opcji walutowych (ponad 100 mln PLN). W branży mówi się, że Glinik, walcząc o przetrwanie na rynku składa bardzo konkurencyjne oferty. Opuszczenie Glinika branży z pewnością zmniejszyłoby presję producentów obudów na marże i byłoby szansą dla Kopeksu i Famuru na lepsze wyniki finansowe. Możliwy jest również scenariusz, że jedna z wymienionych wyżej Spółek zdecyduje się na przejęcie Glinika w obawie przed akwizycją konkurenta. Uważamy jednak, że problemy finansowe Glinika źle wpłynęłyby na potencjalny podmiot przejmujący. Tym bardziej, że wciąż popyt na obudowy zmechanizowane zza wschodniej granicy jest mały, a na rynku krajowym nie można oczekiwać większych zamówień w zakresie tych urządzeń.

### Łabędy trafią do Kompani Węglowej

Akcje Huty Łabędy zostaną przekazane do Kompani Węglowej. Odbywa się to na zasadzie

programu dekapitalizowania Spółki, co w efekcie poprawi jej płynność. Akcje Huty Łabędy są wyceniane na 350-420 mln PLN. Wcześniej KW dostała akcje TP, Ciechu, Ruchu, ZA Puławy, Kopeksu i KGHM. Duża ich część została sprzedana. Ewentualnym kupnem Huty Łabędy był zainteresowany Arcelor Mital Poland. Dokapitalizowanie KW pozytywnie wpłynie na płynność Kompani Węglowej, co z kolei przełoży się na terminową realizację zobowiązań z producentami maszyn i urządzeń.

### **Wiążące oferty w sprawie zakupu akcji Remagu**

Ministerstwo skarbu państwa poinformowało, że cztery firmy, w tym Kopek i Famur złożyły wiążące oferty w sprawie zakupu Remagu. Oferty złożyły również AB Consulting (akcjonariusz Famuru) i Węgłokoks. Informacja techniczna. O chęci złożenia ofert przez cztery wymienione podmioty wiadomo było już wcześniej. Rozstrzygnięcie ma zapaść w pierwszej połowie kwietnia. Ministerstwo zastrzega sobie prawo do wyboru dwóch kandydatów, w celu doprecyzowania negocjacji.

### **Polskie górnictwo w styczniu**

Sprzedaż węgla w styczniu wyniosła 5,2 mln ton i była o 5,8% niższa r/r. Mimo niskich temperatur słabo kształtowało się wydobycie węgla dla energetyki zawodowej (sprzedaż -23,4% r/r), dużo lepiej z kolei węgla koksującego (wydobycie +38,6% r/r). W tym czasie na inwestycje wydano 175,4 mln PLN, czyli o 5,2 mln PLN więcej jak przed rokiem.

### **Roszczenia Famuru wobec Kopeksu**

Roszczenia Famuru wobec Kopeksu w związku z kontraktem dla kontrahenta chińskiego zostały podzielone na trzy pozwy. Rozprawa dotycząca pierwszego z nich – o straty wynikłe z kontraktów walutowych – miała się odbyć 18 marca, ale w wyniku choroby sędziego rozprawa została przeniesiona na 25 marca. Druga dotycząca pozwu o utracone korzyści ma się odbyć w pierwszej połowie kwietnia (na razie nie wyznaczono jeszcze konkretnego terminu). Trzecia w związku z pozwem o kary umowne została zaplanowana na 25 kwietnia.

### **Zakup spółki Zamet**

Famur poinformował, iż jego spółka zależna Pioma Industry zawarła umowę nabycia od Invest 6 S.K.A. z siedzibą w Katowicach 100% akcji spółki Zamet-Budowa Maszyn w Tarnowskich Górach. Wartość umowy wynosi 85 mln PLN. Płatność nastąpi w trzech ratach nie później niż do 30 kwietnia 2010 roku. Jak podał Famur w komunikacie, przyłączenie spółki Zamet do Pioma Industry daje dostęp zaawansowanego technologicznie parku maszynowego, co zapewnia znaczące rozszerzenie możliwości w zakresie obróbki mechanicznej i cieplnej maszyn wielkogabarytowych. Pozwala to na poprawę jakości wykonania produkowanych urządzeń oraz skraca czas realizacji kontraktów. Połączone moce Spółek umożliwią dostęp do nowych kontrahentów i wejście na nowe rynki zbytu. Zamet intensywnie działa na rynkach zagranicznych – poziom eksportu przekracza obecnie 74%. Spółka wypracowała za pierwsze 3 kwartały 2009 roku 11,0 mln PLN zysku netto przy 73,5 mln PLN przychodów, a poziom kapitałów własnych osiągnął poziom 58,1 mln PLN. W 2008 roku Zamet miał 103,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży i zysk operacyjny na poziomie 15,8 mln PLN. Zysk netto wyniósł 9,2 mln PLN. Zadłużenie netto na koniec 2008 roku wynosiło 5,3 mln PLN. Zamet naszym zdaniem dobrze wkomponowuje się w strukturę spółki zależnej Pioma Industry. Oba przedsiębiorstwa zajmują się produkcją wielkogabarytowych maszyn i urządzeń dla przemysłu. Zarówno Pioma Industry jak i Zamet znaczącą część swojej produkcji kierują na rynki eksportowe. Głównymi rynkami eksportowymi spółki Pioma są Niemcy i Europa Zachodnia. Z kolei Zamet kieruje swoje wyroby na rynki Niemiec, Austrii, Szwecji, Szwajcarii, Włoch, Chin, Korei Płd. Współpraca na rynkach zagranicznych z pewnością umożliwi pozyskanie nowych rynków zbytu. Należy jednak pamiętać, że branże do których kierowane są produkty Spółek zostały znacząco dotknięte przez osłabienie koniunktury gospodarczej. Przychody segmentu urządzeń dźwigowych i przeładunkowych, w którym działa Spółka Pioma Industry spadły w 2009 roku o 26,4% r/r z czego w czwartym kwartale 2009 spadki sięgnęły 60,4% r/r (w pierwszych trzech kwartałach spadki nie przekraczały 12,1% r/r). Podejrzewamy, że podobny spadek przychodów ze sprzedaży ma miejsce również w przejmowanej spółce Zamet. Biorąc pod uwagę wyniki za 2008 rok wskaźnik EV/EBITDA po cenie za jaką przejmowana jest spółka Zemet wynosi 4,65. Podejrzewamy jednak, że spodziewany przez nas spadek przychodów w końcówce 2009 roku sprawił, że wskaźnik ten może ulec znacznemu pogorszeniu.



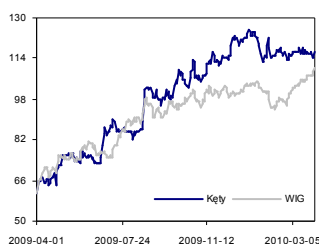
## Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 116,5 PLN    Cena docelowa: 120,36 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	1 193,2	7,8%	1 266,9	6,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	189,7	0,8%	207,3	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 074,8
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,9%		16,4%		EV (cena bieżąca)	1 306,3
EBIT	126,7	124,0	-2,1%	123,4	-0,5%	138,6	12,4%	Free float	53,9%
Zysk netto	61,2	71,1	16,2%	88,4	24,4%	100,8	14,0%		
P/E	17,6	15,1		12,2		10,7		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	8,7	7,9		6,9		6,3		Zmiana ceny: 6m	8,9%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	76,6%
EV/EBITDA	7,7	6,8		6,9		6,2		Max (52 tyg.)	125,4
Dyyield (%)	3,9	0,0		3,3		4,5		Min (52 tyg.)	64,2



Mimo osłabienia koniunktury na rynku artykułów aluminiowych Spółka w czwartym kwartale utrzymała zbliżony do zeszłorocznego poziom sprzedaży (-2,7% R/R). Dzięki procesowi restrukturyzacji zakładów w grupie marża EBITDA wzrosła 1,2% R/R i wyniosła 18,2%. Zysk netto wzrósł o 43,5% głównie dzięki mniejszym odsetkom od kredytów, dodatniego wpływu transakcji zabezpieczających i dodatniej wycenie zadłużenia. Mimo, że na rynku wciąż ma miejsce dekoniunktura, Spółce udało się wygenerować dodatni, lepszy od zeszłorocznego wynik operacyjny (5,6% R/R). Jak na razie brak jest bardziej istotnych symptomów ożywienia, ale wygląda na to, że Grupa Kęty jest dobrze przygotowana na kryzys w branży.

### Prognoza Zarządu na 1Q2010

Zarząd w prognozie wyniku na 2010 rok spodziewa się przychodów ze sprzedaży na poziomie 240 mln PLN (-3,1% r/r). Pozytywnie zaskakują wyniki sprzedażowe segmentów wyrobów wyciskanych (+30% r/r) i opakowań giętkich (bez zmian). Negatywne zaskoczenie ma miejsce w wynikach sprzedażowych segmentów usług budowlanych, systemów aluminiowych i akcesoriów budowlanych, które zanotowały 10-15% r/r spadki na skutek niesprzyjającej pogody, która opóźniła prace budowlane. Wynik z działalności operacyjnej po uwzględnieniu transakcji zabezpieczających na walutach wyniósł w 1Q2010 około 15,8 mln PLN, wobec 21,4 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Z kolei zysk netto wyniósł 13-15 mln PLN wobec 2,8 mln PLN zanotowanych rok wcześniej. Naszym zdaniem, wyniki za pierwszy kwartał 2010 nieznacznie odstają od wcześniejszych oczekiwań Zarządu. Spodziewamy się lepszych kolejnych kwartałów. To z kolei, naszym zdaniem, przełoży się na rewidowanie w górę przedstawionej wcześniej prognozy Zarządu na 2010 rok. Uważamy, że kolejny kwartał powinien nadrobić straty wynikłe z mniejszą ilością zamówień w 1Q2010 na skutek niesprzyjających warunków pogodowych.



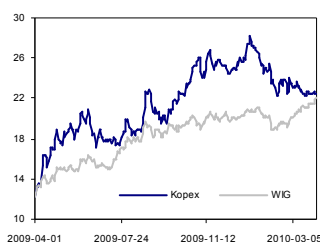
## Kopex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 22,5 PLN      Cena docelowa: 21,65 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 429,0	5,0%	2 572,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	237,6	0,7%	259,6	9,3%	285,8	10,1%	MC (cena bieżąca)	1 672,5
marża EBITDA	11,9%	10,3%		10,7%		11,1%		EV (cena bieżąca)	2 024,3
EBIT	174,9	154,1	-11,9%	171,2	11,1%	195,0	13,9%	Free float	27,2%
Zysk netto	90,3	92,8	2,8%	109,2	17,7%	131,1	20,0%		
P/E	16,9	18,0		15,3		12,8		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	10,1	9,5		8,5		7,5		Zmiana ceny: 6m	0,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	65,6%
EV/EBITDA	8,0	8,8		7,8		6,7		Max (52 tyg.)	28,3
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,3



W bieżącym roku sytuacja na rynku krajowym może być jeszcze trudniejsza niż rok wcześniej. Spodziewamy się mniejszych nakładów inwestycyjnych polskich kopalni i wydłużenia czasu realizacji płatności na skutek gorszej płynności finansowej spółek górniczych. To wraz z niższą chłonnością rynków zagranicznych będzie zwiększało poziom konkurencji na terenie kraju. Potencjalny brak zamówień w zależnym od Spółki Tagorze, brak rozstrzygnięć w zagranicznych kontraktach oraz wysoki stopień konkurencji na rynku krajowym zmusiły nas do konserwatywnej prognozy na 2010 rok. Spodziewamy się, że pierwszy kwartał, jak i pierwsza połowa roku będzie rozczarowująca dla inwestorów. Podwyższamy naszą negatywną rekomendację dla akcji Kopexu z redukuj do trzymaj ze względu na zmniejszenie potencjału spadku od momentu wydania rekomendacji. Cenę docelową akcji Kopexu pozostawiamy bez zmian na poziomie 21,65 PLN za akcję.

### Gorlicki Glinik walczy o życie

Krajowy producent obudów zmechanizowanych – Gorlicki Glinik prowadzi rozmowy w sprawie zadłużenia z bankami oraz z podmiotami, które mogłyby w niego zainwestować. Spółka jest obecnie w trakcie zwalniania 300 osób załogi. Pracownicy dopiero w marcu dostali wypłaty za grudzień. W marcu odcięto również prąd, a pieniędzy brakuje na niezbędne do produkcji materiały. Zainteresowanie Glinikiem miał zgłaszać Kopex, ale Krzysztof Jędrzejewski wszystko uzależnia od wyników rozmów spółki z bankami. Jak na razie prezes Glinika zaprzecza, aby rozmowy były prowadzone ze spółkami będącymi bezpośrednimi konkurentami spółki. Glinik popadł w problemy po tym jak zagraniczny kontrahent w zeszłym roku nie odebrał zamówionych obudów. Spółka dodatkowo posiadała zobowiązania wynikające z opcji walutowych (ponad 100 mln PLN). W branży mówi się, że Glinik, walcząc o przetrwanie na rynku składa bardzo konkurencyjne oferty. Opuszczenie Glinika branży z pewnością zmniejszyłoby presję producentów obudów na marże i byłoby szansą dla Kopeksu i Famuru na lepsze wyniki finansowe. Możliwy jest również scenariusz, że jedna z wymienionych wyżej Spółek zdecyduje się na przejęcie Glinika w obawie przed akwizycją konkurenta. Uważamy jednak, że problemy finansowe Glinika źle wpłynęłyby na potencjalny podmiot przejmujący. Tym bardziej, że wciąż popyt na obudowy zmechanizowane zza wschodniej granicy jest mały, a na rynku krajowym nie można oczekiwać większych zamówień w zakresie tych urządzeń.

### Łabędy trafią do Kompani Węglowej

Akcje Huty Łabędy zostaną przekazane do Kompani Węglowej. Odbyna się to na zasadzie programu dekapitalizowania Spółki, co w efekcie poprawi jej płynność. Akcje Huty Łabędy są wyceniane na 350-420 mln PLN. Wcześniej KW dostała akcje TP, Ciechu, Ruchu, ZA Puławy, Kopeksu i KGHM. Duża ich część została sprzedana. Ewentualnym kupnem Huty Łabędy był zainteresowany Arcelor Mital Poland. Dokapitalizowanie KW pozytywnie wpłynie na płynność Kompani Węglowej, co z kolei przełoży się na terminową realizację zobowiązań z producentami maszyn i urządzeń.

### Wiążące oferty w sprawie zakupu akcji Remagu

Ministerstwo skarbu państwa poinformowało, że cztery firmy, w tym Kopex i Famur złożyły wiążące oferty w sprawie zakupu Remagu. Oferty złożyły również AB Consulting (akcjonariusz Famuru) i Węglokoks. Informacja techniczna. O chęci złożenia ofert przez cztery wymienione podmioty wiadomo było już wcześniej. Rozstrzygnięcie ma zapadć w pierwszej połowie kwietnia. Ministerstwo zastrzega sobie prawo do wyboru dwóch kandydatów, w celu doprecyzowania negocjacji.

### Polskie górnictwo w styczniu

Sprzedaż węgla w styczniu wyniosła 5,2 mln ton i była o 5,8% niższa r/r. Mimo niskich





temperatur słabo kształtowało się wydobycie węgla dla energetyki zawodowej (sprzedaż -23,4% r/r), dużo lepiej z kolei węgla koksującego (wydobycie +38,6% r/r). W tym czasie na inwestycje wydano 175,4 mln PLN, czyli o 5,2 mln PLN więcej jak przed rokiem.

### **Roszczenia Famuru wobec Kopeksu**

Roszczenia Famuru wobec Kopeksu w związku z kontraktem dla kontrahenta chińskiego zostały podzielone na trzy pozwy. Rozprawa dotycząca pierwszego z nich – o straty wynikłe z kontraktów walutowych – miała się odbyć 18 marca, ale w wyniku choroby sędziego rozprawa została przeniesiona na 25 marca. Druga dotycząca pozwu o utracone korzyści ma się odbyć w pierwszej połowie kwietnia (na razie nie wyznaczono jeszcze konkretnego terminu). Trzecia w związku z pozwem o kary umowne została zaplanowana na 25 kwietnia.

### **Aktualizacja informacji o zawartej umowie**

W nawiązaniu do informacji przekazanej z dnia 5 lutego 2010 roku o zawarciu przez Kopex znaczącej umowy o wartości 31,5 mln PLN na wykonanie robót przygotowawczych w szybach oraz drażenie przekopu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej podpisano umowę realizacyjną z Przedsiębiorstwem Robót Górniczych ROW Sp. z o.o., która określa podział rzeczowo-finansowy robót pomiędzy uczestnikami konsorcjum. Zgodnie z zawartą umową na Kopex przypada kwota 21,9 mln PLN, a na konsorcjanta kwota 9,6 mln PLN.

### **Objęcie obligacji Katowickiego Holdingu Węglowego**

Spółka podała do wiadomości, iż objęła 325 sztuk obligacji emitowanych przez Katowicki Holding Węglowy o łącznej wartości nominalnej obligacji 32,5 mln PLN i łącznej cenie emisyjnej obligacji 31,4 mln PLN. Wykup obligacji nastąpi poprzez świadczenie niepieniężne w postaci dostaw węgla. Termin wykupu obligacji określony został na 30 września 2010 roku. Wcześniej Spółka obejmowała już obligacje Katowickiego Holdingu Węglowego.



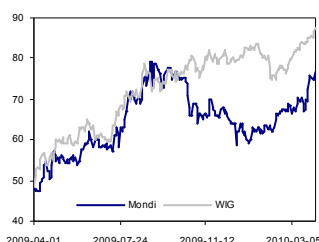
## Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 73,85 PLN    Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 804,0	32,6%	2 062,1	14,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	488,8	124,3%	618,0	26,4%	MC (cena bieżąca)	3 692,5
marża EBITDA	21,7%	16,0%		27,1%		30,0%		EV (cena bieżąca)	4 294,5
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	295,2	196,3%	419,5	42,1%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	220,4	208,6%	332,7	51,0%		
P/E	26,2	51,7		16,8		11,1		Zmiana ceny: 1m	15,7%
P/CE	14,7	19,5		8,9		7,0		Zmiana ceny: 6m	2,2%
P/BV	3,5	3,1		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	62,1%
EV/EBITDA	13,0	20,1		8,8		6,5		Max (52 tyg.)	79,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,4		3,0		Min (52 tyg.)	47,3



**Podtrzymujemy opinię, że tegoroczny zysk netto spółki powinien osiągnąć poziom ok. 200 mln PLN (+200% r/r) a EBITDA blisko 500 mln PLN (+130% r/r). Spółka ma do wykorzystanie 220 mln PLN pomocy publicznej z tytułu realizowanej inwestycji w SSE, co będzie w najbliższych latach istotnie obniżyć efektywną stopę podatkową. Niepokojąco rosną ceny makulatury, co może oznaczać obniżenie marży operacyjnej już na najbliższych kwartałach. Przy obecnych mocach produkcyjnych wycena giełdowa spółki odzwierciedla jej faktyczną wartość. Potencjalny wzrost wartości możliwy jest przy dalej rosnących cenach papieru.**

### Ceny papieru na rynku europejskim

W marcu ceny papieru na rynku europejskim utrzymywały się w trendzie wzrostowym. W ujęciu m/m cena kraftlinera wzrosła o 1,8%, testlinera o 5,1% a flutingu o 5,4%. W analogicznym okresie umocnienie PLN w stosunku do EUR (+2%) ograniczyło częściowo pozytywny wpływ wzrostu cen. W całym 1Q średnie ceny kraftlinera denominowane w PLN wzrosły q/q o 2,2%, testlinera o 2,8% a flutingu o 3,9%. Po stronie kosztów ceny makulatury w Europie również rosły, m.in. w związku z uruchomieniem nowych mocy produkcyjnych w obszarze testlinera/flutingu. W 1Q średnia cena OCC wzrosła q/q o 25% a po uwzględnieniu umocnienia PLN - o 19%, tym samym zmniejszyła się różnica pomiędzy ceną finalnego produktu a surowcem (marża).

## Budownictwo

### Zima uderza w produkcję budowlano-montażową

Produkcja budowlano-montażowa była w lutym o 24,6% niższa r/r i o 4,3% wyższa m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, spadek produkcji budowlano-montażowej wyniósł 13,7% r/r i 3,3% m/m.

### Zima powoduje opóźnienie 70% prowadzonych prac budowlanych

Zgodnie z badaniem KPB Uni-Bud, ze względu na mocną zimę, 70% firm budowlanych zanotowało opóźnienia w prowadzonych pracach, 32% firm zaś szacuje, że odrobienie opóźnień zajmie co najmniej 7 tygodni. Członek zarządu Hydrobudowy Polska przyznaje, że opóźnione są dwa z trzech budowlanych przez spółkę stadionów.

## Budownictwo drogowe

### Do 15 kwietnia ogłoszenie 8 przetargów na A1

Do 15 kwietnia mają być ogłoszone wszystkie przetargi na zaprojektowanie i budowę 180 km autostrady ze Strykowa i Pyrzowic. 180 km odcinek zostanie podzielony na 8 części. Umowy z wykonawcami mają być podpisane na przełomie września i października. GDDKiA w marcu 2010 odrzuciła projekt przygotowany przez konsorcjum Autostrada Południe, które uzyskało koncesję na budowę odcinka (i następnie jej nie zrealizowało).

## Budownictwo energetyczne

### Enea ogłasza przetarg na budowę bloku w Koziencicach

Enea ogłosiła przetarg na budowę bloku w Koziencicach o mocy minimum 900 MW. Oferty składać można do 15 kwietnia.

### Stanowisko KE w sprawie uprawnień do emisji CO2 już w maju?

Pojawiły się zapowiedzi, że już w maju Polska może otrzymać stanowisko Komisji Europejskiej w sprawie darmowych pozwoleń na emisję CO2. Unijny komisarz ds. energii w czasie spotkania z ministrem Pawlakiem obiecał przyspieszenie prac w tej sprawie. Na podstawie wytycznych KE, Polska przygotuje listę nowych bloków, uprawnionych do emisji CO2. Na zatwierdzenie tej listy KE będzie miała pół roku.

## Budownictwo specjalistyczne

### Plany rozbudowy sieci gazociągów za 8 mld PLN

Gaz – System zamierza w ciągu 5 lat wydać 8 mld PLN na inwestycje. W ramach programu Infrastruktura i Środowisko spółka otrzyma 1 mld PLN. Spółka stara się o pieniądze w EBI i EBOR. W II połowie 2011 roku planowana jest emisja obligacji lub euroobligacji o terminie wykupu do 10 lat.

## Energoinstal

### Słabe wyniki Q4 2009, Q1 i Q2 2010

Wpływ na pogorszenie się wyników w Q4 2009 miały opóźnienia w realizacji kontraktów oraz prowadzone inwestycje w rozbudowę parku maszynowego. Tegoroczny backlog wynosi 50 mln PLN. Prezes spodziewa się nowych umów. Mowa tu o najkorzystniejszej ofercie za 74 mln PLN (układ kogeneracji w Opolu). Prezes zamierza podpisać też dwa kontrakty, których wartość przekroczy 100 mln PLN. Mimo to, wyniki Q1 i Q2 2010 będą słabe. Przełom spodziewany jest w końcu roku, a prawdziwa poprawa wyników w roku 2011.

## Energomontaż Południe

### Plany rozwoju i wyniki 2010 roku

Energomontaż Południe planuje w tym roku wzrost przychodów o co najmniej 20% r/r. W poprawie wyników ma pomóc m.in. sprzedaż mieszkań w Katowicach. Zarząd liczy, że w 2010 roku uda się sprzedać mieszkania za około 40 mln PLN, co powiększyłoby zysk netto o około 4 mln PLN. Portfel zleceń Grupy przekracza 480 mln PLN, z czego około 330 mln PLN przypada na rok 2010. Firma uczestniczy w postępowaniach przetargowych o wartości 1,3 mld PLN. Spółka jest bliska pozyskania kontraktu w Niemczech o wartości ponad 100 mln PLN. Walczy też o warte kilkaset mln PLN zlecenia w Bełchatowie. W ciągu 3 lat spółka zamierza stać się znaczącym w regionie koncernem inżynierskim. W tym celu do 2012 roku kadra inżynierska ma się podwoić, mają też być przeprowadzone przejęcia, na które spółka wyda 50 mln PLN.

### **Perspektywy wzrostu portfela zamówień**

Obecnie w portfelu zleceń Energomontażu znajdują się zlecenia na kwotę 477,5 mln PLN (z tego 309,9 mln PLN na rok 2010). Do końca 2010 roku spółka chce złożyć oferty na co najmniej 1 mld PLN. Poziom wartości ofert może wzrosnąć do kilku mld PLN, jeśli PBG zdobędzie duże zlecenie energetyczne. W kwietniu Energomontaż rozpocznie sprzedaż mieszkań na osiedlu w Katowicach. Prezes liczy, że w 2010 roku spółce uda się zbyć przynajmniej połowę z 220 mieszkań. Jeśli się to uda, to skonsolidowany zysk netto może w tym roku zwiększyć się o nawet 4 mln PLN.

### **Wybór oferty za 70 mln PLN**

Alstom wybrał ofertę Energomontażu Południe na wykonanie prac montażowych w ramach modernizacji bloku nr 6 w Bełchatowie. Wartość oferty to 70 mln PLN (16% oczekiwanych na ten rok przychodów spółki). Zlecenie wpłynie w ciągu najbliższych tygodni.

## **Gastel Żurawie**

### **Sytuacja na rynku najmu żurawi**

Q4 2009 nie był najlepszy, ze względu na zimę, która spowolniła prace budowlane. Styczeń również był słaby. Obecnie sytuacja na rynku poprawia się, widać to w ilości wynajmowanego sprzętu, mniej jednak we wzroście cen. Pomijając Gastel, część spółki będąca dawnymi Żurawiami Wieżowymi ma szansę w 2010 roku powtórzyć wynik z roku 2009 (po 3Q 17,2 mln PLN przychodów, 1,7 mln PLN EBIT i 1,4 mln PLN zysku netto). W 2009 roku początek roku był dobry, a ceny wynajmu sprzętu zaczęły spadać od maja. Przychody obu połączonych firm w 2010 roku wyniosą 100 mln PLN, a celem na rok 2012 jest 200 mln PLN przychodów (150 mln PLN bez akwizycji). Wzrost przychodów wystąpi już w 2011 roku, ze względu na zakup 10-20 żurawi. Akwizycje i zakup sprzętu mają być finansowane z przewidzianej na I półrocze 2010 emisji akcji. W zależności od prowadzonych rozmów w sprawie akwizycji, wielkość emisji sięgałaby od 50 mln PLN do 100 mln PLN. Emisja pozwoliłaby zwiększyć liczbę żurawi w spółce z 196 do blisko 300.

## **Mostostal Płock**

### **Wyniki Q4 2009**

W Q4 2009 Mostostal Płock wygenerował 53,8 mln PLN przychodów, 6,0 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża: 11,1%), 1,9 mln PLN EBIT (marża: 3,6%), 4,3 mln PLN zysku netto. Duży wpływ na wysoki zysk netto miał udział w 50% zysku stoczni Centromost (2,2 mln PLN). W komentarzu do raportu Q4 2009 zarząd zaznacza, że tak dobre wyniki jak w 2009 roku szybko się nie powtórzą. Prezes oczekuje utrzymania przychodów i spadku wyniku netto r/r. Portfel zamówień na rok 2010 jest wypełniony w około 60%. Zarząd chciałby, aby w tym roku udział sprzedaży eksportowej wyniósł 30-40%. Na razie w portfelu nie ma zleceń eksportowych.

## **Mostostal Zabrze**

### **Rozważany skup 10% akcji**

Mostostal Zabrze rozważa skup 10% akcji (co kosztowałoby około 63 mln PLN). Skupione walory mogłyby w przyszłości służyć jako środki do zapłaty za akwizycję. W finansowaniu przejęć spółka może się również posiłkować kredytem lub emisją obligacji. Mostostal Zabrze interesuje się dwoma firmami, obroty jednej z nich sięgają 300 mln PLN, a drugiej 100 mln PLN. Zbigniew Opach, szef rady nadzorczej, tłumaczy, że wyniki Q4 2009 okazały się gorsze, bo nie rozliczono jeszcze 2 kontraktów budowlanych. Rozliczenia te powinny pojawić się w 2010 roku. Rok 2010 powinien być lepszy od 2009 pod względem przychodów, jak i wyniku netto.

## **Projprzem**

### **Zarząd liczy na wzrost przychodów o 20-30%**

Zarząd Projprzemu liczy w 2010 roku na wzrost przychodów r/r o 20-30%. Prezes nie wypowiada się na temat rentowności, gdyż wyniki w dużym stopniu uzależnione są od kursu EUR. W roku 2010 nie będzie jednak straty. Projprzem posiada bank ziemi w Bydgoszczy, Nowej Soli i Zielonej Górze, który spółka w razie potrzeby jest w stanie sprzedać. To łącznie 12 ha, których sprzedaż może przynieść nawet 200 mln PLN.

## **Remak**

### **Nowe kontrakty i wyniki w 2010 roku**

Prezes nie oczekuje istotnego wpływu na wyniki spółki w Q1 2010. Q1 2010 powinien zakończyć się na plusie. Portfel zamówień na rok 2010 ma wartość ponad 100 mln PLN. Planowane marże na pozyskanym ostatnio kontrakcie o wartości 16,2 mln PLN nie odbiegają wartościowo od innych tego typu umów. Spółka walczy m.in. o prace przy montażu kotłów w Połańcu, Jaworznie, Opolu. W przypadku dwóch pierwszych zleceń można spodziewać się rozstrzygnięć w ciągu 1-2 miesięcy. W Q3 lub Q4 2010 prezes spodziewa się wyników z



opóźnionych kontraktów (elektrownia Westfalen, kontrakt o wartości 40 mln EUR realizowany wspólnie z Polimexem). Prezes spółki liczy, że w latach 2011-2012 Remak odzyska pozycję na rynkach zagranicznych, kosztem firm z krajów Bałkańskich. Przesłanką ma być jakość oferowanych prac.

**Decyzja o wypłacie dywidendy**

WZA Remaku ustaliło wypłatę dywidendy w wysokości 1,6 PLN / akcję (yield = 4,3%). Dzień dywidendy ustalono na 12 kwietnia.



## Budimex (Sprzedaj)

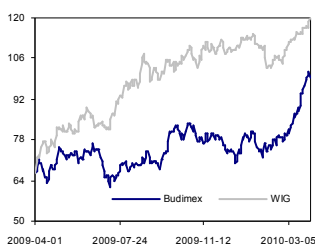
Cena bieżąca: 99,1 PLN

Cena docelowa: 85,1 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-29

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 419,2	34,3%	4 548,0	2,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	238,3	7,5%	221,8	-6,9%	MC (cena bieżąca)	2 530,0
marża EBITDA	4,0%	6,7%		5,4%		4,9%		EV (cena bieżąca)	2 599,3
EBIT	107,9	200,5	85,7%	216,2	7,8%	199,3	-7,8%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	185,3	6,7%	161,5	-12,9%		
P/E	27,0	14,6		13,7		15,7		Zmiana ceny: 1m	24,7%
P/CE	21,8	13,0		12,2		13,8		Zmiana ceny: 6m	19,4%
P/BV	4,5	4,3		4,2		3,9		Zmiana ceny: 12m	39,6%
EV/EBITDA	17,2	8,2		10,9		10,9		Max (52 tyg.)	101,8
Dywid (%)	0,0	5,9		6,9		4,5		Min (52 tyg.)	62,0



Zarząd Budimexu oczekuje, że liczba ogłaszanych przetargów w segmencie drogowym w latach kolejnych znacznie spadnie, zmaleje też średnia wartość przetargów. Przekonanie to skłania Budimex do składania bardzo wielu ofert z atrakcyjną z punktu widzenia zamawiającego ceną. Mimo napływu pozytywnych wiadomości o złożeniu najkorzystniejszych ofert, sądzimy, że I połowa 2010 roku nie jest najlepszym czasem na pozyskiwanie dużych, ryzykownych kontraktów. Od sporządzenia oferty do zakontraktowania większości podwykonawców mija około 8-9 miesięcy. W tym czasie wzrost kosztów może przekroczyć założenia spółki. W roku 2010 poprawę wyników r/r gwarantują stare, wysoce rentowne kontrakty oraz kumulacja oddań bardzo wielu lokali w ramach działalności deweloperskiej, ryzyko występuje jednak w przypadku 2011 roku. Uważamy, że wskaźnik P/E 2011 = 15,7 jest nieatrakcyjny, biorąc pod uwagę ryzyko spadku lub braku wzrostu rynku drogowego w latach 2011+ (62% przychodów w '11 roku). Zalecamy sprzedaż akcji Budimexu.

### Nowy kontrakt biurowy za 104,5 mln PLN

Budimex pozyskał kontrakty na budowę 2 biurowców Libra Center. Łączna wartość umów to 104,5 mln PLN (2,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Realizacja potrwa 15 miesięcy od wejścia w życie umów. Inwestorem jest spółka Palatium. Umowa ma charakter warunkowy. Budowa podzielona jest na 2 etapy. Jeśli w ciągu 120 dni nie nastąpi rozpoczęcie prac na 1 etapie, umowa wygasa. Jeśli w ciągu 12 miesięcy nie nastąpi rozpoczęcie prac na 2 etapie, umowa wygasa. Warunki płatności to 60 dni po wystawieniu faktury.

### Wybór oferty za 1,42 mld PLN

GDDKiA wybrała ofertę Budimexu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę odcinka autostrady A4 Dębica Pustynia – Rzeszów Zachodni. Wartość oferty netto to 1,42 mld PLN (35% prognozowanych na rok 2010 przychodów Budimexu).

### Kontrakt na budowę obwodnicy Nowogardu

Budimex podpisał z GDDKiA umowę na budowę obwodnicy Nowogardu. Wartość kontraktu to 132,4 mln PLN (3% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Prace potrwać 22 miesiące. Płatność będzie miała miejsce 49 dni po wystawieniu faktury.

### Rozbudowa węzła Karczemki w Gdańsku

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na rozbudowę węzła OT (DK S6) z ulicą Kartuską (DK 7) (węzła Karczemki w Gdańsku). Wartość kontraktu opiewa na 152,9 mln PLN netto (3,7% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Zakończenie robót zaplanowano na 15.05.2012.

### Nowy kontrakt za 97 mln PLN

Budimex podpisał nowy kontrakt o wartości 97 mln PLN (2,4% prognozowanych na rok 2010 przychodów spółki). Przedmiotem kontraktu jest budowa Centrum Konferencyjno-Hotelowego. Nazwa inwestora nie została podana. Realizacja prac potrwa 18 miesięcy.

### Budimex chce wypłacić 173,7 mln PLN w formie dywidendy

Budimex planuje wypłacić 173,7 mln PLN w formie dywidendy (6,8 PLN / akcję, yield = 6,7%).



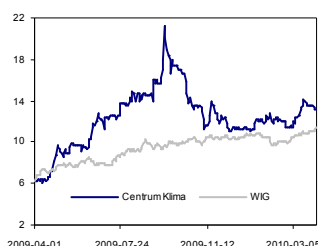
## Centrum Klimatek (Akumuluj)

Cena bieżąca: 13,14 PLN    Cena docelowa: 15,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	75,6	5,5%	92,8	22,7%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,1	14,6%	15,5	39,7%	MC (cena bieżąca)	111,9
marża EBITDA	14,7%	13,5%		14,6%		16,7%		EV (cena bieżąca)	102,4
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	12,2%	11,6	28,6%	Free float	39,2%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	8,0	19,3%	10,0	25,0%		
P/E	9,5	16,7		14,0		7,2		Zmiana ceny: 1m	14,8%
P/CE	8,4	13,4		11,1		5,2		Zmiana ceny: 6m	-22,1%
P/BV	1,7	1,8		1,4		0,8		Zmiana ceny: 12m	106,3%
EV/EBITDA	6,9	9,0		9,3		3,8		Max (52 tyg.)	21,3
Dywid (%)	4,1	1,5		1,7		2,1		Min (52 tyg.)	6,1



Zapowiadane pogorszenie wyników w Q1 2010 wynika z czynników pogodowych i nie rodzi ryzyk związanych z nie dotrzymaniem prognoz na rok 2010. Zima spowodowała opóźnienie w realizacji prac związanych z budową stanów surowych, a to na tym etapie wykorzystywana jest większość oferty produktowej spółki. Podtrzymujemy opinię, że wraz z odbiciem w budownictwie kubaturowym sytuacja spółki powinna w 2010 roku się poprawiać. Zwracamy uwagę, że spółka utrzymała bardzo dobre wyniki w 2009 roku, znacznie trudniejszym niż rok obecny (wyhamowanie większości nowych inwestycji). Szansą dla Centrum Klimatek jest możliwość wcześniejszego uruchomienia nowego zakładu w Wierchowiu (możliwość wcześniejszego wzrostu przychodów i wyników spółki). Ze względu na wzrost wyceny spółki, obniżamy naszą rekomendację do akumuluj.

### Zima odbije się na wynikach Q1 2010

Mroźna zima wpłynie na gorsze wyniki spółki w Q1 2010. Zima wpływa głównie na przychody z działalności krajowej, sytuacja na rynkach eksportowych jest dobra. Zarząd podtrzymuje całoroczną prognozę, licząc na znacznie lepsze drugie półrocze 2010. Spółka posiada zlecenia na najbliższe 2 miesiące, co jest sytuacją bardzo komfortową. Eksport w pierwszych tygodniach 2010 roku wzrósł o 40% r/r. W całym roku sprzedaż na rynki zagraniczne ma przekroczyć 20 mln PLN. W 2009 roku było to 16,8 mln PLN. Spółka nie wyklucza akwizycji, które poszerząby kanały dystrybucyjne. Obecnie Centrum Klimatek prowadzi rozmowy z dwiema firmami krajowymi. Obie są rentowne i generują około 10 mln PLN przychodów.

### 40 groszy dywidendy na akcję

Zarząd Centrum Klimatek zamierza zarekomendować WZA wypłatę dywidendy w wysokości 40 groszy na akcję (yield: 3,0%).



## Elektrobudowa (Trzymaj)

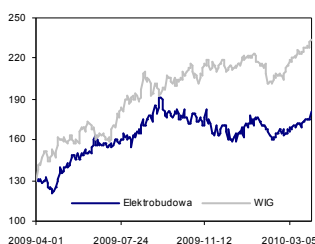
Cena bieżąca: 181 PLN

Cena docelowa: 169,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,4%	MC (cena bieżąca)	859,3
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	749,6
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,6%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	48,8	-10,5%	54,2	11,1%		
P/E	14,3	15,8		17,6		15,8		Zmiana ceny: 1m	7,7%
P/CE	12,6	13,3		14,2		12,7		Zmiana ceny: 6m	0,6%
P/BV	3,4	3,0		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	39,8%
EV/EBITDA	9,8	9,5		11,6		10,5		Max (52 tyg.)	191,0
Dywid (%)	1,4	1,7		1,9		2,1		Min (52 tyg.)	121,0



Zakładając, że przetargi na budowę bloków w Opolu i na Siekierkach rozstrzygną się w Q4 2010, spółka może liczyć na pozyskanie zleceń pod koniec roku 2011 i na pierwsze przychody w roku 2012. Podobnie jak w przypadku pozostałych podwykonawców, szansa na dużą poprawę wyników to dopiero lata 2013-2014. W latach 2010-2011 kontraktów w krajowej energetyce (wytwarzanie energii) jest niewiele i spółka musi szukać zleceń za granicą. Pomijając ekspozycję na produkcję energii, klientem Elektrobudowy jest też przemysł ciężki i przemysł energii (rozdzielnice, instalacje), a tu nie koniecznie musi mieć miejsce znaczna poprawa. Spółka pozostaje droga (P/E = 17,6, EV EBITDA = 11,6). Nie dostrzegamy w ciągu najbliższego roku istotnego potencjału wzrostowego. W wypadku realizacji stosunkowo konserwatywnej prognozy zarządu, zakładającej jedynie 44,4 mln PLN zysku netto, P/E wynosi 18,7. Stosunkowo ostrożnie oceniamy perspektywy rozwoju segmentów bazujących m.in. na popycie przemysłu ciężkiego. Uważamy, że również rok 2011 może nie przynieść dużej poprawy. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Prezes nie obawia się o wyniki Q1 2010

Spółce już w marcu udało się nadrobić większość opóźnień ze stycznia i lutego. Prezes nie obawia się słabych wyników Q1 2010 i podtrzymuje prognozy zakładające wypracowanie 44 mln PLN zysku netto.

### Zarząd wnioskuję o 3,5 PLN dywidendy na akcję

Zarząd Elektrobudowy będzie wnioskował o dywidendę w wysokości 3,5 PLN / akcję (yield = 2%).





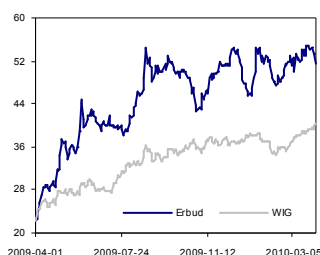
## Erbud (Trzymaj)

Cena bieżąca: 51,3 PLN    Cena docelowa: 54,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-11

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	958,6	-8,4%	1 226,0	27,9%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	67,3	69,5	3,1%	66,9	-3,7%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	644,9
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	593,9
EBIT	60,8	61,6	1,3%	60,7	-1,5%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	44,6	379,7%	51,3	15,0%	50,0	-2,6%		
P/E	69,3	14,5		12,6		12,9		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	40,7	12,3		11,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	2,6%
P/BV	3,2	2,7		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	105,2%
EV/EBITDA	9,4	7,3		8,9		8,4		Max (52 tyg.)	54,9
Dyyield (%)	0,0	-0,2		1,0		1,2		Min (52 tyg.)	25,0



Sytuacja Erbudu pozostaje bez zmian. Bardzo dobre wyniki w 2010 roku gwarantuje solidny portfel zleceń, w tym zlecenia kalkulowane w oparciu o ceny z 2008 roku. Wyniki 2011 roku nie muszą być aż tak dobre, gdyż kontrakty do realizacji w roku kolejnym spółka dopiero musi pozyskać. Erbud liczy m.in. na kontrakty na budowę centrów handlowych, czy obiektów biurowych. Zlecenia te będą podpisywane głównie w II półroczu 2010 roku. Akcje Erbudu od początku 2010 roku zyskały na wartości mniej, niż indeks WIG Budownictwo. Wskaźniki wyceny spółki są niższe od średnich w branży. Mimo to, uważamy, że wycena rynkowa spółki jest właściwa. Na tle sektora budowlanego, w którym ekspozycję radzimy redukować, zalecenie inwestycyjne dla Erbudu brzmi trzymaj.

### Kontrakt za 27,2 mln PLN

Erbud podpisał nowy kontrakt z Zakładem Remontowym Energetyki w Katowicach. Przedmiotem kontraktu jest budowa hali przemysłowej. Wartość kontraktu to 27,2 mln PLN (2,2% prognozowanych na rok 2010 przychodów spółki). Prace zakończą się 14 stycznia 2011 roku. Wartość prac przypadających na rok 2010 to 26,8 mln PLN.



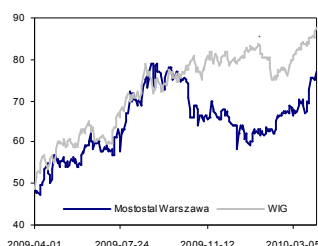
## Mostostal Warszawa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 77 PLN      Cena docelowa: 78,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 700,8	22,1%	2 731,7	1,1%	3 018,4	10,5%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	144,8	211,7	46,2%	168,8	-20,2%	156,3	-7,4%	MC (cena bieżąca)	1 540,0
marża EBITDA	6,5%	7,8%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 351,2
EBIT	121,9	183,8	50,8%	131,8	-28,3%	118,4	-10,2%	Free float	28,9%
Zysk netto	81,1	120,3	48,4%	106,7	-11,3%	94,1	-11,8%		
P/E	19,0	12,8		14,4		16,4		Zmiana ceny: 1m	15,7%
P/CE	14,8	10,4		10,7		11,7		Zmiana ceny: 6m	2,2%
P/BV	4,6	3,2		2,9		2,7		Zmiana ceny: 12m	62,1%
EV/EBITDA	9,3	6,0		8,0		8,5		Max (52 tyg.)	79,0
Dywid (%)	0,3	0,0		3,9		3,5		Min (52 tyg.)	47,3



Uważamy, że w przyszłości Mostostal Warszawa będzie sięgał po te same kontrakty, co PBG (energetyka, spalarnie odpadów, hydrotechnika), potencjał do podpisywania nowych zleceń i związanych z tym pozytywnych zaskoczeń koncentruje się w II połowie 2010 roku. W pozyskiwaniu wybranych kontraktów, wymagających finansowania ze środków własnych, pomocą mogą duże zasoby gotówkowe spółki (prawie 340 mln PLN na koniec Q4 2009). Pozytywnie oceniamy zapowiedzi wypłaty jedynie ograniczonej dywidendy, tak aby nie ograniczała ona perspektyw rozwoju spółki. Mimo pozytywnej oceny strategii działalności Mostostalu i kompetencji spółki, nie sądzimy, aby firma mogła ustrzec się przed spadkiem rentowności nowych kontraktów budowlanych. Portfel zleceń w 2009 roku budowany był głównie w oparciu o relatywnie małe kontrakty z sektora publicznego. Kontrakty te zdobywane były w warunkach dużej konkurencji (średnio 12-18 konkurentów w przetargu). Uważamy, że zważywszy na ryzyka spadku marż w II połowie 2010 roku i w roku 2011, wycena spółki jest wymagająca. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

### Mostostal liczy na 10% dynamiki przychodów w 2010 roku

Prezes Mostostalu spodziewa się, że w roku 2010 spółka zanotuje 10% wzrost przychodów ze sprzedaży r/r. Portfel zamówień spółki ma wartość 3 mld PLN. Od początku 2010 roku Grupa pozyskała kilkanaście nowych kontraktów na kwotę ponad 800 mln PLN. W Q1 2010 spółka złożyła oferty na 4,5 mld PLN. Skuteczność akwizycji kontraktów to 5-10%. Prezes informuje, że trwają działania marketingowe i organizacyjne, mające przygotować Mostostal do oferowania i świadczenia kompleksowych usług inżynieryjno-budowlanych na potrzeby energetyki i przemysłu ciężkiego. W kontekście budownictwa infrastrukturalnego, Mostostal bierze też pod uwagę działalność w segmencie kolejowym. Spółkę interesują też inwestycje drogowe, kubaturowe, ekologiczne oraz hydrotechniczne. Z niepokojem prezes obserwuje bardzo niskie ceny zawieranych w segmencie infrastrukturalnym kontraktów.

### Zima negatywnie wpływa na wyniki Q1 2010

Prezes Mostostalu przyznaje, że zima negatywnie wpłynęła na wielkość przychodów i efektywność produkcji w Q1 2010. Za wcześniej jest jednak, aby twierdzić, że negatywny wpływ nie zostanie odrobiony w kolejnych kwartałach. Tendencja wzrostowa przychodów powinna się utrzymać. Prezes nie chce się jednocześnie wypowiadać na temat rentowności sugerując, że rok 2009 był wyjątkowo dobry i obecny trudno z nim porównywać.

### Będzie dywidenda?

Prezes Mostostalu Warszawa przyznaje, że ze względu na bardzo dobre wyniki 2009 roku, zarząd będzie rekomendował WZA przeznaczenie części środków pieniężnych na dywidendę. Wielkość dywidendy będzie taka, że nie zakłóci planów operacyjnych spółki. Jeśli akcjonariusze poprą plan, spółka po raz pierwszy od debiutu w 1993 roku na GPW wypłaci dywidendę.

### Kontrakt w elektrociepłowni na 54,8 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z firmą Comax zawarł umowę z Elektrociepłownią Zielona Góra na projekt, budowę, dostawę urządzeń i wyposażenia, montaż i uruchomienie układu kotłów olejowo – gazowych w Elektrociepłowni Zielona Góra. Wartość zlecenia to 54,8 mln PLN (2% prognozowanych na rok 2010 przychodów Grupy Mostostal Warszawa). Realizacja zakończy się 30 czerwca 2012. Oferty w przetargu składały też takie konsorcja jak: PBG, Vertex i Remak-Rozruch (57,1 mln PLN), Pol-Aqua (57,9 mln PLN), Polimex Mostostal (60,0 mln PLN), Proinstal i Budus (68,2 mln PLN).



## PBG (Sprzedaj)

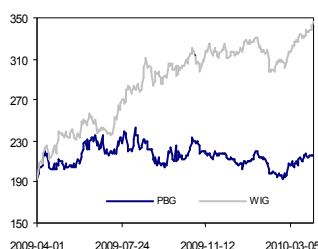
Cena bieżąca: 216 PLN

Cena docelowa: 173,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 343,0	29,7%	3 506,3	4,9%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	270,6	291,7	7,8%	343,2	17,6%	319,8	-6,8%	MC (cena bieżąca)	3 087,7
marża EBITDA	12,9%	11,3%		10,3%		9,1%		EV (cena bieżąca)	3 573,7
EBIT	223,4	286,5	28,2%	298,0	4,0%	274,4	-7,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	203,1	-3,6%	201,1	-1,0%		
P/E	18,4	14,7		15,2		15,4		Zmiana ceny: 1m	5,2%
P/CE	14,1	14,3		12,4		12,5		Zmiana ceny: 6m	-0,4%
P/BV	1,0	2,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	5,4%
EV/EBITDA	13,9	13,0		10,4		10,3		Max (52 tyg.)	242,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	192,0



Marże realizowane przez PBG nie są możliwe do utrzymania w przyszłości. Ryzyko jedynie w ograniczonym stopniu dotyczy roku 2010, odnosi się raczej do lat przyszłych. Uważamy, że rosną szanse, aby ryzyko to już teraz było w coraz większym stopniu uwzględniane w wycenie spółki. Portfel zleceń PBG stopniowo maleje, sytuacja prawdopodobnie odwróci się dopiero w II połowie roku. Malejący portfel zleceń jest jednym z głównym sygnałów wskazujących, że oczekiwania spółki co do marż pozyskiwanych nowych kontraktów mogą spaść. Rośnie udział w portfelu zleceń kontraktów charakteryzujących się niższą marżą (drogi, stadiony,...). Opóźnienia spowodowane srogą zimą mogą spowodować przekroczenie budżetów na budowach stadionów w Warszawie i Gdańsku. Może to wygenerować negatywne zaskoczenie w wynikach Hydrobudowy Polska. Prognozy wyników PBG i Hydrobudowy mogą w tym roku być opublikowane później niż w poprzednich latach. Spodziewamy się, że prognozy mogą zostać upublicznione dopiero w momencie publikacji wyników Q1 2010. Z uwagi na zbliżony do 20% potencjał spadkowy, rekomendujemy sprzedaż akcji PBG.

### Wzrost zysku r/r na poziomie jednostkowym

Jednostkowy zysk netto PBG w tym roku będzie wyższy r/r. Przedstawiciel PBG na razie nie chce się odnosić do wyników, jakie może wygenerować Hydrobudowa. Marże na wszystkich budowanych stadionach nie będą ujemne, Hydrobudowie jednak mogą zaszkodzić dwa miesiące zimy, gdyż podniosą one koszty prac i wpłyną na przesunięcie budżetu. Zarząd spółki szacuje wpływ zimy na wyniki, w związku z tym prognozy wyników finansowych powinny być przygotowane dopiero pod koniec kwietnia. Przychody Hydrobudowy w 2010 roku powinny być porównywalne do przychodów z 2009 roku.

### Zarząd oczekuje poprawy wyników PBG r/r w roku 2010

Prezes PBG oczekuje, że wyniki PBG będą lepsze w roku 2010, tak na poziomie przychodów, jak i zysku netto.

### Najkorzystniejsza oferta na budowę odcinka A1 Brzeziny - Kowal

Konsorcjum z udziałem PBG złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę odcinka autostrady A1 Brzeziny – Kowal. Wartość oferty to 707 mln PLN netto, z czego 50%, czyli około 353,5 mln PLN, przypada na PBG). 353,5 mln PLN to około 10,6% prognozowanych przychodów PBG na rok 2010. Ofertę o 5,5% wyższą złożyło Bunte, o 6,3% wyższą ofertę złożył Budimex, a o 11,8% MSF. Ostatecznie oferty złożyło 9 konsorcjów.

### Zarząd rekomenduje wypłatę 20% zysku w formie dywidendy

Przedstawiciel PBG przyznał, że zarząd spółki może rekomendować wypłatę nawet 20% zysku za rok 2009 w formie dywidendy (42 mln PLN, yield = 1,4%).



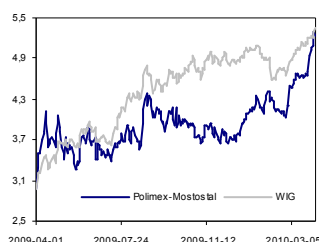
## Polimex Mostostal (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,24 PLN      Cena docelowa: 5,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 852,7	12,8%	4 502,5	-7,2%	4 761,1	5,7%	Liczba akcji (mln)	463,6
EBITDA	298,5	353,9	18,5%	311,1	-12,1%	318,6	2,4%	MC (cena bieżąca)	2 429,2
marża EBITDA	6,9%	7,3%		6,9%		6,7%		EV (cena bieżąca)	2 950,4
EBIT	228,1	271,9	19,2%	209,8	-22,8%	217,3	3,6%	Free float	68,4%
Zysk netto	120,1	155,7	29,6%	157,5	1,1%	172,8	9,7%		
P/E	20,2	15,6		15,4		14,1		Zmiana ceny: 1m	17,2%
P/CE	12,7	10,2		9,4		8,9		Zmiana ceny: 6m	33,7%
P/BV	2,3	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	49,7%
EV/EBITDA	10,0	8,2		9,5		8,8		Max (52 tyg.)	5,3
Dywidenda (%)	0,2	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Polimex Mostostal jest drugą obok Rafako spółką z największą ekspozycją na segment budownictwa energetycznego. Firma od lat przygotowywała się do rekordowych inwestycji w branży. Największą szansą dla Polimexu jest możliwość pozyskania dużych kontraktów na budowę nowych bloków energetycznych. Pierwsze kontrakty z tej grupy będą rozstrzygane pod koniec 2010 roku. Największym ryzykiem pozostają bieżące wyniki małych spółek podwykonawczych, działających w segmencie chemicznym i energetycznym. Uważamy, że w 2010 roku raczej nie ma możliwości na poprawę wyników w branży znaczne. Potencjał wzrostowy kursu Polimexu się zrealizował. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

### Fuzja opóźniona o kwartał

Akcjonariusze Polimexu nie przegłosowali zmienionego paritetu połączeniowego Polimexu i Naftobudowy. Polimex nie zrezygnuje z planów. Prace będą kontynuowane w oparciu o odrębne dokumentacje połączeniowe. Prezes spółki chciałby, aby fuzja została zarejestrowana przed końcem września, tak aby cały wynik wchłanianych firm był konsolidowany w Q4 2010. Zdarzenie to jednocześnie powoduje, że trudniej będzie osiągnąć zakładany cel rentowności w wysokości 4% netto.

### Sices sprzedał wszystkie akcje Polimexu

Sices International poinformował o sprzedaży wszystkich akcji Polimexu. Do tej pory posiadał 6,16% walorów spółki.

### Kontrakt w Norwegii za 52 mln EUR

Polimex podpisał kontrakt z Botlek Tank Terminal B.V. na budowę pod klucz terminala zbiornikowego o pojemności 185 tys. m<sup>3</sup> w porcie Rotterdam. Polimex będzie odpowiedzialny na wykonanie prac projektowych, roboty budowlane, prefabrykację i montaż zbiorników i rurociągów, dostawę i montaż urządzeń, roboty elektryczne, PiA, antykorozyjne i izolacyjne oraz rozruch terminala. Wartość kontraktu to 52 mln EUR, czyli 201,4 mln PLN (4,5% przychodów Polimexu prognozowanych na rok 2010. Zakończenie prac przewidziano na Q4 2011. Naftobudowa ma być podwykonawcą Polimexu.



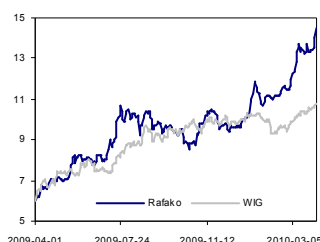
## Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 14,48 PLN    Cena docelowa: 13,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	70,2	4,0%	80,6	14,7%	MC (cena bieżąca)	1 007,8
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,8%		5,5%		EV (cena bieżąca)	764,8
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		52,5	39,1%	62,3	18,6%		
P/E		26,7		19,2		16,2		Zmiana ceny: 1m	18,2%
P/CE	72,0	19,6		14,7		12,7		Zmiana ceny: 6m	52,4%
P/BV	3,0	2,8		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	133,9%
EV/EBITDA	10,0	11,4		10,9		8,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,2



Rafako oferuje czystą ekspozycję na generalne wykonawstwo prac w segmencie energetycznym i produkcję kotłów. Jednocześnie, jest to jedyna obok Polimexu spółka z ambicjami do samodzielnego (w oparciu o zachodnie licencje) dostarczania know-how w zakresie budowy elektrowni. Pierwsze takie zlecenia rozstrzygane będą pod koniec 2010 roku (Opole, Siekierki), a następnie w roku 2011 (Kozienice, inne bloki). Atutem Rafako jest możliwość wytworzenia dużego kotła energetycznego, co gwarantuje spółce mocną pozycję w formowaniu konsorcjów zainteresowanych budową nowych bloków energetycznych. Uważamy, że w połowie 2011 roku rynek może w większym stopniu dyskutować perspektywy energetyki, mimo to, na chwilę bieżącą wycena spółki pozostaje bardzo wymagająca. Nowe kontrakty (Opole i Siekierki) mogą pojawić się w przychodach Rafako najwcześniej w 2012 roku. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Celem co najmniej powtórzenie wyników z 2009 roku

Plan na rok 2010 to co najmniej powtórzenie wyników z 2009 roku. Rok 2010 spółka chce przeznaczyć na przygotowanie się do inwestycji w energetyce. Rok 2011 ma w pełni pokazać potencjał jaki tkwi w Grupie. Z uwagi na oczekiwany wzrost przychodów i wymagania związane z kapitałem obrotowym, zarząd nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy.

### Kontrakt 16,8 mln EUR

Rafako podpisało kontrakt z CNIM Constructions Industrielles de la Mediterranee na kwotę 16,75 mln EUR (około 65 mln PLN, czyli 6,3% przychodów Rafako prognozowanych na rok 2010). Przedmiotem kontraktu jest dostawa 3 kotłów odzyskowych do instalacji spalania odpadów w Turynie. Termin realizacji to kwiecień 2011 roku.

### Aneks na kwotę 67 mln PLN

Rafako zostało powiadomione o podpisaniu aneksu do umowy konsorcjalnej pomiędzy Rafako a Alstom Power Systems i Alstom Power związanej z realizacją budowy bloku o mocy 858 MW. Aneks dotyczy rozszerzenia zakresu prac, zmiany terminu wykonania oraz zwiększenia wartości umowy. Zwiększenie wartości umowy przypadające na Rafako wynosi 67 mln PLN (6,4% prognozowanych na rok 2010 przychodów Rafako). Termin wykonania umowy wyznaczono na dzień 30 kwietnia 2011 roku.

### Konsorcjum na budowę elektrowni i kopalni w Nigerii coraz bardziej realne?

Prezes Polnordu przyznaje, że umowa konsorcjalna w sprawie planowanej budowy kopalni i elektrowni w Nigerii ma szansę zostać w najbliższym czasie podpisana. W konsorcjum uczestniczyłyby m.in. firmy takie jak Rafako (elektrownia), Kopex (kopalnia), Polnord (referencje, relacje z inwestorem), czy Procom System (grupa Elektrotim). Prezes Rafako przyznaje, że rozmowy będą się toczyć jeszcze po Wielkanocy, więcej szczegółów jednak nie zdradza. Polnord prowadzi rozmowy ze stroną nigeryjską i wkrótce do Polski ma przybyć minister energetyki Nigerii.

### Rafako składa ofertę na zakup PAK

Rafako złożyło ofertę zakupu 50% udziałów ZE PAK i 85% udziałów kopalni Adamów – Konin. Prezes Rafako przyznaje, że ten projekt mieści się w szerokiej strategii rozwoju firmy. Intencją Rafako jest stworzenie grupy, w której skład wchodziłoby dostawcy technologii dla energetyki, producentów energii i paliwa. Ewentualna inwestycja w PAK byłaby długoterminowa.



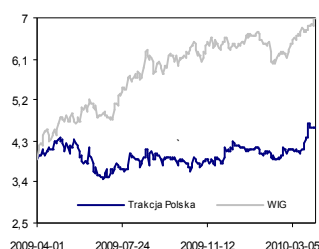
## Trakcja Polska (Redukuj)

Cena bieżąca: 4,61 PLN      Cena docelowa: 4,16 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	698,5	-1,9%	922,1	32,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	53,2	-2,9%	MC (cena bieżąca)	738,1
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		5,8%		EV (cena bieżąca)	538,5
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	42,5	-4,1%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,9%		
P/E	13,5	10,3		17,6		18,3		Zmiana ceny: 1m	12,4%
P/CE	11,8	9,0		14,1		14,5		Zmiana ceny: 6m	20,1%
P/BV	2,4	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	15,8%
EV/EBITDA	6,9	6,9		9,8		9,6		Max (52 tyg.)	4,7
Dyyield (%)	0,0	2,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,5



Uważamy, że kontrakt na modernizację LCS Działdowo o wartości 780,7 mln PLN zostanie podpisany na przełomie kwietnia i maja (rozpoczęcia prac najwcześniej w lipcu). Nie oczekujemy, aby kontrakt zaoferował wysokie marże (5,5% brutto na sprzedaży, zważywszy na udział Trakcji w konsorcjum na poziomie 45-50%). Realizowane w 2009 roku marże na poziomie ponad 15% brutto należą do przeszłości. Opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów przez PKP PLK skutkują wzrostem konkurencji i spadkiem marż w składanych ofertach. W wynikach Q1 i Q2 2010 dominować będą jeszcze stare kontrakty budowlane, które zagwarantują bardzo dobrą rentowność. Wyniki II półrocza będą już budowane na nowych kontraktach, a te naszym zdaniem są mniej zyskowne. Oczekujemy znacznego spadku zysku netto w II połowie roku (Q1: 13,2 mln PLN, Q2: 14,9 mln PLN, Q3: 7,9 mln PLN, Q4: 6,0 mln PLN). Niskie marże kontraktów pozyskanych w 2010 roku będą infekować wyniki 2011 roku. Na poprawę marż można liczyć dopiero wtedy, gdy spadnie ryzyko niskiego obłożenia mocy spółek z branży (kontrakty zdobywane w 2011 roku). Ewentualna poprawa sytuacji w branży będzie wpływać dopiero na wyniki 2012 roku. Zalecamy redukcję waleń Trakcji Polskiej.

### LCS Działdowo: Strabag nie składa protestu do KIO

Strabag złożył protest do PKP PLK w sprawie wyboru oferty konsorcjum pod przewodnictwem Trakcji Polskiej na modernizację LCS Działdowo. Protest został odrzucony. Strabag nie złożył odwołania do KIO w terminie. Nie ma obecnie przeciwwskazań do podpisania kontraktu na modernizację LCS Działdowo.

### Najkorzystniejszą ofertę w przetargu na LCS Ciechanów złożyło ZUE

Najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę drugiej części LCS Ciechanów złożyło ZUE (373,6 mln PLN netto). W przetargu oferty złożyły też konsorcja z udziałem firm Trakcja Polska (405 mln PLN) i Erbud (494 mln PLN).

### Wybór oferty za 70,2 mln PLN

Oferta konsorcjum z udziałem Trakcji Polskiej i PRKił złożyła najkorzystniejszą ofertę na modernizację linii kolejowej nr 358 na odcinku Zbąszynek – Czerwieńsk. Wartość złożonej oferty to 70,2 mln PLN (9,3% prognozowanych na rok 2010 przychodów spółki).

### Oczekiwany spadek przychodów i marż w 2010 roku

W ramach komentarza do wyników RS 2009, prezes Trakcji Polskiej przyznał, że w tym roku, ze względu na opóźnienia związane z ogłaszaniem przetargów przez PKP PLK, można spodziewać się spadku przychodów, wykorzystania mocy wytwórczych i marż. Portfel zleceń na rok 2010 wynosi obecnie 300 mln PLN. Wartość portfela powinna istotnie wzrosnąć, po podpisaniu kontraktu na modernizację LCS Działdowo.



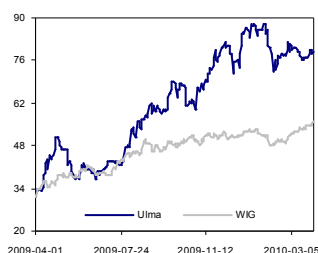
## Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 78,75 PLN    Cena docelowa: 82,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	221,4	26,2%	247,6	11,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	112,6	56,2%	125,2	11,2%	MC (cena bieżąca)	413,9
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,9%		50,6%		EV (cena bieżąca)	566,7
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	43,4	996,4%	52,0	19,9%	Free float	18,8%
Zysk netto	25,9	-5,5		24,9		33,0	32,5%		
P/E	16,0			16,6		12,5		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE	4,7	6,6		4,4		3,9		Zmiana ceny: 6m	18,0%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	132,3%
EV/EBITDA	5,8	8,8		5,0		4,4		Max (52 tyg.)	88,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	33,3



Pozyskanie dużej liczby zleceń, w tym infrastrukturalnych, wpływa na spadek presji konkurencyjnej Ulmy. Ceny za dzierżawę sprzętu Ulmy są już bardzo zbliżone do cen Peri, podczas gdy wiele firm zajmujących się dzierżawą sprzętu wykorzystywanego w budownictwie kubaturowym oferuje dzierżawę szalunków nadal znacznie taniej. Uważamy, że obecnie to właśnie głównie konkurencji Ulmy posiadają duży potencjał do poprawy wyników w momencie poprawy koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Generalnie, kontrakty podpisane przez generalnych wykonawców w 2009 roku po stosunkowo niskich cenach nie będą naszym zdaniem pozwalać na istotny wzrost cen dzierżawy sprzętu budowlanego, zaś poziom jego wykorzystania, z wyjątkiem sprzętu używanego w budowie dróg, będzie istotnie niższy niż w latach 2007-2008. W kolejnych kwartałach Ulma powinna prezentować poprawę wyników, wyjątkiem będzie jednak Q1 2010, gdzie ze względu na trudną pogodę w styczniu wynik będzie prawdopodobnie zbliżony do stycznia 2009 (strata netto). Mimo to, prognoza blisko 25 mln PLN zysku netto w 2010 roku pozostaje aktualna. Podtrzymujemy nasze prognozy i rekomendację trzymaj.



## Unibep (Redukuj)

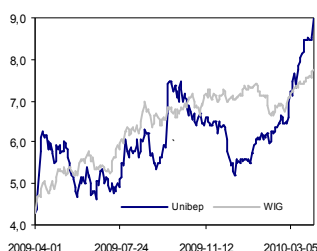
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

Cena bieżąca: 9 PLN

Cena docelowa: 7,52 PLN

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	658,3	67,6%	689,6	4,8%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	28,9	-13,6%	28,7	-0,6%	27,2	-5,4%	MC (cena bieżąca)	305,3
marża EBITDA	6,6%	7,4%		4,4%		3,9%		EV (cena bieżąca)	308,1
EBIT	31,8	24,1	-24,0%	23,7	-2,0%	22,0	-6,9%	Free float	27,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	18,9	6,0%	20,0	6,3%		
P/E	11,0	17,2		16,2		15,2		Zmiana ceny: 1m	25,9%
P/CE	10,4	13,6		12,8		12,1		Zmiana ceny: 6m	28,6%
P/BV	3,0	2,8		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	73,1%
EV/EBITDA	7,4	10,7		10,7		9,0		Max (52 tyg.)	9,0
Dywid (%)	0,0	1,1		0,0		0,7		Min (52 tyg.)	4,6



Unibep był spółką bardzo aktywnie pozyskującą kontrakty w I połowie 2009 roku. Rodzi to ryzyka spadku rentowności w ramach działalności budowlanej. Jednocześnie, poprawę wyników zapewnia rozpoznanie w 2010 roku oddań mieszkań w wybranych projektach deweloperskich. Zapowiedź zaangażowania w projekt deweloperski o wartości 100 mln PLN oceniamy pozytywnie, o ile cena przejęcia inwestycji będzie korzystna. Po zakończeniu sprzedaży mieszkań z Osiedla Santorini, czyli w 2011 roku, spółka byłaby nadpłynna. Uważamy, że pozyskanie udziału w projekcie może pozwolić na kontynuację działalności deweloperskiej w latach przyszłych i uwzględnienie jej w prognozach. Pozytywnie oceniamy pozyskane kontrakty dla fabryki domów, mimo to, uważamy, że spółka pozyskiwała kontrakty aby wypełnić moce fabryki, nie zaś aby wygenerować korzystną rentowność. Zakładamy, że kontrakty pozostaną bez wpływu na wynik operacyjny Unibepu. Podtrzymujemy prognozy na rok 2010, zaznaczając, że osiągnięcie 4% rentowności netto w 2010 roku nie wydaje się być możliwe. Od czasu wydania zaktualizowanej rekomendacji inwestycyjnej kurs Unibepu wzrósł o prawie 40%. Uważamy, że obecna cena z nawiązką dyskontuje perspektywy spółki, w związku z tym zalecamy obecnie redukcję zaangażowania w walory firmy.

### Możliwa korekta prognoz po półroczu 2010

Portfel zleceń Unibepu wynosi 580 mln PLN. W najbliższym czasie spółka powinna poinformować o podpisaniu kolejnej umowy, dotyczącej budowy obiektu handlowo-medyczno-usługowego. Wartość kontraktu to 30 mln PLN. O prognozy zakładające 607 mln PLN przychodów i 20 mln PLN zysku netto w 2010 roku prezes jest spokojny. Prawdopodobnie prognozy będą korygowane w górę po pierwszym półroczu.

### Budowa osiedla w Trondheim

Emitent poinformował, że w dniu 11 marca 2010 podpisał umowę na budowę osiedla mieszkaniowego Bergheim Plass w Trondheim w Norwegii dla E.G.Bygg AS. Przedmiotem umowy jest wybudowanie dwóch budynków mieszkalnych czteropiętrowych z podpiwniczeniem i garażem (4390 m<sup>2</sup>). Wartość inwestycji to 58,9 mln NOK (28,7 mln PLN). Produkcja będzie miała miejsce w okresie czerwiec – październik 2010. Montaż będzie miał miejsce w listopadzie 2010. Zakończenie inwestycji planowane jest na maj 2011.

### Unibep chce nabyć projekt deweloperski o wartości 100 mln PLN

Prezes Unibepu spodziewa się w kwietniu finalizacji umowy kupna projektu mieszkaniowego w segmencie popularnym w Warszawie. Projekt ma składać się z około 400 mieszkań, spodziewane przychody ze sprzedaży mieszkań to 100 mln PLN. Spółka projekt kupi za kilkanaście mln PLN, środki na zakup projektu i pierwszy etap budowy są już zabezpieczone.

### Unibep szuka zleceń typu PPP

Unibep w konsorcjum z m.in. Sanitor Bravo jako jedyny został zakwalifikowany do dialogu z gminą Oława w sprawie budowy dwóch budynków, w których powstanie łącznie 105 lokali socjalnych i komunalnych. Unibep będzie projektantem i wykonawcą prac. W przypadku mieszkań komunalnych (blok na 75 lokali) spółka jest na bardziej zaawansowanym etapie i mogłaby podpisać umowę już w kwietniu. Inwestycja ma być finansowa z kredytu. Obecnie ustalane są ostatnie kwestie, m.in. opłaty czynszowe. Prywatny inwestor będzie zarządzał budynkiem i pobierał czynsz przez 15 lat. Czynsz w nowych budynkach może wynosić około 15-16 PLN/m<sup>2</sup>. Prywatny partner będzie dodatkowo czerpał zysk z zarządzania powierzchnią handlową. Unibep szuka większej liczby takich projektów.



## Deweloperzy

### CEE PG o finansowaniu inwestycji deweloperskich

CEE Property Group podaje, że obecnie deweloperzy mogą starać się o finansowanie jedynie w 7-8 bankach, i to przy wkładzie własnym na poziomie 20-40%. Czasem grunt jest brany pod uwagę jako wkład własny, czasem nie. Na porządku dziennym jest wymaganie od dewelopera realizacji przedsprzedaży przed rozpoczęciem budowy. Średnio banki wymagają 15% przedsprzedaży, jednak są też banki, które wymagają aż 40%. W przypadku, gdy deweloper przedsprzeda 40% mieszkań, nie ma sensu poszukiwać finansowania bankowego, ponieważ często taki projekt może finansować się sam. Z nowym rokiem deweloperzy zaczęli składać coraz więcej wniosków kredytowych, jednak przy ograniczonej liczbie banków je rozpatrującej, czas na decyzję o przyznaniu kredytu wydłużył się nawet do 5 miesięcy.

### Segment mieszkaniowy

#### Wzrost limitów cenowych w programie Rodzina na Swoim

Od kwietnia wzrosną limity cenowe w programie Rodzina na Swoim. W Warszawie limit wyniesie 8013,9 PLN/m<sup>2</sup> (wcześniej 7699,6 PLN/m<sup>2</sup>), w Krakowie 6497,4 PLN/m<sup>2</sup> (wcześniej 6055 PLN/m<sup>2</sup>), w Łodzi 6412 PLN/m<sup>2</sup> (wcześniej 6043,8 PLN/m<sup>2</sup>), we Wrocławiu 6724,9 PLN/m<sup>2</sup> (wcześniej 6655,6 PLN/m<sup>2</sup>), w Poznaniu 6902 PLN/m<sup>2</sup> (wcześniej 7063 PLN/m<sup>2</sup>).

### BBI Development

#### Sfinalizowana umowa z Liebrecht & Wood

BBI Development podpisał umowę z Liebrecht & Wood w sprawie udziału w projekcie joint-venture (kompleks przy pl. Unii Lubelskiej). Inwestor ma zapewnić spółce środki własne w kwocie 80 mln PLN, BBI zapewni grunt. Inwestor obejmie 52% udziałów w projekcie, BBI zaś 48%. BBI rozważa sprzedaż dodatkowych 7% udziałów w projekcie, co uwolniłoby środki na realizację nowych inwestycji. BBI chce, aby budowa przy pl. Unii Lubelskiej ruszyła w II połowie roku, tak aby wykorzystać spadek kosztów budowy. Koszt budowy wyniesie około 300 mln PLN. W ciągu trzech miesięcy ma ruszyć też budowa pierwszego, biurowego etapu w ramach kompleksu na terenie byłej fabryki wódek Koneser.

### Gant Development

#### Prognozy na rok 2010 i 2011

Gant Development opublikował prognozy na rok 2010 i 2011. W 2010 roku przychody mają wynieść 312,8 mln PLN (działalność deweloperska: 259,6 mln PLN, działalność budowlana: 23,6 mln PLN, usługi najmu: 29,5 mln PLN). W 2011 roku przychody mają wynieść 427,3 mln PLN (działalność deweloperska: 325,3 mln PLN, działalność budowlana: 57,2 mln PLN, usługi najmu: 44,8 mln PLN). Zysk netto Ganta w 2010 roku ma wynieść 58,6 mln PLN, a w 2011 roku 108,8 mln PLN. Gant przygotowuje emisję obligacji niezabezpieczonych na kwotę 50 mln PLN.

#### Sukces emisji akcji

Powiodła się emisja akcji dewelopera. Gant pozyskał brutto 48,35 mln PLN i przedzielił całą pulę oferowanych 3,2 mln akcji.

#### Nabycie gruntu we Wrocławiu

Gant nabył 100% udziałów w spółce celowej od RE Investment, która miała we Wrocławiu zbudować obiekt Odra Tower. Za udziały deweloper zapłacił 7 mln PLN. Grunt będący w posiadaniu spółki zlokalizowany w odległości 0,5 km od centrum Wrocławia. Na działce ma powstać budynek mieszkalny o powierzchni 12 tys. m<sup>2</sup>. Oferta mieszkań pod względem powierzchni ma być zróżnicowana. Wartość inwestycji wyniesie 75 mln PLN.

### Immoeast

#### Kredyty refinansujące na 250 mln EUR

Niemiecki bank Helaba udzielił kredytów refinansujących trzy nieruchomości w Polsce: Silesia City Center (Katowice), Brama Zachodnia (Warszawa), IO-1 Tower (Warszawa). Wartość kredytów to 250 mln EUR.

### LC Corp

#### Plany dewelopera na rok 2010

LC Corp planuje 150 mln PLN pozyskane ze sprzedaży Sky Tower przeznaczyć na inwestycje. W 2010 roku LC Corp ma ruszyć z budową biurowca w Warszawie o powierzchni 31 tys. m<sup>2</sup>. W połowie 2010 roku mają się rozpocząć na działce dewelopera prace wyburzeniowe, zaś budowa rozpocznie się na przełomie Q3 i Q4 2010. W połowie 2010 roku rozpocznie się też budowa I



etapu domów w Łodzi (25 domów w projekcie Dębowa Ostoja), I etapu projektu Pustynna w Łodzi (30 mieszkań) oraz inwestycja Zielony Złocień w Krakowie (ok. 130 mieszkań). LC Corp analizuje rynek warszawski i wrocławski pod kątem zakupu gotowych do uruchomienia projektów deweloperskich. Projekty uruchomione w tym roku będą w pierwszym etapie finansowane ze środków własnych. Prezes LC Corp przyznaje, że CH Arkady Wrocławskie na koniec 2007 roku wyceniono przy yield = 6,09%, na koniec 2008 roku przy yield = 7,06%, zaś na koniec 2009 roku przy yield = 8,32%. Nie ma ryzyka naruszenia umów z bankami finansującymi obiekt, pomimo spadku jego wartości.

## **NFI Octava**

### **Rozpoczęcie skupu akcji**

NFI Octava ogłosiła rozpoczęcie programu skupu akcji w celu ich umorzenia. Program umożliwia zarządowi nabywanie akcji własnych w przypadku, gdyby taka inwestycja była bardziej rentowna niż inwestycja na rynku nieruchomości. Program skupu akcji zakończy się 16 sierpnia 2011. Maksymalnie skupione zostanie 100 tys. akcji, na skup może być przeznaczony do 35 mln PLN. Maksymalna cena skupu akcji nie może przekraczać NAV na akcję i najwyższej bieżącej oferty w transakcjach na GPW.

## **Orco Property Group**

### **Przedłużenie okresu ochronnego do 25 czerwca 2010 roku**

Decyzją sądu okres ochronny Orco został przedłużony do 25 czerwca 2010 roku. Do końca marca spółka ma przedłużyć plan porozumienia z wierzycielami.

## **Reinhold**

### **Sprzedaż Kaminicy Lipińskiego za 35 mln EUR**

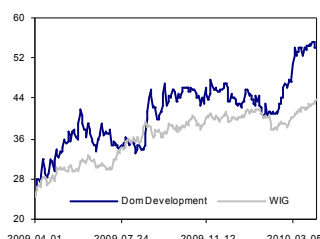
Reinhold podpisał umowę sprzedaży Kaminicy Lipińskiego. Szacowana wartość umowy to 35 mln EUR, warunkiem transakcji jest zakończenie prac budowlanych i wynajęcie powierzchni biurowej. Przedstawiciel spółki wypowiada się, że Reinhold na inwestycji zarobił na czysto 4-5 mln EUR. Nabywcą jest Union Investment GmbH.



## Dom Development (Trzymaj)

**Cena bieżąca: 53,95 PLN    Cena docelowa: 50,1 PLN**
**Analitik: Maciej Stokłosa**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05**

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	497,3	-29,4%	798,1	60,5%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	39,7	-65,1%	123,7	211,7%	MC (cena bieżąca)	1 325,0
marża EBITDA	24,1%	16,1%		8,0%		15,5%		EV (cena bieżąca)	1 500,3
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	37,3	-66,5%	121,3	225,4%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	27,3	-65,9%	97,7	257,5%		
P/E	9,7	16,5		48,5		13,6		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	9,5	16,0		44,6		13,2		Zmiana ceny: 6m	22,6%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	94,1%
EV/EBITDA	9,5	14,2		37,8		9,6		Max (52 tyg.)	55,4
Dywid (%)	3,8	1,5		0,5		1,8		Min (52 tyg.)	27,0



2009-04-01    2009-07-24    2009-11-12    2010-03-05

Podtrzymujemy opinię, że perspektywy deweloperów mieszkaniowych pozostają niedocenione. Wiele spółek notowanych jest z dyskontem do wartości księgowej, zaś spadek kosztów budowy i nowych gruntów, przekraczający spadek cen lokali, rodzi szansę na rozszerzenie się marż deweloperów. W najbliższym czasie zaprezentujemy zaktualizowane prognozy i przesłania inwestycyjne dla analizowanych spółek. Największą szansą dla Dom Development jest słabość innych, niepublicznych deweloperów. Na rynku charakteryzującym się ograniczoną konkurencją, spółka będzie w stanie zwiększać swój udział i osiągać dobre wyniki finansowe. Mimo to, wycena firmy jest znacznie wyższa niż konkurencyjnych spółek ( $P/BV = 1,8$ ), zaś potencjał do zaskoczeń pozytywnych ograniczony. Nowe projekty, z wyjątkiem kolejnych 1-2 etapów już rozpoczętych inwestycji, zostaną wprowadzone do oferty dopiero na jesieni 2010 roku. Ilość sprzedanych mieszkań zacznie istotnie rosnać dopiero w Q4 2010. Przed opublikowaniem zaktualizowanych prognoz zdecydowaliśmy się na podtrzymanie rekomendacji neutralnej.

### Plany budowy nowych mieszkań, wypłaty dywidendy

Dom Development rozważa wypłatę dywidendy na poziomie z roku przeszłego, tzn. 0,8 PLN na akcję (yield około 1,5%). Do końca roku spółka może wprowadzić do sprzedaży kolejne 2000 mieszkań w 11 projektach. Spółka posiada środki potrzebne do wprowadzenia do sprzedaży nowych mieszkań. Decyzja o rozpoczęciu nowych projektów wiąże się z planem zwiększenia udziału dewelopera w rynku, zależy też od wyników sprzedaży mieszkań w dotychczasowych projektach. Dom Development rozważa też uruchomienie w 2010 roku projektu we Wrocławiu. Całość będzie liczyła 400 mieszkań, jednak inwestycja byłaby podzielona na kilka etapów. W 2010 roku deweloper planuje przekazać klientom około 800 mieszkań, w porównaniu do blisko 1546 lokali w roku 2009. Marże w przypadku nowych projektów powinny rosnać, gdyż spadek cen budowy przekroczył 20%. Spadek ten nie jest jednak trwały, jesteśmy w dołku koniunktury i ceny budowy powinny zacząć rosnać.

### Dom Development wprowadza do sprzedaży II fazę Saskiej Kępy

Dom Development przyspieszył wprowadzenie do oferty II fazy I etapu osiedla Saska Kępa. Osiedle składa się z 145 mieszkań. Pierwotnie inwestycja miała być wprowadzona do sprzedaży pod koniec maja, decyzja została jednak przyspieszona, ze względu na duże zainteresowanie klientów.



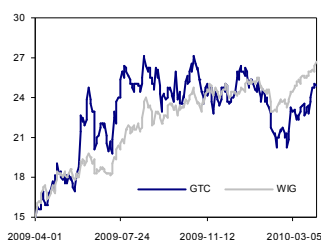
## GTC (Redukuj)

Cena bieżąca: 24,95 PLN    Cena docelowa: 21,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	402,8	676,6	68,0%	881,8	30,3%	754,5	-14,4%	Liczba akcji (mln) 219,4
EBITDA	1 048,5	-488,6		716,4		1 177,9	64,4%	MC (cena bieżąca) 5 473,4
marża EBITDA	260,3%	-72,2%		81,2%		156,1%		EV (cena bieżąca) 10 545,2
EBIT	1 046,9	-490,5		714,4		1 175,9	64,6%	Free float 43,8%
Zysk netto	611,1	-525,6		308,8		648,4	110,0%	
P/E	9,0			17,7		8,4		Zmiana ceny: 1m 8,5%
P/CE	9,0			17,6		8,4		Zmiana ceny: 6m 6,2%
P/BV	1,2	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m 60,5%
EV/EBITDA	8,6			14,7		9,6		Max (52 tyg.) 27,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 15,6



Wycena GTC powróciła do poziomu sprzed kilku miesięcy, pomimo znacznie gorszych niż oczekiwania rynku wyników Q4 2009. Niższa niż oczekiwana wycena nieruchomości to dla nas realny czynnik, gdyż głównym motywem zakupu akcji GTC jest wycena majątku dewelopera. Czynniki w wybranych obiektach biurowych nadal są znacznie wyższe, niż średnie czynsze w podobnych obiektach dostępnych na rynku, co rodzi ryzyko braku wzrostu wyceny wybranych nieruchomości w latach kolejnych. Możliwość sprzedaży wybranych obiektów i rozpoczęcia z pozyskanych środków nowych inwestycji jest perspektywą zbyt niepewną, aby można było ją dyskontować w wycenie spółki. Ewentualne zyski na zbyciu 1-2 nieruchomości i reinwestowaniu środków są naszym zdaniem ograniczone, w relacji do wielkości aktywów i wyceny dewelopera. Nie dostrzegamy istotnych czynników mogących zwiększyć wartość spółki. Spadek stóp kapitalizacji i realizowany program inwestycyjny jest dyskontowany z nawiązką (P/BV = 1,3, pomimo wyceny większości nieruchomości wg fair value). Z uwagi na znaczne przekroczenie ceny docelowej, obniżamy rekomendację do redukuj.



## J.W. Construction (Trzymaj)

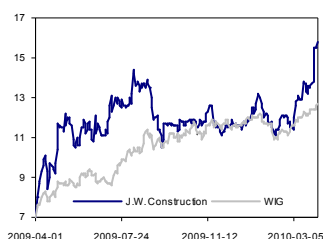
Cena bieżąca: 15,8 PLN

Cena docelowa: 14 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	1 029,9	44,4%	410,3	-60,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	315,5	106,3%	59,2	-81,2%	MC (cena bieżąca)	854,4
marża EBITDA	22,0%	21,4%		30,6%		14,4%		EV (cena bieżąca)	768,5
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	294,5	112,0%	38,2	-87,0%	Free float	33,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	247,3	146,3%	28,6	-88,4%		
P/E	8,5	8,5		3,5		29,8		Zmiana ceny: 1m	32,0%
P/CE	7,3	7,5		3,2		17,2		Zmiana ceny: 6m	33,9%
P/BV	2,6	2,1		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	81,6%
EV/EBITDA	9,4	9,3		2,4		17,1		Max (52 tyg.)	15,8
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,4



Podtrzymujemy opinię, że perspektywy deweloperów mieszkaniowych pozostają niedocenione. Wiele spółek notowanych jest z dyskontem do wartości księgowej, zaś spadek kosztów budowy i nowych gruntów, przekraczający spadek cen lokali, rodzi szansę na rozszerzenie się marż deweloperów. W najbliższym czasie zaprezentujemy zaktualizowane prognozy i przesłania inwestycyjne dla analizowanych spółek. Potencjał wzrostowy wyceny akcji J.W. Construction został już zdyskontowany. Analiza wskaźników finansowych nie wskazuje na wysoką wycenę, trzeba jednak pamiętać, że spółka, w przeciwieństwie do na przykład Dom Development w latach 2007-2009 w pełni wykorzystywała swój potencjał finansowy. W efekcie, wzrost wymogów banków odnośnie wkładu własnego w przypadku nowych inwestycji deweloperskich oznacza, że spółka nie posiada możliwości istotnego zwiększenia skali działalności (w przeciwieństwie do Dom Development). Stosunkowo sceptycznie podchodzimy do zapowiadanej szerokiej dywersyfikacji działalności J.W. Construction w segmencie komercyjnym i budownictwa drogowego. Przed opublikowaniem zaktualizowanych prognoz zdecydowaliśmy się na obniżenie rekomendacji dla J.W. Construction do trzymaj.

### Wyniki sprzedaży mieszkań w Q1 2010 i oferta najmu lokali

J.W. Construction w styczniu i lutym sprzedało 180 mieszkań. W marcu spółka spodziewa się sprzedać 100 lokali. Jednocześnie J.W. planuje wprowadzić do oferty możliwość wynajęcia wybranych mieszkań w nowych inwestycjach, z opcją późniejszego odkupu. Czynniki wynajmu mieszkań będzie wyższy, niż średni na rynku dla podobnych lokali.

### Plany na rok 2010

Deweloper nie zamierza wypłacić dywidendy, gdyż właściciel uważa, że lepszym pomysłem jest reinwestowanie posiadanych środków. J.W. w tym roku chce rozpocząć budowę 1300 mieszkań, co będzie wiązało się z nakładami rzędu 90-100 mln PLN. Deweloper nie zamierza sprzedawać mieszkań na etapie dziury w ziemi, licząc na lepsze ceny w późniejszym etapie budowy. Nie wykluczone, że część z uruchamianych w 2010 roku trafi do oferty dopiero w roku 2011. Spółka zakłada, że w 2010 roku sprzeda 1300 mieszkań. Spółka zakłada też, że wraz z poprawą dostępności kredytów, sprzedaż będzie rosła z miesiąca na miesiąc. J.W. nie planuje na razie rozpoczynać projektów za granicą, gdzie sytuacja jest gorsza niż w Polsce, zamierza jednak rozpocząć budowę obiektów komercyjnych. Ruszyła już budowa biurowca w Warszawie, deweloper przygotowuje się do uruchomienia pozostałych inwestycji (kompleks hotelowo – biurowy w W-wie, biurowiec w Szczecinie, obiekt we Wrocławiu). Trwa due diligence firmy drogowej, której przejęciem interesuje się J.W. Na horyzoncie pojawił się jeszcze jeden cel przejęcia. J.W. chce zbudować firmę budowlaną, która byłaby już na starcie realizować zamówienia warte 400-500 mln PLN rocznie. Inwestycja ma być finansowana z kredytu lub z emisji obligacji.

### W 2010 roku czeka nas rekordowa ilość przekazanych

W 2009 roku deweloper przekazał ponad 1900 lokali. W roku 2010 ma szansę przekazać o kilkanaście procent mieszkań więcej. Marże brutto ze sprzedaży z roku 2009 powinny zostać utrzymane. Pod koniec 2010 roku w ofercie dewelopera znajdowało się około 1,5 tys. lokali. Od początku 2010 roku J.W. sprzedał 180 mieszkań. W 2010 roku ma rozpocząć się budowa ponad 1 tys. mieszkań, z czego około 800 powstanie na warszawskiej Białołęce. Rentowność inwestycji nie powinna odbiegać od średniej, działki, na których projekty będą zrealizowane, zostały nabyte po bardzo niskich cenach.



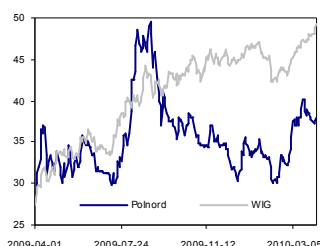
## Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 37,99 PLN    Cena docelowa: 46,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	349,4	57,9%	378,8	8,4%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	32,5	-69,6%	108,8	234,3%	MC (cena bieżąca)	840,0
marża EBITDA	27,8%	48,3%		9,3%		28,7%		EV (cena bieżąca)	1 116,9
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	30,6	-70,9%	106,8	249,5%	Free float	36,2%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	3,9	-93,9%	75,5	1856,9%		
P/E	8,8	13,2		217,6		11,1		Zmiana ceny: 1m	1,6%
P/CE	8,6	12,8		143,7		10,8		Zmiana ceny: 6m	1,3%
P/BV	0,7	0,7		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	19,2%
EV/EBITDA	11,7	14,0		34,3		11,2		Max (52 tyg.)	49,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,8



Podtrzymujemy opinię, że perspektywy deweloperów mieszkaniowych pozostają niedocenione. Wiele spółek notowanych jest z dyskontem do wartości księgowej, zaś spadek kosztów budowy i nowych gruntów, przekraczający spadek cen lokali, rodzi szansę na rozszerzenie się marż deweloperów. W najbliższym czasie zaprezentujemy zaktualizowane prognozy i przesłania inwestycyjne dla analizowanych spółek. Naszym zdaniem Polnord należy do grupy deweloperów mieszkaniowych charakteryzujących się niską wyceną, zabezpieczonymi środkami niezbędnymi do uruchomienia nowych projektów i atrakcyjnymi perspektywami. Pozytywnie oceniamy sprzedaż biurowca Asseco, jak i podpisany list intencyjny z GTC w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Jednocześnie, obserwujemy konsekwentną realizację strategii uruchamiania nowych projektów mieszkaniowych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki sprzedaży mieszkań za luty 2010

W lutym Polnord sprzedał 40 mieszkań netto (48 brutto, czyli z wycofaniami). W styczniu sprzedaż netto wyniosła 42 mieszkania (brutto: 51).

### Sprzedaż projektu biurowca Asseco

Polnord poinformował o sprzedaży spółce zależnej Asseco Poland gruntów o łącznej powierzchni 19 232 m<sup>2</sup>. W skład sprzedanej nieruchomości wchodzi też projekt, pozwolenie na budowę oraz umowy zawarte z pracownią architektoniczną. W ramach projektu powstanie biurowiec o powierzchni 20 tys. m<sup>2</sup>. Łączną cenę za projekt deweloperski ustalono na 77,8 mln PLN. Zysk z przeprowadzonej transakcji będzie jednym z czynników pozytywnie wpływających na wyniki Q1 2010.

### Kredyt na budowę Wilanów Office Park z PKO BP

Polnord pozyskał kredyt inwestycyjny na kwotę 129,1 mln PLN i kredyt obrotowy na kwotę 3,6 mln PLN. Kredyt inwestycyjny został udzielony do 31 marca 2025 roku. Kredyt posłuży sfinansowaniu kosztów budowy budynku klasy A w ramach Wilanów Office Park. W związku ze sprzedażą projektu biurowca Asseco, Polnord zwrócił się do banku z prośbą o zmianę przeznaczenia kredytu i objęcie kredytem kosztów dwóch kolejnych biurowców o powierzchni łącznie 15 tys. m<sup>2</sup>. Dokładne terminy uruchamiania projektów zależą od postępów w komercjalizacji obiektów.

### Polnord rozważa emisji obligacji zabezpieczonych na 50 mln PLN

Polnord rozważa emisję 3-letnich obligacji niezabezpieczonych na kwotę 50 mln PLN. Jednocześnie prezes wyklucza emisję akcji.

### Polnord będzie miał 20 mln PLN zysku w Q1 2010

Prezes Ciurzyński przyznał w wywiadzie, że Polnord w Q1 2010 będzie miał prawdopodobnie powyżej 20 mln PLN zysku netto. W całym roku spółka planuje poprawę zysku netto. Celem jest, aby zysk netto wyniósł powyżej 100 mln PLN, ale obecnie nie wiadomo, czy się to uda.

### Polnord chce mieć w budowie 2500 mieszkań pod koniec roku

Polnord, który w tej chwili buduje około 800 mieszkań, chce mieć pod koniec roku około 2500 mieszkań w budowie. W kolejnych miesiącach spółka oczekuje wzrostu wyników przedsprzedaży. Sprzedaż w marcu wyniesie ponad 50 mieszkań (luty: 40, styczeń: 42).

### Polnord liczy na kolejne projekty PPP

Polnord liczy, że realizacja projektu rewitalizacji Wyspy Spichrzów umożliwi deweloperowi realizację innych podobnych projektów. Kilka miast, np. Opole, Wrocław, Gdynia są zainteresowane współpracą z Polnordem. Prezes nie zgadza się, że projekty realizowane



wspólnie z miastem mają niższą rentowność. W ramach rewitalizacji Wyspy Spichrzów, trwa konkurs architektoniczny, którego rozstrzygnięcie zaplanowano na koniec kwietnia. Prace budowlane rozpoczną się w II połowie 2011 roku. Wartość inwestycji, o koszcie budowy 450 mln PLN, jest już dopięte. Dwie trzecie wydatków ma pokryć konsorcjum banków. Polnord na projekt wyda 40-60 mln PLN. Do realizacji części handlowej w Gdańsku Polnord może pozyskać partnera. Nie wyklucza, że będzie to GTC.

### **Konsorcjum na budowę elektrowni i kopalni w Nigerii coraz bardziej realne?**

Prezes Polnordu przyznaje, że umowa konsorcjalna w sprawie planowanej budowy kopalni i elektrowni w Nigerii ma szansę zostać w najbliższym czasie podpisana. W konsorcjum uczestniczyłyby m.in. firmy takie jak Rafako (elektrownia), Kopex (kopalnia), Polnord (referencje, relacje z inwestorem), czy Procom System (grupa Elektrotim). Prezes Rafako przyznaje, że rozmowy będą się toczyć jeszcze po Wielkanocy, więcej szczegółów jednak nie zdradza. Polnord prowadzi rozmowy ze stroną nigeryjską i wkrótce do Polski ma przybyć minister energetyki Nigerii.

### **Polnord o zakupach gruntów**

Prezes Polnordu przyznaje, że ceny gruntów i gotowych projektów nie spadły w takim stopniu, w jakim Polnord oczekiwał. Z uzyskanych środków z emisji akcji udało się wydać jedynie 5,3 mln PLN na zakup gruntu w Lublinie. Z uwagi na mniejszy niż oczekiwany spadek cen gruntów Polnord zdecydował się na zmianę strategii. Obecnie spółka stawia na powoływanie spółek celowych, w których właściciele nieruchomości byłiby udziałowcami. Prowadzone są już rozmowy w sprawie kilku przedsięwzięć tego typu.

## Handel



### Emperia Holding (Trzymaj)

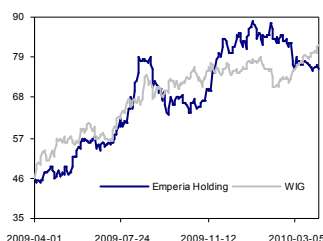
Cena bieżąca: 76 PLN

Cena docelowa: 81,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 148,8
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 509,5
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	19,5	16,8		14,9		13,4		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	10,3	8,7		7,6		6,6		Zmiana ceny: 6m	11,0%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	67,0%
EV/EBITDA	9,5	8,4		8,1		7,2		Max (52 tyg.)	88,8
Dywidenda (%)	1,2	0,8		0,9		1,0		Min (52 tyg.)	44,8



Słabszy sentyment inwestorów do akcji Emperii to efekt zarówno gorszych od oczekiwań wyników kwartalnych, jak i zapowiedzi utrzymania wysokiego poziomu wydatków inwestycyjnych. Nie pomogły również sygnały o słabym sprzedażowo początku tego roku związanym z trudnymi warunkami pogodowymi. Wydaje się jednak, że w kolejnych kwartałach Spółka powinna zacząć raportować poprawę efektywności kosztowej, a zwiększanie sprzedaży w nowo otwartych obiektach magazynowych będzie dodatkowo pozytywnie wpływać na rentowność dystrybucji. Utrzymujemy neutralną rekomendację.



### Eurocash (Trzymaj)

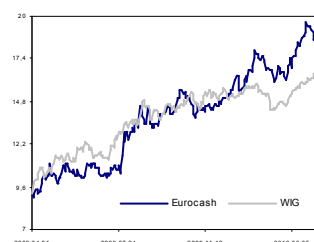
Cena bieżąca: 19,29 PLN

Cena docelowa: 18,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	2 600,6
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	2 356,5
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	32,2	25,4		20,7		16,9		Zmiana ceny: 1m	14,1%
P/CE	20,8	17,1		15,1		12,8		Zmiana ceny: 6m	28,6%
P/BV	8,9	7,1		5,9		4,9		Zmiana ceny: 12m	103,3%
EV/EBITDA	15,4	12,6		10,7		8,7		Max (52 tyg.)	19,6
Dywidenda (%)	1,5	1,5		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	9,2



Aktualna wycena Eurocash wydaje się wymagająca na tle porównywalnych podmiotów z branży handlowej, aczkolwiek Spółka bardzo pozytywnie wyróżnia się zdolnością do generowania wolnych przepływów pieniężnych, a systematyczny ponadprzeciętny wzrost sprzedaży osiąga przy ograniczonych nakładach inwestycyjnych. Nasze prognozy uważamy za konserwatywne i ryzyko negatywnych zaskoczeń oceniamy jako niewielkie. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

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

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-12-22	2010-03-05
kurs z dnia rekomendacji	15,98	17,91
WIG w dniu rekomendacji	39583,42	39885,37

**BZ WBK**

rekomendacja	Redukuj	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-08-05	2009-08-24	2009-10-05	2009-11-17	2009-12-02	2010-01-19
kurs z dnia rekomendacji	124,10	131,00	151,10	188,00	168,70	190,00
WIG w dniu rekomendacji	35363,92	37915,39	37045,62	40785,58	39905,57	41256,40

**BZ WBK cd.**

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-03-03
kurs z dnia rekomendacji	180,00
WIG w dniu rekomendacji	39635,50

**Centrum Klima**

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2009-11-06
kurs z dnia rekomendacji	11,50
WIG w dniu rekomendacji	43562,01

**Getin**

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-10-05	2009-11-04	2009-12-02	2010-01-19	2010-03-05	2010-03-10
kurs z dnia rekomendacji	9,00	7,82	8,25	8,80	9,65	9,69
WIG w dniu rekomendacji	37045,62	37391,24	39905,57	41256,40	39885,37	40585,00

**GTC**

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-02-12	2010-03-05
kurs z dnia rekomendacji	20,30	23,00
WIG w dniu rekomendacji	37322,52	39885,37

**Handlowy**

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-08-24	2009-11-04	2009-11-05	2010-01-19	2010-03-19
kurs z dnia rekomendacji	64,30	61,30	64,60	73,55	76,00
WIG w dniu rekomendacji	37915,39	37391,24	38148,50	41256,40	41741,91

**ING BSK**

rekomendacja	Sprzedaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-08-05	2009-08-24	2009-10-30	2009-12-02	2010-01-19	2010-02-19
kurs z dnia rekomendacji	496,00	600,00	639,50	714,00	739,00	663,50
WIG w dniu rekomendacji	35363,92	37915,39	38763,24	39905,57	41256,40	38586,52

**J.W. Construction**

<b>rekomendacja</b>	Zawieszona	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-12	2009-12-02
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	12,00	11,66	12,26	11,26
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	36009,43	38214,58	39879,92	39905,57

**Kopex**

<b>rekomendacja</b>	Redukuj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2010-02-04	2010-03-08
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	25,35	23,26
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40118,73	40354,28

**Kredyt Bank**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-08-24	2009-10-05	2010-01-19	2010-02-12
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	10,10	11,65	14,10	13,85
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37915,39	37045,62	41256,40	37322,52

**Lotos**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-09-04	2009-09-22	2009-11-04	2009-11-06	2009-12-01	2010-03-02
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	24,18	24,05	26,70	27,92	31,94	27,51
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	36009,43	36680,84	37391,24	38863,29	39581,49	38986,09

**Millennium**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-08-24	2009-10-05	2009-11-10	2009-12-02	2010-01-19	2010-02-11
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	5,05	4,40	4,19	4,70	4,49	3,90
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37915,39	37045,62	39683,10	39905,57	41256,40	37786,61

**Mostostal Warszawa**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-08-14	2009-09-09	2009-11-04	2009-11-17	2009-12-02	2010-03-12
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	69,65	77,05	66,00	70,00	68,00	69,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	35998,12	37261,23	37391,24	40785,58	39905,57	41004,33

**PBG**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2009-08-14	2009-10-05	2009-11-04	2009-11-12	2010-02-22
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	235,00	210,00	218,80	218,50	197,20
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	35998,12	37045,62	37391,24	39879,92	38650,00

**PKN Orlen**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-09-16	2009-11-18	2010-02-03	2010-03-08
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	27,15	31,97	34,20	35,35
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	35989,98	40723,06	39904,02	40354,28



### Polimex Mostostal

<b>rekomenacja</b>	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-27	2010-01-06	2010-02-03
<b>kurs z dnia rekomencacji</b>	3,68	4,11	3,66	3,70	4,00	4,40
<b>WIG w dniu rekomencacji</b>	35998,12	36009,43	37391,24	39275,95	41052,00	39904,02

### Polimex Mostostal cd.

<b>rekomenacja</b>	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-03-12
<b>kurs z dnia rekomencacji</b>	4,65
<b>WIG w dniu rekomencacji</b>	41004,33

### Unibep

<b>rekomenacja</b>	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04	2010-01-06	2010-02-03
<b>kurs z dnia rekomencacji</b>	5,90	5,75	7,35	6,67	5,58	6,17
<b>WIG w dniu rekomencacji</b>	35998,12	36009,43	37045,62	37391,24	41052,00	39904,02

### Unibep cd.

<b>rekomenacja</b>	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-02-22
<b>kurs z dnia rekomencacji</b>	6,55
<b>WIG w dniu rekomencacji</b>	38650,00



**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 księgową

**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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

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

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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