2 czerwca 2010

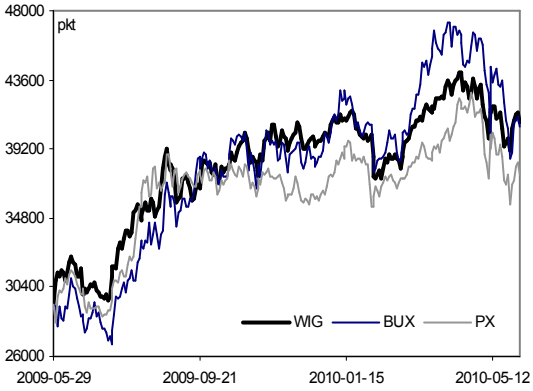
Opracowanie cykliczne

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	**40 932**
Średnie P/E 2010	14,0
Średnie P/E 2011	12,1
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 648 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.jeżewska@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

Czerwiec 2010

Rynek akcji

Naszym zdaniem w czerwcu rynki odreagują ostatnie spadki, będzie to jednak tylko korekta w średnioterminowym trendzie spadkowym, z zasięgiem dla WIG20 na poziomie 2100. Nadal podtrzymujemy sceptyczne nastawienie do rynku i zalecamy przeważanie spółek defensywnych i dywidendowych.

Ze spółek

Banki. Wyniki 1Q10 były o 4% powyżej naszej prognozy dla pokrywanych banków. In plus wyróżniły się mniejsze banki: Millennium i Kredyt Bank, w mniejszym stopniu Handlowy i PKO BP. W 2Q10 wysokie rezerwy utrzymają się, a zawirowania na rynkach finansowych oraz spadający WIBOR będą wywierały presję na marżę odsetkową. Atrakcyjnie postrzegamy Handlowy (5 lipca jest proponowanym dniem dywidendy, 3,77 PLN/akcję).

Paliwa. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla PGNiG. Zwracamy uwagę na rosnące ryzyko korekty marż rafineryjnych, spadek dyferencjału oraz perspektywę przeszacowania długu walutowego w Orlenie i Lotosie.

Energetyka. Realizująca się perspektywa podaży akcji w sektorze energetycznym może jeszcze w krótkim terminie wpływać negatywnie na kursy akcji PGE czy ENEI, ale raportowane dobre wyniki finansowe i pozytywny wyrok w sprawie KDT powinny zmieniać sentyment do tych koncernów.

Telekomunikacja. Przy DY na poziomie blisko 10% akcje TP są atrakcyjną inwestycją. W 2H otoczenie regulacyjne i konkurencyjne, w którym działa operator, ustabilizuje się. TP zawalczy o rynek.

Media. Spółki mediowe mają za sobą udany pierwszy kwartał. W przypadku TVN i Agory odradzający się powoli rynek reklamy powinien zapewnić dobrą jakość wyników również w drugim i trzecim kwartale. W przypadku Cyfrowego Polsatu oczekujemy pozytywnych informacji dotyczących postępów w sprzedaży oferty dostępu do szerokopasmowego Internetu.

Informatyczne. Dobre wyniki finansowe zaprezentowały Asseco Poland i AB. Słabo wypadły Asbis, Comarch i Sygnity. Pozytywnie postrzegamy inwestycje w akcje Asseco Poland, AB i Sygnity.

Przemysł. Najgorszy wynikowo kwartał mają za sobą Famur i Kopex. Rezultaty Kęt i Cersanitu były słabe na skutek ciężkiej zimy. Rewelacyjny wynik Astarty będzie trudny do powtórzenia.

Budownictwo. Najbardziej atrakcyjnymi z dużych spółek pozostają Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa. Najmniej atrakcyjne są naszym zdaniem PBG i Budimex. Branże budowlaną postrzegamy stosunkowo sceptycznie (ryzyko spadku marż, gorszych wyników r/r).

Deweloperzy. Pozytywnie oceniamy segment deweloperów mieszkaniowych, przy czym okazje inwestycyjne, z wyjątkiem Polnordu, znajdują się poza gronem analizowanych przez nas spółek. Neutralnie oceniamy walory GTC i duże spółki z segmentu komercyjnego.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Ciech (Kupuj), Enea (Kupuj), Handlowy (Kupuj), Mondi (Trzymaj), PBG (Redukuj), Police (Trzymaj), Polimex Mostostal (Kupuj), oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Rafako (Trzymaj).

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Spis treści

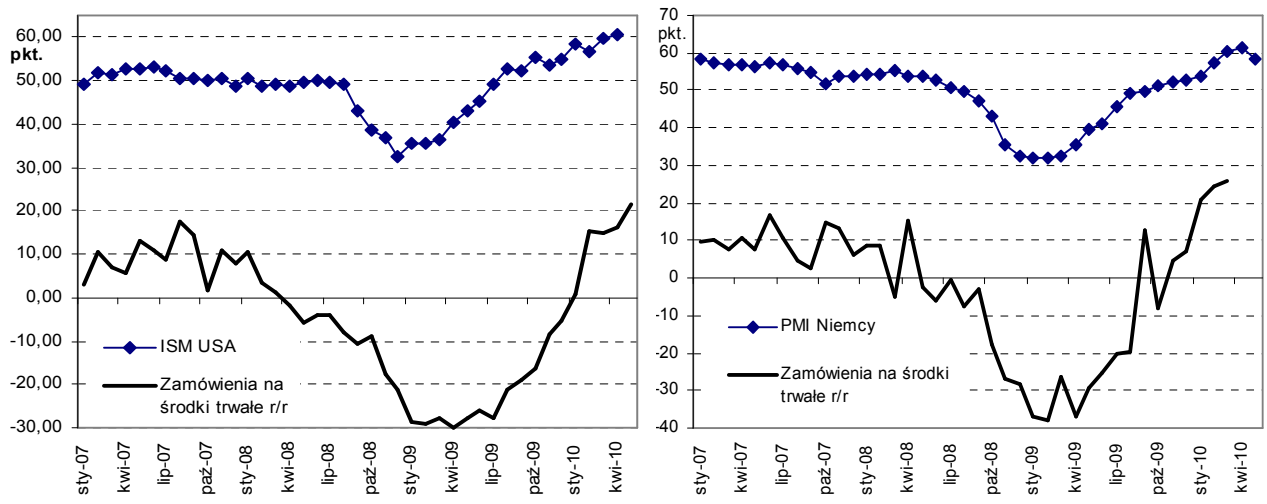
1. Rynek akcji ... 3
2. Makroekonomia ... 7
3. Aktualne rekomendacje DI BRE ... 10
4. Statystyki rekomendacji ... 11
5. Banki ... 12
   5.1. BZ WBK ... 18
   5.2. Getin ... 20
   5.3. Handlowy ... 22
   5.4. ING BSK ... 23
   5.5. Kredyt Bank ... 24
   5.6. Millennium ... 26
   5.7. Pekao ... 27
   5.8. PKO BP ... 28
6. Ubezpieczyciele ... 31
   6.1. PZU ... 31
7. Paliwa, chemia ... 32
   7.1. Ciech ... 33
   7.2. Lotos ... 35
   7.3. PGNiG ... 37
   7.4. PKN Orlen ... 39
   7.5. Police ... 40
   7.6. ZA Puławy ... 42
8. Energetyka ... 44
   8.1. CEZ ... 44
   8.2. Enea ... 45
   8.3. PGE ... 46
9. Telekomunikacja ... 48
   9.1. Netia ... 48
   9.2. TP SA ... 49
10. Media ... 50
   10.1. Agora ... 50
   10.2. Cyfrowy Polsat ... 52
   10.3. TVN ... 54
11. IT ... 56
   11.1. AB ... 58
   11.2. Action ... 59
   11.3. Asbis ... 60
   11.4. Asseco Poland ... 61
   11.5. Comarch ... 63
   11.6. Komputronik ... 65
   11.7. Sygnity ... 66
12. Górnictwo i metale ... 68
   12.1. KGHM ... 68
   12.2. LW Bogdanka ... 69
13. Przemysł ... 70
   13.1. Astarta ... 70
   13.2. Cersanit ... 72
   13.3. Famur ... 73
   13.4. Kęty ... 75
   13.5. Kopex ... 76
   13.6. Mondi ... 78
14. Budownictwo ... 79
   14.1. Budimex ... 82
   14.2. Centrum Klima ... 84
   14.3. Elektrobudowa ... 85
   14.4. Erbud ... 86
   14.5. Mostostal Warszawa ... 88
   14.6. PBG ... 90
   14.7. Polimex Mostostal ... 92
   14.8. Rafako ... 94
   14.9. Trakcja Polska ... 96
   14.10. Ulma Construccion Polska ... 97
   14.11. Unibep ... 98
15. Deweloperzy ... 100
   15.1. Dom Development ... 102
   15.2. GTC ... 104
   15.3. J.W. Construction ... 106
   15.4. Polnord ... 108
16. Handel ... 109
   16.1. Emperia Holding ... 109
   16.2. Eurocash ... 110

Rynek akcji

Maj zakończył się na GPW spadkiem WIG20 o 4,46% i na tle głównych indeksów światowych był to wynik dobry (S&P500 -8,2%, CAC40 -8,1%, Shanghai Comp. -9,7%). Z punktu widzenia inwestorów zagranicznych straty na GPW były jednak dużo większe i za sprawą osłabienia PLN - szczególnie w stosunku do USD przekraczały 10% (WIG20 USD: -15%). Miniony miesiąc upłynął pod dyktando ratowania Grecji, rosnącego ryzyka (podpartego obniżką ratingów), problemów z finansowaniem kolejnych budżetów oraz cięć wydatków publicznych w kolejnych krajach. Determinacja polityków do uspokojenia sytuacji jest ogromna i zapewne pozwoli na jakiś czas odsunąć to, co dla wielu makroekonomistów (nobliści: Stiglitz, Krugman, Mundell, Phelps) jest nieuniknione – restrukturyzacja zadłużenia. Kraje strefy euro zgodziły się na przyznanie Grecji 135 mld USD pomocy umożliwiającej zrolowanie zadłużenia. To jednak nie uspokoiło rynków finansowych obawiających się rozprzestrzenienia się problemu na inne kraje Europy Południowej. W odpowiedzi UE razem z MFW stworzyły fundusz ratunkowy dla państw członkowskich o wartości prawie 1 bln dol. Tu również rynki zareagowały dosyć nerwowo. Dopiero włączenie się procesu ECB, który wsparty przez FED zadeklarował zakup rządowych i prywatnych obligacji „śmieciowych" na rynku wtórnym opanował emocje. To podobna sytuacja jaka miała miejsce przed rokiem, kiedy agresywna strategia „zasypania dziur" przez FED – dysponującym praktycznie nieograniczonymi środkami – zapoczątkowała obecną falę wzrostową na rynku akcji. Różnica naszym zdaniem polega na tym, że przed rokiem oczekiwania dotyczące makro i wyników spółek były bardzo niskie. W obecnej fazie cyklu, biorąc pod uwagę nadal nierozwiązane problemy strukturalne, łatwiej o zaskoczenia negatywne. Zastanawiające jest to, że mimo rozszerzenia się kryzysu fiskalnego i zapowiadanych cięć budżetowych nie obniżono prognoz wzrostu PKB strefy Euro. Naszym zdaniem kolejne tygodnie przyniosą obniżki prognoz wzrostu gospodarczego na 2H2010, możliwe że również w Polsce (zdarzenia pogodowe, słabe inwestycje w 1Q2010). Kwestią, która może również zostać podniesiona w kolejnych tygodniach jest utrzymanie dynamiki wzrostu gospodarczego w USA przy tak wysokim kursie USD do EUR. Dla rynku nieruchomości w USA i banków problemem mogą okazać się kredyty mieszkaniowe Option ARMs. Naszym zdaniem w czerwcu rynki odreagują ostatnie spadki, będzie to jednak tylko korekta w średnioterminowym trendzie spadkowym, z zasięgiem dla WIG20 na poziomie 2100. Nadal podtrzymujemy sceptyczne nastawienie do rynku i zalecamy przeważanie spółek defensywnych i dywidendowych.

Ożywienie w przemyśle a teraz również w usługach trwa zarówno w USA jak i w krajach UE, której pomaga m.in. słabe EUR. Wskaźniki ISM/PMI dla głównych gospodarek osiągają wysoki poziom 60 pkt. Co dalej? Dopóki wskaźniki pozostają na tych poziomach lub nawet nieznacznie obniżą się (przedział 57-60 pkt.), inwestorzy nie będą reagować na taką zmianę, bo wskazują one, że gospodarka jest nadal w fazie dosyć dynamicznego wzrostu. Należy przy tym jednak pamiętać, że wysokie dynamiki r/r zamówień na środki trwałe (USA, Niemcy wzrost o ponad 20%) a w konsekwencji produkcji przemysłowej to w dużej mierze efekt bazy porównawczej. W okresie marzec – maj 2009 spadek zamówień w przemyśle amerykańskim wynosił blisko 30% r/r a w Niemczech prawie 40%. Sygnałem ostrzegawczym płynącym ze wskaźników wyprzedzających byłby spadek wskaźnika o 2-3 pkt. proc. potwierdzony niskim wskazaniem w kolejnym miesiącu.

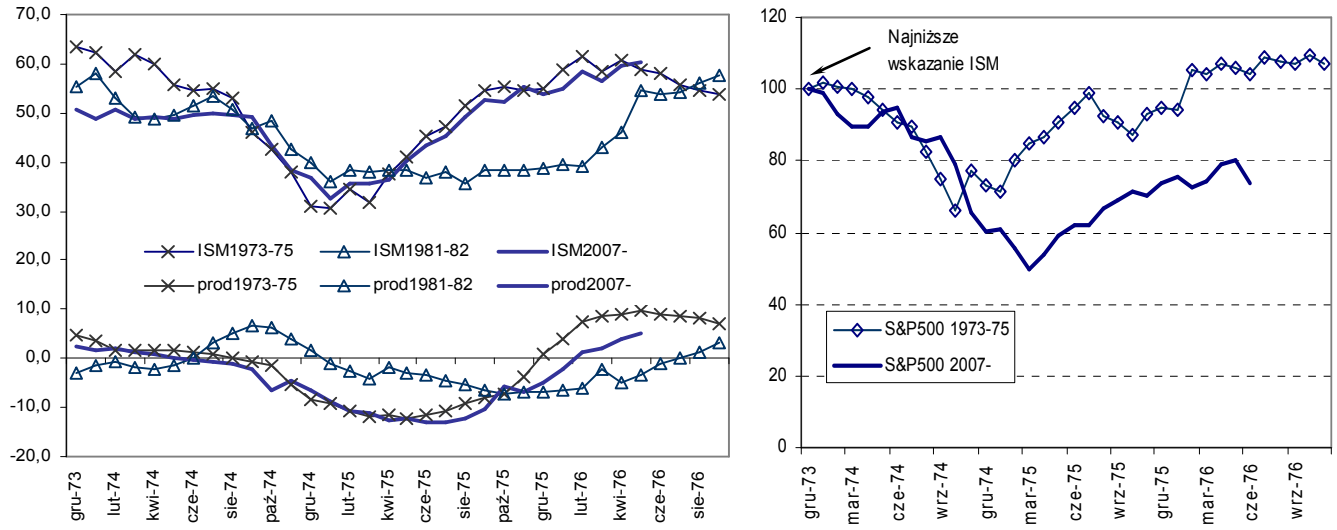
ISM/PMI dla przemysłu w USA i Niemczech



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Bloomberg

Jeżeli utrzyma się wysokie podobieństwo obecnego cyklu w przemyśle do cyklu w latach '70 w kolejnych miesiącach wskaźniki wyprzedzające powinny zacząć nieznacznie się obniżać (do 53-54 pkt.) a dynamika produkcji przemysłowej r/r wypłaszczać. W reakcji na takie dane w latach '70 S&P500 wszedł w kilkumiesięczny trend boczny.

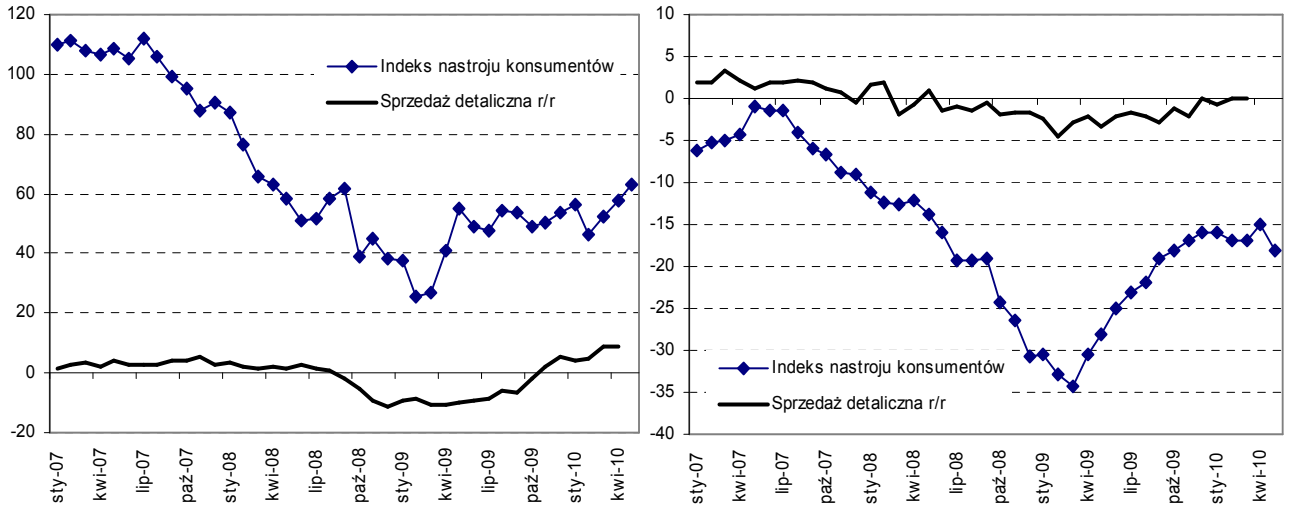
ISM dla przemysłu w USA w trzech cyklach gospodarczych i reakcja S&P500



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Bloomberg

Po stronie popytowej sytuacja w USA również wygląda dobrze. Indeks nastroju konsumentów osiągnął poziom 60 pkt. (najwyższy od upadku Lehmana), co przez niższą stopę oszczędności (3,6%) przekłada się na ponad 8% dynamikę wzrostu sprzedaży detalicznej r/r. Dochody amerykanów rosną o 2,5% r/r. Bardziej skomplikowana sytuacja ma miejsce w UE, gdzie kryzys fiskalny i zapowiedź cięć wydatków przez kolejne państwa (m.in. Grecja, Hiszpania, Włochy, Wielka Brytania) dosyć gwałtownie pogorszyły nastroje konsumentów w kwietniu, co może przełożyć się na pogorszenie i tak słabego ożywienia sprzedaży detalicznej. Największe spadki sentymentu mają miejsce w krajach południowych, gdzie dostosowanie fiskalne będzie miało największy wymiar i gdzie najprawdopodobniej w br. dynamika PKB pozostanie ujemna.

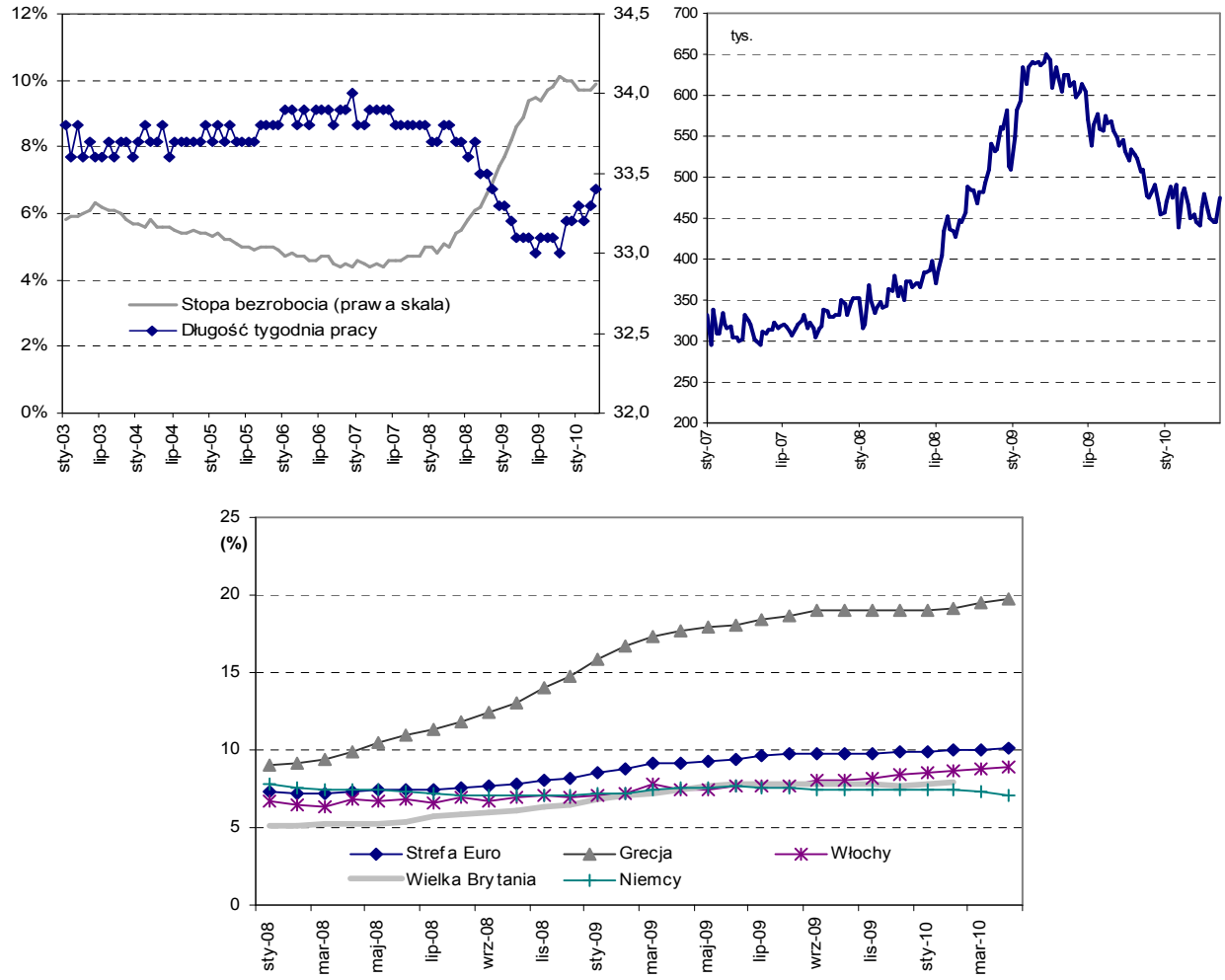
Nastroje konsumentów w USA i Niemczech na tle sprzedaży detalicznej



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Bloomberg

Istotna różnica w porównaniu USA z Europą ma miejsce na poziomie rynku pracy. W USA sytuacja powoli stabilizuje się, co przejawia się m.in. rosnącą długością tygodnia pracy i spadkiem liczby nowych bezrobotnych do 450-470 tys. tygodniowo. Gospodarka wytwarza nowe miejsca pracy, należy jednak pamiętać o jednorazowym i przejściowym wpływie wzrostu zatrudnienia wynikającym ze spisu powszechnego (ok. 1 mln osób). W Europie stopa bezrobocia nadal rośnie głównie za sprawą rosnącego bezrobocia w krajach południowych. Konieczność redukcji wydatków budżetowych może w najbliższej przyszłości podtrzymać tę tendencję. Wyraźnie in plus prezentują się na tym tle Niemcy.

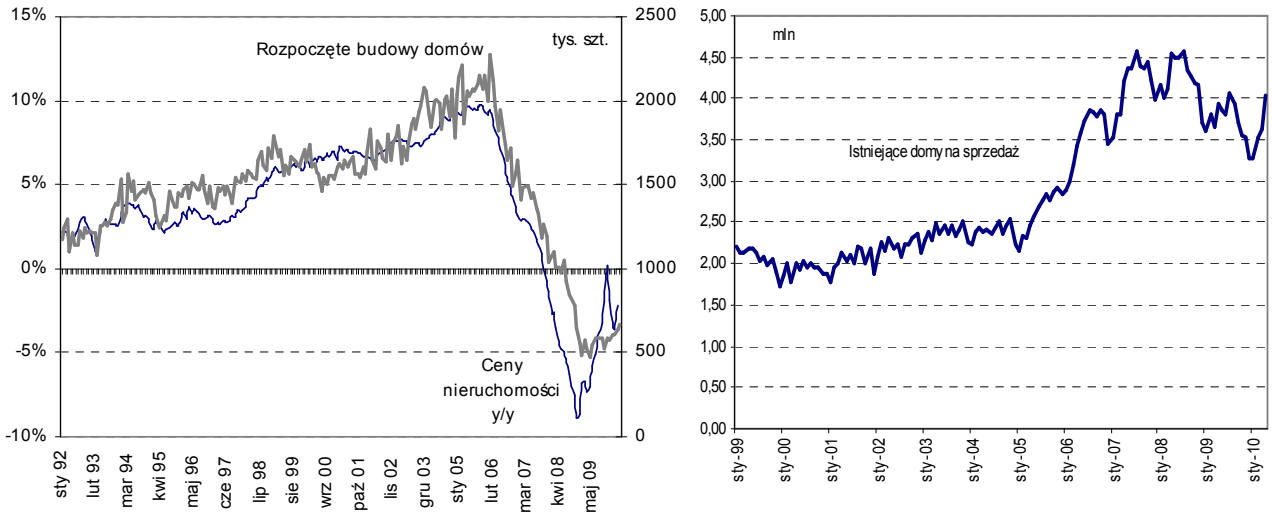
USA: Stopa bezrobocia, długość tygodnia pracy i nowi bezrobotni (prawy), EMU: stopa bezrobocia



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Bloomberg

W ostatnich tygodniach pozytywne informacje napływały również z amerykańskiego rynku nieruchomości, gdzie miał miejsce wzrost liczby rozpoczętych budów domów do 670 tys. i stabilizacja cen nieruchomości (-2% r/r). Zwracamy tu jednak uwagę na nadal dynamicznie rosnącą liczbę istniejących już domów na sprzedaż (+760 tys. od grudnia 2009, kiedy ich liczba spadła do 3,28 mln).

Rynek nieruchomości w USA: rozpoczęte budowy domów, ceny nieruchomości i istniejące domy na sprzedaż (prawy)



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Bloomberg

Na amerykańskim rynku nieruchomości pojawia się dodatkowy czynnik ryzyka, który w kolejnych miesiącach może negatywnie wpływać na zachowanie się inwestorów. Problem dotyczy kredytów mieszkaniowych *Option ARMs (Option Adjustable Rate)*, które zostały udzielane w latach 2005-2007 na łączną kwotę 500 mld USD. Aż 60% z tej kwoty dotyczy stanu Kalifornia, gdzie w ostatnich trzech latach ceny nieruchomości obniżyły się o ok. 40%. *Option ARMs* pozwalają, na minimalizowanie płatności kredytu w pierwszych pięciu latach (kapitalizacja) od daty przyznania kredytu. Oznacza to, że ich biorcy dopiero teraz zaczną ponosić koszty ich obsługi przy istotnie niższej wartości zakupionych nieruchomości. Może to wywołać kolejną falę rezerw w bankach i wzrost podaży domów na rynku wtórnym. Skala płatności w kolejnych miesiącach narasta i swój szczyt osiąga w połowie 2011 roku (dwukrotny wzrost w stosunku do obecnego poziomu ok. 20 mld USD/mc. – pierwsza rata kredytów hipotecznych). Wielkość płatności jakie powinny się pojawić zbliżona jest do skali zapadalności kredytów *subprime*.

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

Makroekonomia

3,0% wzrost PKB w I kw. 2010

W I kw. 2010 dynamika PKB spadła do 3,0% z 3,3% zanotowanych w IV kw. 2009. Spadek dynamiki PKB w znacznym stopniu tłumaczą warunki pogodowe w I kw. (arktyczna zima i zahamowanie robót budowlanych). Przechodząc do składowych PKB, w IV. kw. 2009 zanotowano przyspieszenie konsumpcji prywatnej z 1,7% do 2,2% r/r. Dotkliwie, o 12,4% r/r, spadły natomiast inwestycje, które jeszcze w IV kw. 2009 za sprawą projektów infrastrukturalnych stały się sprawcą miłej niespodzianki. Musimy jednak podkreślić, że podana kontrybucja inwestycji do wzrostu i dynamika inwestycji nie wydają nam się spójne. Po rozmowach z GUSem nie udało nam się jednak ostatecznie wyjaśnić, czy któraś z podanych danych jest błędna (uważamy, że dynamika inwestycji mogłaby być wyższa, za czym przemawia dużo mniejsze hamowanie wartości dodanej w budownictwie, a przecież agregat inwestycji napędzany jest projektami infrastrukuturalnymi). Pomimo dotkliwego spadku inwestycji, nastąpiła w I kw. istotna odbudowa zapasów, które dodały aż 2,1 pkt. proc. do wzrostu (w IV kw. kontrybucja ta była delikatnie ujemna). W I kw. zmniejszyła się natomiast dodatnia kontrybucja eksportu netto (z 2,4 do 0,7 pkt. proc.). Po stronie podażowej w I kw. obserwowaliśmy kontynuację wzrostów wartości dodanej w przemyśle (wzrost dynamiki z 5,5 do 11,2% r/r). Warunki pogodowe spowodowały jednak załamanie budownictwa (spadek o 5,8% r/r). Prawdopodobnie warunki pogodowe przyczyniły się również do spadku wartości dodanej w usługach. PKB w II kw. 2010 również pozostanie pod wpływem nadzwyczajnych efektów, w tym czynników pogodowych, które obniżać będą jego dynamikę. Szacujemy, że wzrost w II kw. może być nawet niższy niż 3% r/r. Jak do tej pory odchylenia ścieżki wzrostu PKB od, powiedzmy trendu, powodowane były czynnikami nadzwyczajnymi. Przy założeniu, że od tego wpływu wolne będą dane w III kw. oczekiwalibyśmy dalszego przyspieszenia dynamiki PKB do powyżej 3,5%. Ryzykiem średniookresowym jest jednak problem rozlania kryzysu zadłużeniowego na sektor bankowy, co również może mieć wpływ na dostępność kredytu i stawiać pod znakiem zapytania gładkie przejście gospodarki z fazy bezkredytowego ożywienia do fazy dojrzałego wzrostu gospodarczego.

Spadek sprzedaży detalicznej

Po 8,7% wzroście zanotowanym w marcu, w kwietniu sprzedaż detaliczna spadła o 1,6% r/r. Słaby wynik z kwietnia to „zasługa" 1) przesunięcia zakupów świątecznych na koniec marca (spadek sprzedaży żywności o 7,6% r/r oraz spadek o 10,3% sprzedaży w kategorii pozostałe), 2) skokowego spadku sprzedaży samochodów oraz 3) narodowej żałoby (zamknięcie przez dwa dni dużej części sklepów, niewyświetlanie spotów reklamowych, czy też ogólne pogorszenie nastrojów konsumenta w tym okresie). W kwietniu utrzymał się natomiast pozytywny trend na sprzedaży mebli, RTV i AGD, co systematycznie jest sygnalizowane w ankietowych badaniach koniunktury. Dynamika sprzedaży detalicznej w maju może zostać zakłócona przez ostatnie wydarzenia (przetasowania w kategoriach sprzedaży detalicznej w związku z powodzią). W kolejnych miesiącach sprzedaż detaliczna powinna jednak kontynuować wzrosty, zgodnie z rysującym się od jesieni trendem. 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). Od marca mamy też do czynienia z coraz wyraźniejszą poprawą funduszu płac.

Wzrosty produkcji przemysłowej

W kwietniu roczna dynamika produkcji przemysłowej spadła do 9,9% z 12,3% zanotowanych w marcu. Spadek rocznej dynamiki produkcji przemysłowej to przede wszystkim efekt różnicy w liczbie dni roboczych. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna była tylko o 1 pkt proc. niższa niż w marcu i wyniosła 8,8%. Wzrosty produkcji zanotowano w 23 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika, komputery, metale) wskazuje, że polski przemysł podlega coraz większym wpływom ożywienia w gospodarce strefy euro, w tym gospodarce niemieckiej. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą ocenę, że tendencja ta ma szanse utrzymać się w kolejnych miesiącach. Oczywiście należy wziąć poprawkę na nadzwyczajne warunki pogodowe w maju i przestoje w części zakładów. Ubytek w dynamice produkcji z tego tytułu nie powinien jednak przekroczyć 1 pkt proc. Produkcja budowlano-montażowa spadła w kwietniu w ujęciu rocznym o 6,1% po 10,9% spadku w marcu. Odrabianie zaległości produkcyjnych po wyjątkowo srogiej zimie było kontynuowane w kwietniu, lecz w nieco mniejszej skali.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w kwietniu wzrosły o 1,2% w stosunku do marca; w ujęciu rocznym obniżyły się o 0,5%. Ceny w kluczowym przetwórstwie przemysłowym wzrosły o 1,2% w ujęciu miesięcznym, jednak prawie 0,7pp. wzrost wynika z podniesienia cen związanych z energią (po wyłączeniu tej kategorii dóbr, głównie produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, ceny w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym zostały

podniesione o 0,5% m/m). Trwający 5 miesięcy z rzędu spadek bazowych cen producentów został zatrzymany. Tym samym roczna dynamika cen przetwórstwa w ujęciu bazowym podniosła się z -6,2% do -4,8%. Duża część wzrostów cen producentów była prawdopodobnie wynikiem osłabienia złotego, jednak skala reakcji na osłabienie waluty była znacznie wyższa niż wynikająca ze stosowanego przez nas modelu; niewykluczone, że duże znaczenie miała w tym przypadku koniunkcja deprecjacji kursu oraz znacznej podwyżki (prawdopodobnie także związanej z deprecjacją lub ewentualnie wbudowaniem interwencji walutowych w oczekiwania przedsiębiorców) oczekiwań cenowych producentów. Oczekujemy, że zaobserwowany wzrost cen producentów to początek dłuższej tendencji, warunkowanej przede wszystkim wyhamowaniem (wypłaszczeniem) tendencji aprecjacyjnej złotego. Z tego powodu niewykluczone, że ceny producentów będą rosły w kolejnych miesiącach, choć na razie mechanizm ich transmisji na CPI pozostaje przytłumiony i dodatkowo maskowany silnymi efektami bazowymi na inflacji konsumenckiej. Uważamy, że efekt przyspieszenia cen konsumenckich będzie bardziej widoczny w drugiej połowie roku.

Rynek pracy

W kwietniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spadła do 3,2% r/r z 4,8% r/r zanotowanych w marcu (konsensus prognoz wynosił 4,0%). Spadek dynamiki rocznej to przede wszystkim wynik różnicy w liczbie dni roboczych (zero r/r) w porównaniu z marcem (+1 r/r). Konsekwentnie oczekujemy, że kolejne miesiące mogą przynieść dalszy wzrost przeciętnej płacy, co byłoby spójne ze stabilizacją zatrudnienia w polskiej gospodarce. W całym 2010 oczekujemy wzrostu płac o 4-5%, co również będzie spójne z trendami obserwowanymi w zatrudnieniu. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw okazało się w kwietniu sporo wyższe od konsensusu rynkowego i naszych szacunków (-0,2% w ujęciu rocznym). Liczba zatrudnionych zwiększyła się w stosunku do marca o 14 tys. (+0,3% m/m oraz 0,0% r/r), co biorąc pod uwagę sezonowość agregatu należy uznać za wynik rewelacyjny, znacznie lepszy niż podczas wychodzenia ze spowolnienia w latach 2001-2002. Uważamy, że zachowanie firm jest spójne z sygnalizowaną przez nie poprawą koniunktury oraz postępującym zwiększeniem aktywności gospodarczej. Pozostajemy optymistami także odnośnie sytuacji na rynku pracy w najbliższych miesiącach. Wskaźniki koniunktury pną się w górę, co przy rosnącym wykorzystaniu mocy wytwórczych powinno wkrótce prowadzić do dalszych wzrostów zatrudnienia (w kolejnych miesiącach można spodziewać się średnio rzecz biorąc wzrostu liczby zatrudnionych w ujęciu miesięcznym, co powinno utrzymać dynamikę roczną ponad 0,0% w sposób trwały). Silny rynek pracy jest na obecnym etapie ważną przesłanką za utrzymaniem względnie monotonicznego przyspieszenia tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach i w 2011 roku.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Saldo na rachunku obrotów bieżących ukształtowało się na ujemnym poziomie -559 mln EUR, blisko konsensusu rynkowego. Poprzednie dane dotyczące rachunku obrotów bieżących zostały poddane minimalnym rewizjom, które na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy skumulowały się do +45 mln EUR. Główną rolę w rozszerzeniu deficytu na rachunku bieżącym odegrało saldo transferów bieżących oraz bilans handlowy. W pierwszym przypadku nastąpił powrót do normalnych poziomów, po nadzwyczaj dużym transferze z UE odnotowanym w marcu. W przypadku natomiast bilansu handlowego doszło do zwiększenia eksportu i importu w oczekiwanej przez nas skali, odpowiednio do 10 531 mln EUR oraz 11 045 mln EUR. Wśród pozostałych komponentów rachunku bieżącego rozszerzyło się ujemne saldo dochodów (-1 010 mln EUR), przy czym płatności od długu SP szacujemy na około 250 mln EUR. Co ciekawe, zwiększeniu uległo saldo usług (z 113 mln EUR do 350 mln EUR), co jest pewnego rodzaju sezonową anomalią i w tym miejscu upatrujemy rozbieżności naszej prognozy całego deficytu na rachunku obrotów bieżących z faktycznymi danymi. Z uwagi na tymczasową (wynikającą z czynników niesezonowych, o nieregularnym charakterze) słabość konsumpcji indywidualnej oczekujemy, że saldo obrotów towarowych powinno powiększać się w umiarkowanym tempie (niewykluczone, że ze względu na specyfikę kwietniowego handlu zaobserwujemy nawet tymczasowe zawężenie deficytu na rachunku handlowym). Kształtowanie się salda wymiany handlowej w drugiej połowie roku będzie wypadkową zjawisk typowych dla bardziej dojrzałej fazy ożywienia gospodarczego (rosnąca konsumpcja i rosnący import zaopatrzeniowy) oraz kursu złotego, który niezaprzeczalnie podlega wpływowi działań NBP oraz globalnym zmianom awersji do ryzyka. Tendencje obserwowane na bilansie handlowym będą główną determinantą zachowania całego rachunku bieżącego.

Deficyt budżetowy po kwietniu

Po kwietniu deficyt budżetowy wzrósł do 27 mld PLN. Tym samym wykonanie po 4 miesiącach okazało się znacznie lepsze niż założone w harmonogramie MinFin (32,6 md PLN). Wielkość 27 mld PLN stanowi 51,8% deficytu zaplanowanego na cały 2010 rok. Cały czas utrzymuje się dobra płynność budżetu – Ministerstwo Finansów ma na rachunkach zgromadzone 3,87 mld EUR płynnych środków. Należy podkreślić, że skumulowanie wzrostu deficytu w I połowie roku to przede wszystkim wynik szybszego wzrostu wydatków (przede wszystkim dotacje dla FUS i jednostek samorządu terytorialnego). Przyspieszenie w wypłatach dotacji dla samorządów to

prawdopodobnie wynik większej absorpcji środków unijnych oraz zbliżających się wyborów lokalnych.

Dochody budżetu wyniosły po kwietniu 79,7 mld PLN, co stanowi 32,8% planu. Uwagę zwraca przede wszystkim wzrost wpływów z VAT. Wpływy te po 4 miesiącach są o ponad 3 mld PLN wyższe niż w roku ubiegłym. W samym kwietniu wpływy z VAT były aż o 22% większe niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku. Wzrost dynamiki VAT odzwierciedla kontynuację ożywienia popytu wewnętrznego. Mniej optymistycznie wyglądają natomiast wpływy z PIT i CIT (spadek skumulowanych wpływów odpowiednio o 10% i ponad 26% r/r). Oczekujemy, że wpływy podatkowe przyspieszą w dalszej części roku, co będzie konsekwencją stabilizacji na rynku pracy oraz przechodzenia gospodarki w bardziej dojrzałą fazę ożywienia gospodarczego. Uwzględniając przekazanie przez NBP około 4 mld PLN zysku do budżetu szacujemy, że deficyt ma szansę być o około 6-10 mld PLN mniejszy niż założono w ustawie.

Inflacja

W kwietniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 2,6% do 2,4% (oczekiwano 2,3%). Na mniejszym niż oczekiwano spadku wskaźnika zaważyły wyższe ceny żywności (0,7% m/m), wyższa dynamika w cenach tytoniu (1,1% m/m) oraz wyższe ceny w kategorii odzież i obuwie. Należy jednak podkreślić, że w pozostałych kategoriach widać odłożone efekty niższej presji popytowej i pewną dezinflację (ceny użytkowania mieszkania wzrosły o 0,1% m/m, ustabilizowały się ceny w kategoriach takich jak łączność, kultura, rekreacja i edukacja). Roczna dynamika inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności) spadła w kwietniu z 2,0% do 1,8%. W najbliższych miesiącach obserwować powinniśmy stabilizację rocznego wskaźnika inflacji na podobnych do kwietniowego poziomach (szacujemy, że w maju roczny wskaźnik wyniesie 2,4-2,5%). Na taką ścieżkę inflacji może wpłynąć systematyczny wzrost cen paliw i ostatnio obserwowane osłabienie złotego (prawdopodobnie wpływające na marże importerów). Ciągle jednak widzimy szanse na warunkowany bazą statystyczną spadek inflacji do poniżej 2% w miesiącach letnich. Od jesieni spodziewamy się systematycznego wzrostu wskaźnika rocznego inflacji, co będzie pochodną dobrej sytuacji na rynku pracy oraz polityki stabilizacji kursu złotego. Nie zmieniamy naszego poglądu, że procesy inflacyjne wymuszą zacieśnienie monetarne. Obecna koncentracja RPP na zagadnieniach kursowych i sferze realnej może stać się przesłanką dla rynku do wyceniania scenariusza, że RPP spóźni się z reakcją (a więc przesłanką do wzrostu rynkowych stóp forwardowych).

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu	P/E
AB	Akumuluj	18,80	16,75	2010-05-06	16,90	9,8
ACTION	Trzymaj	18,49	19,95	2010-04-07	22,00	12,7
AGORA	Trzymaj	25,20	26,10	2010-05-27	24,76	22,4
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,70	2010-05-10	4,65	10,4
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	56,05	2010-04-06	57,60	12,9
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,30	2010-05-11	57,50	4,5
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	103,50	2010-03-29	96,60	14,3
BZWBK	Trzymaj	200,50	205,10	2010-04-07	216,50	15,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,70	2010-05-06	12,00	13,6
CERSANIT	Redukuj	13,63	13,92	2010-04-01	16,03	15,5
CEZ	Trzymaj	140,30	140,90	2010-03-03	133,90	10,2
CIECH	Kupuj	39,20	27,00	2010-06-02	27,00	10,6
COMARCH	Redukuj	93,10	90,00	2010-02-15	102,90	18,3
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,99	2010-03-25	15,79	13,2
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	51,80	2010-05-07	55,40	47,5
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	175,00	2010-03-12	171,00	16,9
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	87,50	2010-03-09	77,50	17,2
ENEA	Kupuj	21,24	18,17	2010-06-02	18,17	12,3
ERBUD	Trzymaj	54,60	53,50	2010-03-11	53,30	13,1
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,50	2010-05-06	20,61	22,0
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,09	2010-05-28	2,00	17,6
GETIN	Trzymaj	10,34	9,99	2010-05-06	10,19	13,1
GTC	Trzymaj	23,90	23,80	2010-05-28	23,80	
HANDLOWY	Kupuj	90,90	75,00	2010-06-02	75,00	15,5
ING BSK	Trzymaj	749,00	731,00	2010-04-07	766,00	14,0
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,50	2010-04-13	15,65	7,8
KĘTY	Trzymaj	120,36	108,00	2010-02-24	115,00	11,3
KGHM	Trzymaj	99,10	95,40	2010-05-27	93,70	5,7
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,50	2009-12-08	11,39	9,3
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,15	2010-05-28	18,90	16,7
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,75	2010-04-07	14,60	33,2
LOTOS	Redukuj	26,50	31,02	2010-04-07	31,40	10,3
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	61,45	2010-05-19	72,45	11,2
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,56	2010-04-27	4,84	18,7
MONDI	Trzymaj	67,30	67,90	2010-06-02	67,90	17,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	72,40	2010-05-06	68,30	13,5
NETIA	Trzymaj	4,30	4,83	2009-11-06	4,36	50,2
PBG	Redukuj	194,00	213,40	2010-06-02	213,40	14,2
PEKAO	Trzymaj	172,80	164,00	2010-03-05	165,50	16,2
PGE	Kupuj	27,90	20,50	2010-03-30	23,00	11,3
PGNiG	Kupuj	4,32	3,40	2010-03-24	3,70	9,9
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,30	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,35	2010-03-17	39,07	16,3
POLICE	Trzymaj	5,50	5,39	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,44	2010-06-02	4,44	13,2
POLNORD	Kupuj	51,60	37,70	2010-06-02	37,70	23,2
PZU	Trzymaj	358,80	348,60	2010-05-11	312,50	13,3
RAFAKO	Trzymaj	14,00	13,30	2010-06-02	13,30	18,0
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,25	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,55	2010-04-23	16,35	18,1
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,25	2010-05-06	4,14	17,1
TVN	Trzymaj	17,00	17,33	2010-05-19	18,00	20,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	81,00	2010-01-06	84,50	17,1
UNIBEP	Akumuluj	9,10	8,00	2010-05-14	7,90	13,9
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	63,90	2010-01-06	80,90	14,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Trzymaj	18,80	2010-05-06
AGORA	Trzymaj	Trzymaj	25,20	2010-05-27
ASBIS	Trzymaj	Redukuj	4,69	2010-05-10
ASTARTA	Sprzedaj	Sprzedaj	45,83	2010-05-11
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Akumuluj	15,10	2010-05-06
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	Redukuj	50,90	2010-05-07
EUROCASH	Redukuj	Trzymaj	18,60	2010-05-06
FAMUR	Trzymaj	Sprzedaj	2,03	2010-05-28
GETIN	Trzymaj	Redukuj	10,34	2010-05-06
GTC	Trzymaj	Trzymaj	23,90	2010-05-28
KGHM	Trzymaj	Redukuj	99,10	2010-05-27
KOPEX	Trzymaj	Trzymaj	18,46	2010-05-28
LW BOGDANKA	Kupuj	Kupuj	80,70	2010-05-19
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Trzymaj	78,20	2010-05-06
PBG	Sprzedaj	Sprzedaj	194,00	2010-05-13
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	5,16	2010-05-06
POLNORD	Kupuj	Kupuj	51,60	2010-06-02
PZU	Trzymaj		358,80	2010-05-11
RAFAKO	Akumuluj	Trzymaj	14,00	2010-05-20
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	Redukuj	4,16	2010-05-06
TVN	Trzymaj	Trzymaj	17,00	2010-05-19
UNIBEP	Akumuluj	Trzymaj	9,10	2010-05-14
WSiP	Zawieszona	Trzymaj		2010-05-06

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CIECH	Kupuj	Akumuluj	39,20	2010-06-02
ENEA	Kupuj	Akumuluj	21,24	2010-06-02
HANDLOWY	Kupuj	Akumuluj	90,90	2010-06-02
MONDI	Trzymaj	Redukuj	67,30	2010-06-02
PBG	Redukuj	Sprzedaj	194,00	2010-06-02
POLICE	Trzymaj	Redukuj	5,50	2010-06-02
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Akumuluj	5,16	2010-06-02
RAFAKO	Trzymaj	Akumuluj	14,00	2010-06-02

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	2	5	31	6	11	0	0	9	2	8
procent	3,6%	9,1%	56,4%	10,9%	20,0%	0,0%	0,0%	47,4%	10,5%	42,1%

Banki

Podaż pieniądza M3

Podaż pieniądza M3 spadła o 1 mld PLN w kwietniu br. Od strony podażowej obserwowaliśmy spadek depozytów gospodarstw domowych (o ponad 0,9 mld PLN m/m), spadek w segmencie przedsiębiorstw (o 2,5 mld PLN m/m), za to wzrost o prawie 2,5 mld PLN w pozostałych segmentach, głównie za sprawą przyrostu depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (+2,15 mld PLN m/m). W skali roku portfel depozytów ogółem wzrósł o 6,9% R/R, przy depozytach gospodarstw domowych rosnących o niespełna 9% (9,5% R/R w marcu, tempo spada z miesiąca na miesiąc), depozytach przedsiębiorstw zwiększających się o 13% R/R (efekt niskiej bazy i przyrostu depozytów w marcu br.) i spadku w pozostałych segmentach o 11% R/R (najmocniejszy spadek w FUS). Po stronie popytowej obserwujemy spadek portfela należności o 1,6 mld PLN m/m. Motorem napędowym był spadek należności od niemonetarnych instytucji finansowych (o 4,9 mld PLN). Jednocześnie portfel kredytów gospodarstw domowych wzrósł o prawie 4 mld PLN m/m, a przedsiębiorstw spadł o prawie 0,84 mld PLN m/m. Portfel należności w skali roku wzrósł o 3,8%, przy kredytach gospodarstw domowych rosnących o nieco ponad 8% R/R, przedsiębiorstw spadających już o 7% R/R i pozostałych segmentach rosnących o 22% R/R (motorem są tu kredyty dla samorządów). Dane zgodne z naszym scenariuszem dla depozytów i kredytów w całym 2010 roku. Liczymy na odbudowę części wolumenów kredytów przedsiębiorstw w 2H10, chociaż obawiamy się, że nasza prognoza +3% R/R w kredytach dla przedsiębiorstw może okazać się zbyt optymistyczna (przyrost portfela kredytów dla przedsiębiorstw o około 11 mld PLN z obecnych poziomów).

Pengab spadł o 2,8 pkt m/m do 32,0 pkt w maju

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w maju o 2,8 pkt m/m do 32,0 pkt. Rok temu wskaźnik Pengab wynosił 13,5 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w maju 27,1 pkt i był niższy o 3,2 pkt wobec kwietnia, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz spadł o 2,6 pkt do 36,8 pkt. Zatrzymane zostały wzrosty na rynku depozytów złotowych bieżących - spadek zainteresowania odnotowano głównie ze strony podmiotów gospodarczych. Inaczej kształtował się rynek lokat terminowych: wyraźnie osłabienie nastąpiło w segmencie klientów indywidualnych. Przewiduje się, że to początek zmian in minus na rynkach depozytów złotowych. Po kwietniowych wzrostach na rynkach kredytów złotowych, nastąpiło zatrzymanie zmian. O ile dla klientów korporacyjnych przewiduje się stabilizację akcji kredytowej, o tyle dla odbiorców indywidualnych jest to prawdopodobnie początek spadków (dotyczy to kredytów konsumenckich i - przede wszystkim - mieszkaniowych). Tej sytuacji towarzyszy spadek cen kredytów i spadek liczby kredytów zagrożonych. W ubiegłym roku w maju Pengab odnotował swój dołek z okresu ostatniego spowolnienia. Od tamtej pory nastroje poprawiają się, a Pengab w styczniu przekroczył barierę 30 pkt. Maj często w przeszłości przynosił spadek wskaźnika nastrojów wśród bankowców. Uważamy, że czeka nas okres nieco słabszych ocen w zakresie segmentu klienta detalicznego (sytuacja na rynku pracy, relokacja oszczędności do innych form oraz wysoka baza z ubiegłego roku wpływają na spadające tempo wzrostu). Na wzrost wolumenów w przypadku przedsiębiorstw trzeba naszym zdaniem poczekać, a to nowa sprzedaż naszym zdaniem wpływa na oceny pracowników placówek.

Banki oczekują poprawy zysków w 2010 roku

KNF, na podstawie informacji z banków dotyczących planów na 2010 rok (przesyłanych do niej w styczniu i lutym br.) oczekuje, że zysk netto sektora wzrośnie o około 30% w 2010 roku. Ich zdaniem o 6% spadną rezerwy, za to wynik odsetkowy wzrośnie aż o 13%, a wynik prowizyjny o 18%. Oczekują jednocześnie utrzymania kosztów pod kontrolą (+4%). KNF twierdzi, że wśród banków, jedna trzecia oczekuje pogorszenia wyników, a 11 zapowiada stratę (w 5 bankach rzędu 50 – 200 mln PLN). Uwzględniając plany banków, KNF podała w raporcie, że w tym roku portfel kredytów klientów indywidualnych wzrośnie o 8% (w tym kredytów mieszkaniowych o około 14%), a firm o 15%. Bankowcy oczekują, że depozyty klientów indywidualnych urosną o 9% a firm o 5%. Banki oczekują, że suma bilansowa w 2010 roku wzrośnie o ok. 11%. Zdaniem komisji portfel kredytów zagrożonych w gospodarstwach domowych wzrośnie w tym roku o około 18% (22,4 mld PLN na konie 2009 roku), w tym kredyty mieszkaniowe o 33%. Kredyty zagrożone dla przedsiębiorstw mają wzrosnąć o około 6%. Dane w dużej mierze zbieżne z naszymi oczekiwaniami dla pokrywanych banków. Nasza prognoza dla ośmiu pokrywanych banków wskazuje, że ich łączny zysk netto wzrośnie o około 29% w 2010 roku. Oczekiwane przez nas główne czynniki poprawy wyników są zgodne z oczekiwaniami banków. Oczekujemy poprawy wyniku odsetkowego o 16%, wyniku prowizyjnego o 12%, wzrostu wydatków o 4%, spadku rezerw o 18%. Łączna prognoza dla wzrostu aktywów w pokrywanych przez nas bankach sięga +9%, co w głównej mierze spowodowane jest wzrostem po stronie wolumenów biznesowych (kredyty netto i depozyty wzrost o około 8%). Uważamy, że trendy obserwowane w bankach giełdowych mogą nieco odbiegać od trendów w całym sektorze (wyższe rezerwy w ubiegłym roku ze względu na problem opcji), jednak nasze oczekiwania są zbieżne co do trendów i czynników podnoszących wyniki. Pozytywnie ocenić należy fakt, że banki oczekują wzrostu przychodów. Jednocześnie wskazujemy obszary, gdzie oczekiwania sektora są

znacznie bardziej optymistyczne niż nasze. Oczekujemy wzrostu kredytów gospodarstw domowych o 9%, a przedsiębiorstw o 3% R/R. W zakresie gospodarstw domowych oczekiwania banków są zgodne z naszymi założeniami (również oczekujemy szybszego przyrostu po stronie kredytów mieszkaniowych rzędu kilkunastu procent). Jednak uważamy, że banki nazbyt optymistycznie podchodzą do wzrostu portfela kredytów przedsiębiorstw (+15% R/R). Uważamy, że w tym roku popyt na kredyty będzie niewielki ze względu na niepewność, niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych i zaostrzone podejście banków. Podane oczekiwania wynikają z planów banków, a te jak wiemy z ostatnio publikowanych strategii, kładą nacisk na finansowanie przedsiębiorstw (w tym szczególnie MSP). Obawiamy się o konkurencję w tym obszarze, bo widać, że wszystkie banki mają w tym zakresie ambitne plany. Jednocześnie oczekujemy wzrostu portfela depozytów gospodarstw domowych o 5,4% i przedsiębiorstw o 17%. Są to założenia rozbieżne z oczekiwaniami banków, które silniejszego wzrostu oczekują w obszarze klientów indywidualnych (+9%) niż przedsiębiorstw (+5%). Naszym zdaniem przedsiębiorstwa będą generowały gotówkę dzięki poprawiającym się wynikom, a trudna sytuacja na rynku pracy w 1H10 oraz relokacja oszczędności z wysokooprocentowanych lokat zahamuje wzrost depozytów gospodarstw domowych. Optymistycznie bankowcy podchodzą do należności nieregularnych, jednocześnie bardzo pesymistycznie odnosząc się do poziomu rezerw. Nie widzimy potrzeby zmiany naszego scenariusza dla banków.

Zysk netto sektora bankowego w 1Q10 wzrósł do 2,53 mld PLN

Zysk netto sektora bankowego w 1Q10 roku wyniósł 2,53 mld PLN (+18,6% R/R). Wynik działalności bankowej wzrósł w 1Q10 do 15,62 mld PLN (+5,5% R/R). Wynik z tytułu odsetek sięgnął 7,21 mld PLN (+14,8% R/R). Koszty działalności wyniosły 6 mld PLN, spadając o 2% R/R. Rezerwy z tytułu utraty wartości wyniosły 2,79 mld PLN vs. 2,7 mld PLN w 1Q09. Współczynnik wypłacalności sektora na koniec 1Q10 wynosił 14,1% (11,1% rok wcześniej i 13,3% kwartał wcześniej). Depozyty przedsiębiorstw wyniosły 157,4 mld PLN (+12% R/R), a depozyty gospodarstw domowych wyniosły 390,2 mld PLN (+9% R/R). KNF opublikował również udział kredytów na nieruchomości w kredytach ogółem dla przedsiębiorstw. Po 1Q10 stanowiły one około 22% wszystkich kredytów dla tego segmentu i ich udział nie zmienił się istotnie w relacji do ubiegłego roku. Portfel kredytów dla przedsiębiorstw spadał 11% R/R, w tym portfel kredytów dla przedsiębiorstw na nieruchomości o około 10% R/R. Kredyty dla gospodarstw domowych sięgnęły prawie 411 mld PLN i wzrosły o 5% R/R. Dane są zgodne z naszym scenariuszem dla sektora w całym 2010 roku. Motorem wzrostu wyników są poprawiające się przychody, gdzie głównym czynnikiem jest poprawiający się wynik odsetkowy. Koszty utrzymywane są pod kontrolą, a rezerw jeszcze nie spadają, choć trend wzrostowy został już zahamowany. Poziomy poszczególnych pozycji będą się zmieniały (oczekujemy kontynuacji wzrostu przychodów, przy rosnących w kolejnych kwartałach wydatkach i spadających rezerwach), jednak trendy pozostaną takie jak w 1Q10.

Jakość należności w sektorze na koniec marca 2010

Wskaźnik niespłacanych kredytów w segmencie przedsiębiorstw wyniósł 10,77% (10,31% na koniec 2009 roku), a wskaźnik w gospodarstwach domowych sięgnął 6,52% (5,94%). Szacujemy, że wskaźnik dla obu segmentów ogółem wynosił około 7,9%. Pokazane dane są zgodne z naszym styczniowym scenariuszem na 2010 rok. Oczekujemy, że wskaźnik niespłacanych kredytów sięgnie około 9% na koniec 2010 roku, przy kredytach przedsiębiorstw na poziomie ok. 12,8% i kredytach gospodarstw domowych około 6,6%. Oczekujemy, że motorem napędzającym rezerwy w tym roku będą gospodarstwa domowe (9 mld PLN z 13,5 mld PLN nowych NPL w tym roku), a większość NPL zostanie wygenerowanych w 1H10. Z tego względu przejściowo wskaźnik NPL w segmencie gospodarstw domowych może być wyższy niż szacowane przez nas 6,6% na koniec roku. Wynika to z efektów bazy (szybki przyrost NPL w 1H10 vs. stopniowy wzrost portfela kredytów brutto).

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych sięgał prawie 228 mld PLN na koniec kwietnia i był o 8,6% wyższy niż rok wcześniej. Wzrost w relacji do marca wyniósł 3,4 mld PLN (1,7 mld PLN w kredytach złotówkowych, 1,7 mld PLN w kredytach walutowych). Udział kredytów walutowych w kredytach na nieruchomości ogółem wynosił 62% (w kwietniu 2009 wynosił 68%). W marcu przyrosty portfela były nieco wyższe (2,5 mld PLN w kredytach złotówkowych, spadek o 0,5 mld PLN kredytów denominowanych w obcych walutach w stałym kursie walutowym), jednak mogło to być spowodowane przesunięciami w uruchamianiu kredytów w wyniku ciężkiej zimy (nie ruszyła część budów, choć formalności związane z kredytem zostały załatwione). W kwietniu złotówka osłabiła się o 0,7 względem CHF i o 1% względem EUR. Wpływ wahania kursu walutowego szacujemy na ok. 1 mld PLN. Przyrost portfela w stałym kursie walutowym szacujemy na ok. 2,4 mld PLN, a sprzedaż w kwietniu na około 3,6 – 3,8 mld PLN.

W 1Q10 udzielono 9,8 mld PLN (48,3 tys. sztuk) kredytów hipotecznych - AMRON/ZBP

Liczba czynnych umów kredytowych wzrosła do 1,44 mln, a ich wartość do 217,6 mld PLN.

Wartość kredytów mieszkaniowych udzielonych w 2010 roku może sięgnąć 55 mld PLN, w kredytowaniu nieruchomości rosnąć będzie udział EUR. W raporcie podano, że w porównaniu do analogicznego okresu z 2009 r. poziom akcji kredytowej wzrósł o 29%. Za tak dużym wzrostem stały następujące czynniki: (i) popyt na kredyty mieszkaniowe, (ii) zmiana polityki banków w zakresie udzielania kredytów ze wskaźnikiem LTV powyżej 80%, (iii) wzrost udziału kredytów ze wsparciem programu RnS, (iv) rosnąca konkurencyjność oferty kredytowej banków. 77,2% kredytów udzielonych zostało w PLN, 18,3% w EUR, zaś 4,3% w CHF. W 1Q10 zrealizowano 20 – 21% naszej całorocznej prognozy na poziomie 45 – 48 mld PLN. Uważamy, że oczekiwania ZBP w zakresie sprzedaży (55 mld PLN) są zbyt optymistyczne. Oznaczałoby to, że w ciągu kolejnych trzech kwartałów zostanie sprzedanych 45 mld PLN kredytów hipotecznych, co przekłada się na średnią miesięczną sprzedaż na poziomie 5 mld PLN. Uważamy, że na pewno zdarzą się miesiące w tym roku, gdy miesięczna sprzedaż sięgnie tych poziomów (na razie nie było takiego miesiąca), jednak optymistyczne jest założenie, że taki poziom utrzyma się chociażby w okresie zimowym.

Kredyty hipoteczne – jakość portfela

Według danych KNF tylko 21 tys. kredytów hipotecznych nie jest spłacanych terminowo. W liczbie tej, 12 tysięcy to umowy, przy których problemy pojawiły się w 2H09. Łącznie portfel tych kredytów wyniósł 3,2 mld PLN. Banki obsługują w sumie 1,5 mln rachunków kredytów mieszkaniowych. Portfel kredytów hipotecznych na koniec 2009 roku sięgał 216,4 mld PLN. W obliczeniach KNF uwzględniło kredyty, przy których opóźnienie przekroczyło 30 dni. A takie opóźnienie nie jest jeszcze powodem do wypowiedzenia umowy kredytowej. Wzrost kwoty zadłużenia był w 2009 r. mniejszy niż w 2008 r., jednak wbrew obawom banki nie zaprzestały udzielania kredytów – liczba umów kredytowych (w ujęciu netto) zwiększyła się o blisko 142 tys. sztuk, podczas gdy w 2008 r. było to 129 tys. sztuk. Wskaźnik kredytów z opóźnieniem w spłacie przekraczającym 30 dni do kredytów ogółem sięga 1,5% całego portfela. Obecnie mamy do czynienia z zaostrzoną polityką kredytową banków i stabilizującą się sytuacją w zatrudnieniu na polskim rynku. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że kredyty mieszkaniowe nie będą źródłem większych rezerw. Tym bardziej, że jest to wskaźnik dla kredytów z opóźnieniem w spłacie powyżej miesiąca. Wskaźniki z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni są znacznie niższe. W Millennium np. wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem w kredytach mieszkaniowych wynosił 0,9% na koniec 1Q10, podczas gdy kredyty z opóźnieniem ponad 90 dni stanowiły zaledwie 0,3% portfela i ich odsetek nie zmienił się R/R.

Ankieta NBP na temat rynku kredytowego

Wyniki ankiety przeprowadzonej przez NBP wskazują, że tendencja zaostrzania polityki kredytowej w bankach utrzymuje się już tylko w obszarze kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Banki drugi kwartał z rzędu łagodziły nieznacznie kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. Część banków zaostrzyła lekko kryteria udzielania kredytów hipotecznych, czemu jednak towarzyszył spadek marż. Banki korzystniej postrzegają perspektywy kondycji finansowej przedsiębiorstw. Negatywnie za to postrzegają ekonomiczną sytuację gospodarstw domowych. Należności nieregularne wciąż są główną przyczyną zaostrzania polityki kredytowej w bankach. Banki odczuły rosnący popyt na kredyty ze strony małych i średnich przedsiębiorstw oraz w kredytach hipotecznych (chociaż tutaj odpowiedzi banków były zróżnicowane). Z drugiej strony spadek popytu nastąpił w obszarze kredytów konsumpcyjnych oraz krótkoterminowych kredytów dla firm. W drugim kwartale br. banki spodziewają się wzrostu popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw (szczególnie w obszarze kredytów krótkoterminowych) oraz dalszego łagodzenia kryteriów ich przyznawania. Jednocześnie oczekują utrzymania polityki kredytowej w kredytach mieszkaniowych oraz dalszego jej zaostrzania w przypadku kredytów konsumpcyjnych. W obu obszarach spodziewany jest jednak wzrost popytu. Wyniki ankiety są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy jednak, że większa chęć banków do udzielania kredytów nie przełoży się na dynamiczny wzrost portfela w tym roku, szczególnie w segmencie przedsiębiorstw. Na koniec marca portfel kredytów dla przedsiębiorstw spadał o 1,5% YTD oraz 9% R/R. Uważamy, że w całym 2010 roku portfel wzrośnie o około 3%. Duża część firm wciąż chce restrukturyzować bilanse, a niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz poprawiające się wyniki pozwalają na spłatę zadłużenia. Jednocześnie w przypadku gospodarstw domowych oczekujemy niskich jednocyfrowych dynamik wzrostu w obszarze pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych i szybciej rosnącego portfela kredytów hipotecznych. Wyniki ankiety póki co wskazują, że banki powoli zaczynają otwierać się na większe wolumeny sprzedaży. Naszym zdaniem minie jeszcze chwila, zanim klienci również będą zainteresowani kredytami.

Banki liczą na powrót koniunktury

Zgromadzeni na dorocznym forum Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju bankowcy liczą, że ten rok będzie dla nich powrotem do normalności. Twierdzą, że stanie się to szybciej jeśli pojawi się popyt na kredyty. Firmy nie inwestują, a bezrobocie sprawia, że klienci indywidualni nie chcą się zadłużać - powiedziała Debora Revoltella, główna ekonomistka UniCredit na Europę Środkowo-Wschodnią. W tym roku wskaźnik kredytów nieregularnych osiągnie najwyższy od 2002 r. poziom. Według Stepica będzie wynosił on 10-12% w naszym regionie

Europy. Natomiast Debora Ravoltella prognozuje 15% na koniec 2010 r. (w tym dla Polski 8,9%). Zgodne z naszymi prognozami. Oczekujemy, że wskaźnik NPL/Kredyty brutto w Polsce sięgnie około 9% na koniec 2010 roku. Jednocześnie oczekujemy bardzo małego przyrostu portfela kredytów przedsiębiorstw.

Sprzedaż pośredników kredytowych w 1Q10

W 1Q10 spółki należące do Związku Firm Doradztwa Finansowego pośredniczyły w sprzedaży kredytów hipotecznych o wartości 2,75 mld PLN (wzrost o 10% R/R, 2,49 mld PLN w 1Q09). Zdaniem ZFDF jest to efekt złagodzenia polityki kredytowej banków. Jednocześnie sprzedaż była niższa niż w 4Q09, gdy podmioty zrzeszone w ZFDF pośredniczyły w sprzedaży kredytów hipotecznych o wartości 3,05 mld PLN. Zdaniem przedstawicieli to efekt srogiej zimy, która zahamowała popyt. Firmy doradztwa pośredniczą w sprzedaży około 25% kredytów hipotecznych. Spadek wolumenu sprzedaży w 1Q10 w relacji do 4Q09 jest zgodny z trendami w nowej sprzedaży na całym rynku. Sprzedaż kredytów hipotecznych w 4Q09 w całym sektorze była wyższa niż w 1Q10. Odpowiedzialne za to były słabe styczeń i luty. Banki również tłumaczyły niższą sprzedaż warunkami pogodowymi. Uważamy, że przyczyn słabej sprzedaży szukać należy również w sytuacji na rynku pracy i wstrzymaniu decyzji przez część klientów w oczekiwaniu na lepsze warunki kredytowania jakie na początku roku zapowiedziały banki. Widać jednocześnie, że marzec przyniósł wyraźne ożywienie i wzrost miesięcznej sprzedaży powyżej średnich poziomów z 4Q09. Oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży w 2Q10. Uważamy, że pośrednicy finansowi będą pośredniczyli w 25 – 30% wolumenów na rynku kredytów hipotecznych. Największym podmiotem pozostaje Open Finance, pośredniczył w sprzedaży kredytów o wartości 1,57 mld PLN.

Zmiana prawa – zmiana procedur przejęcia banków

KNF nie będzie już wydawała zgód na zakup akcji banków. Będzie mogła jedynie wyrazić swój sprzeciw, o ile dopatrzy się nieprawidłowości. Będzie miała na to 60 dni od daty otrzymania wszystkich dokumentów. Sejm przyjął nowelizację prawa bankowego. Zdaniem W. Kwaśniaka, byłego szefa nadzoru bankowego, jest to złe rozwiązanie. Ograniczy ono pozycję negocjacyjną nadzoru i utrudni mu uzyskiwanie zobowiązań od inwestorów w ważnych dla stabilności polskich bankach. Nowelizacja dostosowuje przepisy prawa do norm europejskich. Jednak w krajach takich jak Francja czy Wielka Brytania zgody nie zastąpiono sprzeciwem. Nowelizacja wprowadzi również nowe progi nabywanych pakietów akcji banku, które objęte są obowiązkiem zawiadomienia KNF. Obecnie jest 7 progów, a będą 4 (10%, 20%, 30% i 50%). Dobra wiadomość dla inwestorów w kontekście sprzedaży udziałów w BZ WBK. Może to naszym zdaniem istotnie przyspieszyć proces przejęcia udziałów od momentu ogłoszenia transakcji, do momentu pozyskania wszystkich zgód (do tej pory dość długi proces). Jednak nie sposób nie zgodzić się z byłym szefem nadzoru, że utrudni to działania nadzorcy.

Wpływ Bazylei III na polskie banki

Nowe przepisy (tzw. Bazylea III) mogą wejść w życie za mniej więcej dwa lata i dotyczą m.in. poziomu wymaganego kapitału, wskaźników płynnościowych, kredytów walutowych, sposobu tworzenia rezerw, a nawet wynagrodzeń dla bankowców. Bazylejskiemu Komitetowi Nadzoru Bankowego w związku z ostatnim kryzysem chodzi przede wszystkim o zmniejszenie ryzyka w sektorze bankowym. Obecnie niektóre europejskie banki uwzględniają w kapitałach podstawowych (tzw. Tier 1), według których oblicza się ich współczynnik wypłacalności, np. niektóre instrumenty hybrydowe czy akcje preferencyjne. Po wejściu nowych regulacji (w zależności od ich ostatecznego kształtu) nie będą tego mogły robić, co oznacza, że sporo z nich może potrzebować dodatkowego kapitału. To jednak nie wpłynie na polskie banki. Dla nich groźniejsze są regulacje dotyczące płynności. Banki będą zmuszone mieć długoterminowe finansowanie długoterminowych kredytów. To znaczy, że nie będą mogły, tak jak dotychczas, z lokat na 3 czy 6 miesięcy finansować kilkuletnich, czy też 20 – letnich kredytów. O wpływie przepisów Bazylea III na polskie banki pisaliśmy już przy okazji strategii na 2010 rok (raport z 19 stycznia). Uważamy, że wpłynie ona na polskie banki w ograniczonym zakresie, ze względu na dość nieskomplikowaną strukturę banków w Polsce, skupiającą się przede wszystkim na bankowości uniwersalnej skierowanej na klienta. Naszym zdaniem obawiać należy się wpływu Bazylei III na spółki matki banków w Polsce. Naszym zdaniem spółki matki mogą zostać zmuszone do restrukturyzacji bilansu i poprawy jakość kapitałów, a to naszym zdaniem może wymusić falę przejęć na naszym rynku.

Kredyty samochodowe: Getin Bank i Santander Consumer Bank liderami rynku

Z danych zebranych przez Open Finance i IBRS Samar wynika, że Getin Bank i Santander Consumer Bank wciąż dominują na rynku kredytów samochodowych. Rynkowy udział Getinu to obecnie 33,33%, a Santandera – 22,75%. Znaczny wzrost dystansu między obydwoma graczami wynika, z rosnącej sprzedaży Getin Noble Banku (+5,4% R/R), przy spadającej w Santander (prawie -20% R/R). Cały rynek kredytów samochodowych nadal się kurczy. W 1Q10 wartość nowych kredytów na zakup samochodów spadła o 7,9% R/R do 1,17 mld PLN. Na spadek wpływ miała m.in. trudna zima z dużą ilością śniegu. Według Samar liczba rejestrowanych samochodów w 1Q10 spadła o 3% R/R.

Wyniki BOŚ i Nordea BP

Nordea Bank miał 51,9 mln PLN zysku netto w 1Q10 (+96% R/R). Prezes Nordea wskazuje na fakt, że bank nie przestał finansować przedsiębiorstw i ciągle udzielał kredytów klientom indywidualnym, co teraz procentuje. Portfel kredytowy Nordea zwiększył się do 16 mld PLN (z 14,8 mld PLN po 1Q09). Z tego ponad 9 mld PLN to kredyty hipoteczne. Bank chce sprzedawać ich coraz więcej. Zwrot na kapitale w Nordea Bank sięgnął 19,6%. BOŚ miał 19,5 mln PLN zysku netto (+183% R/R). Na poprawę wyników wpłynęły niższe rezerwy zawiązywane w 1Q10. W 1Q09 przekraczały one 20 mln PLN, podczas gdy w 1Q09 wyniosły ok. 3 mln PLN. Prezes BOŚ oczekuje dalszej poprawy. Bank chce zwiększać sprzedaż produktów bankowych, spodziewa się również rozwiązania rezerw utworzonych na pożyczki dla trzech zagranicznych banków (m.in. jedna ukraińska instytucja już zaczęła spłacać swoje zobowiązania). Wyniki poprawiają się istotnie, gdyż 1Q09 był najsłabszym kwartałem dla sektora (efekt bazy).

Bank Pocztowy wejdzie na giełdę w przyszłym roku

W strategii rozwoju banku do 2013 roku, zatwierdzonej przez Radę Nadzorczą banku, planowane jest pozyskanie z giełdy 250 – 350 mln PLN. W październiku br. do KNF ma trafić prospekty emisyjny. Nowa strategia na lata 2010 – 2013 zakłada: (i) wzrost zysku z 11,2 mln PLN obecnie do 90,5 mln PLN w 2013 roku, (ii) wejście do dwudziestki największych banków w Polsce (na koniec 2009 roku w czwartej dziesiątce), (iii) wzrost portfela kredytów z 1,9 mld PLN do 8,6 mld PLN (w tym 3,1 mld PLN kredyty hipoteczne), (iv) wzrost bazy depozytowej z 2,7 mld PLN do 9,6 mld PLN. Bank ma obecnie 540 tys. klientów, chce aby liczba ta wzrosła do 1,5 mln. Ze względu na profil klienta (mieszkańcy mniejszych miejscowości) i nastawienie na klienta „nieubankowionego", bank musi iść w ilość, aby zwiększać poziom przychodów. To zapewni mu osiągnięcie masy krytycznej, która pozwoli na realizację zysków na poziomach około 100 mln PLN. W 1Q10 bank sprzedał 40 tys. rachunków i pozyskał 45 tys. klientów detalicznych. Co miesiąc udziela kredytów hipotecznych o wartości 30 – 40 mln PLN, jednak chce zwiększyć ten wolumen do 70 mln PLN.

BGŻ na sprzedaż

Jeśli nie uda się sprzedać posiadanych 37,2% akcji BGŻ na rzecz holenderskiego Rabobanku lub innego inwestora strategicznego, to wówczas można się spodziewać oferty publicznej banku w 2011 r., powiedziała Joanna Schmid, wiceminister skarbu. Wg gazet Skarb Państwa pozyska ze sprzedaży co najmniej 0,8 mld PLN. Holendrom, którzy co prawda mają kontrolę nad BGŻ, zależy na odkupieniu akcji od rządu, a nie na wpuszczaniu mniejszościowego akcjonariusza. Ta grupa finansowa nie potrzebowała państwowego wsparcia finansowego ze względu na kryzys. Jak twierdzą analitycy, Rabo ma pieniądze. Stać ich także na przejęcie wystawionego na sprzedaż pakietu akcji BZ WBK. Niewykluczone, że rozmowy z inwestorem przyspieszyły w związku z pomyślnym finałem sprawy PZU. Naszym zdaniem istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, że udziały Skarbu Państwa zostaną odkupione przez Rabobank, dotychczasowego inwestora branżowego w BGŻ.

KNF — zgoda na przejęcia udziałów w Oddziale BNP Paribas i AIG Bank Polska

KNF zgodziła się na zakup przez Fortis Bank Polska SA zorganizowanej części przedsiębiorstwa bankowego BNP Paribas SA Oddział w Polsce. Komisja zgodziła się też na wykonywanie do 75% i więcej głosów na ZWZA AIG Bank Polska przez Santander Consumer Bank. O procesach przejęcia udziałów wiadomo było już wcześniej. Obecnie trwa etap finalizacji transakcji.

BPH – Data rezygnacji prezesa zarządu

Bank podał, że dotychczasowy prezes BPH, Józef Wancer, który wcześniej zapowiedział chęć odejścia na emeryturę w tym roku, zakończy pełnienie funkcji z dniem 31 lipca br. Naszym zdaniem nazwisko nowego prezesa możemy poznać jeszcze przed odejściem obecnego prezesa. Uważamy, że proces poszukiwania następcy zaczął się na tyle z wyprzedzeniem, że właściciele banku mieli czas na wytypowanie odpowiedniej osoby.

BPH – Aktualizacja strategii

Bank BPH miał w 1Q10 54 mln PLN straty netto (wobec 20 mln PLN zysku rok wcześniej). Na wynikach zaważyło prawie 250 mln PLN odpisów, głównie na zagrożone kredyty detaliczne. BPH przyjął aktualizację Strategii przebudowy platformy biznesowej BPH po połączeniu. Bank skupi się na klientach indywidualnych, segmencie klientów zamożnych oraz małych i średnich przedsiębiorstwach. Chce oferować proste produkty. Po wnikliwej analizie dochodowości poszczególnych produktów bankowych wraz z ich profilami ryzyka, działania biznesowe BPH skoncentrują się na pięciu filarach: kredytach gotówkowych, kartach kredytowych, rachunkach bieżących i depozytach, bankowości dla MŚP i średniej wielkości przedsiębiorstw. Bank zamierza uplasować się w pierwszej piątce pod względem kart i kredytów gotówkowych. W celu skierowania zasobów do tych wiodących produktów i segmentów oraz przywrócenia zyskowności BPH, w ciągu najbliższych 18 miesięcy wygaszana będzie działalność w zakresie finansowania sprzedaży ratalnej i kredytowania samochodów przez pośredników. Będą również trwały dalsze prace nad optymalizacją sieci placówek poprzez konsolidację istniejących oraz

rozwój nowych w atrakcyjnych lokalizacjach, a także nad integracją i unowocześnieniem platformy internetowej. W związku z aktualizacją planów, bank zawarł porozumienie ze związkami zawodowymi w kwestii ograniczenia zatrudnienia. Do końca 2011 roku zwolnionych zostanie 1472 osób. Jest to trzeci program zwolnień grupowych w ostatnim okresie. Bank zakłada, że odpisy na niepracujące kredyty ulegną poprawie, wskaźnik kosztów do dochodów spadnie poniżej 60% do 2012 roku, a zysk netto będzie rósł przy wzroście marży dochodowej i stabilnym poziomie należności. Bank liczy, że podjęte działania pozwolą na odzyskanie zyskowności w czwartym kwartale br., choć cały 2010 roku zamknie się stratą. Bank ma poważne problemy i aktualizacja strategii jest wymagana m.in. z powodu programu naprawczego w KNF. Nie wiemy na jakiej podstawie bank dokonał weryfikacji atrakcyjności poszczególnych segmentów. Dodatkowo bank w nowej strategii nie mówi nic na temat kredytów hipotecznych oraz kredytów dla dużych firm. Wcześniej były to produkty oferowane przez BPH. Obecnie bank chce się stać bankiem skupionym na consumer finance z dodatkiem małych i średnich przedsiębiorstw.

BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 205,1 PLN **Cena docelowa: 200,5 PLN**

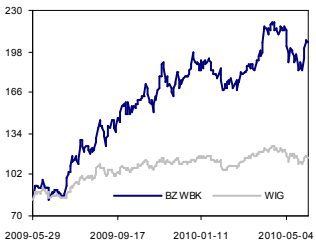
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 797,8	15,0%	1 914,0	6,5%
Marża odsetkowa	3,3%	2,8%		3,2%		3,1%	
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,5	7,0%	3 694,0	6,6%
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%	
P/E	17,5	16,9		15,1		11,8	
P/BV	3,0	2,5		2,3		2,0	
D/PS	3,0	0,0		4,0		4,5	
Dyield (%)	1,5	0,0		2,0		2,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	73,0
MC (cena bieżąca)	14 964,2
Free float	29,5%
Zmiana ceny: 1m	*-5,9%*
Zmiana ceny: 6m	*18,3%*
Zmiana ceny: 12m	*120,5%*
Max (52 tyg.)	220,9
Min (52 tyg.)	83,0

** przed kosztami rezerw*



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 obecnej 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 2,5), (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. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Chętni na BZ WBK – spekulacje trwają

Obstawiany ostatnio w roli faworyta BNP Paribas niedawno oficjalnie zapowiedział brak chęci udziału w procesie. Według prasy również Societe Generale wycofał się z procesu. Zdaniem gazet w wyniku kryzysu w strefie euro, kilka zagranicznych grup finansowych, wcześniej bardzo zainteresowanych zakupem, mogło się wycofać. Pozostała lista chętnych, o której spekuluje prasa nie uległa zmianie: Santander, BBVA, Nordea, Raiffeisen, Grupa ING, Rabobank oraz UniCredit. W prasie spekuluje się również nt. dwóch największych polskich banków: Pekao i PKO BP. Z informacji prasowych wynika również, że proces sprzedaży udziałów w BZ WBK nabiera tempa i obecnie kompletowane są dane do przeprowadzenia due dilligence. W czerwcu do potencjalnych inwestorów zostaną wysłane memoranda informacyjne. Societe Generale nie wypowiadało się na temat ewentualnego udziału, bądź też rezygnacji z udziału w negocjacjach zakupu udziałów w BZ WBK. Z informacji póki co wynika, że memoranda nie zostały jeszcze rozesłane i nie wiadomo do końca, kto będzie brał udział w procesie. Finalizacja procesu przewidziana jest na przełom 4Q10 i 1Q11.

Różne scenariusze wyjścia z inwestycji w BZ WBK przez AIB

W ślad za spekulacjami, kto może być zainteresowany kupnem udziałów w BZ WBK, prasa spekuluje również na temat różnych scenariuszy dezinwestycji w BZ WBK przez AIB. *Puls Biznesu* spekulował, jak mogłaby zostać rozwiązana kwestia sprzedaży udziałów, w przypadku gdyby nie został on przejęty przez branżowego inwestora. Zdaniem gazety istnieje szansa na przejęcie banku przez konsorcjum składającego się z polskich instytucji (PKO BP, PZU, BGK, EBI, EBOR, OFE i TFI). Gazeta wymienia również możliwość narodowej fuzji (z PKO BP), wykup menedżerski oraz wejście do gry państwa. Gazeta Wyborcza podała, że szefowie irlandzkiego AIB dali Janowi Krzysztofowi Bieleckiemu dwa tygodnie na zmontowanie polskiego konsorcjum, które odkupiłoby udziały w BZ WBK. Za najbardziej prawdopodobny scenariusz wciąż uważamy przejęcie udziałów przez zagranicznego inwestora strategicznego. Jako mniej prawdopodobne, choć na drugim miejscu z listy uważamy przejęcie udziałów przez inny polski bank i tu obok PKO BP chcielibyśmy wymienić Pekao. Uważamy, że w przypadku przejęcia przez jeden z tych banków, kluczowa jest cena transakcji, gdyż synergie jakie można by osiągnąć po połączeniu byłyby ograniczone. Gazety w ostatnich dniach najwięcej piszą o narodowym konsorcjum, jednak my odnosimy się do tego planu z rezerwą. W momencie takiej transakcji PKO BP stałoby się udziałowcem jednego ze swoich głównych konkurentów. Fuzja w takiej sytuacji nie wchodziłaby w grę.

KNF o sprzedaży udziałów w BZ WBK

Przewodniczący KNF powiedział, że BZ WBK jako czwarty bank na rynku pod względem

funduszy własnych jest na tyle istotny systemowo, że komisja wyjątkowo wnikliwie będzie badać jego potencjalnych nowych właścicieli. Z tego też powodu zamierza się konsultować z rządem w sprawie decyzji dotyczących zgody na objęcie udziałów w polskiej instytucji. Stanisław Kluza nie dyskredytuje również żadnego ze sposobów sprzedaży akcji BZ WBK. Otwiera to drogę do przejęcia banku nie tylko dużym międzynarodowym grupom finansowym, które już zapowiedziały chęć kupna BZ WBK, ale także funduszom emerytalnym czy private equity, czy nawet obecnemu zarządowi (w drodze wykupu menedżerskiego z partnerami finansowymi). Niewykluczony jest więc również udział w tej transakcji PKO BP. Stanisław Kluza powiedział niedawno "Dziennikowi Gazecie Prawnej", że nie chciałby dopuścić do tego, by zagraniczna grupa bankowa, która dostała pomoc od państwa, kupiła świetnie radzący sobie na rynku polski bank. Naszym zdaniem BZ WBK zostanie przejęty przez zagraniczny bank.

Fitch potwierdził ratingi, perspektywa podniesiona do stabilnej

Fitch Ratings podwyższył perspektywę ratingu podmiotu („Long-term IDR") dla BZ WBK do Stabilnej z Negatywnej. Jednocześnie wszystkie ratingi dla BZ WBK zostały potwierdzone: Rating podmiotu na poziomie 'BBB+' (potrójne B z plusem), rating krótkoterminowy („Short-term IDR") na poziomie 'F2', rating indywidualny na poziomie 'C', rating wsparcia na poziomie '3'. Minimalny rating wsparcia został podtrzymany na poziomie „BB" (podwójne B). Podwyższenie perspektywy ratingu odzwierciedla zdolność banku do utrzymania wysokiej rentowności w warunkach pogarszającego się otoczenia zewnętrznego. Zdaniem Fitch, planowana sprzedaż udziałów przez AIB nie powinna wpłynąć znacząco na biznes banku w okresie przejściowym. Spekulacje dotyczące sprzedaży pakietu AIB pojawiały się na rynku od wielu miesięcy i nie spowodowały osłabienia pozycji rynkowej BZ WBK. Według Fitch Ratings BZ WBK nie może polegać na wsparciu od większościowego akcjonariusza ze względu na jego niski rating indywidualny („D/E") i ogłoszony plan sprzedaży udziałów w polskim banku.

Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 9,99 PLN **Cena docelowa: 10,34 PLN**

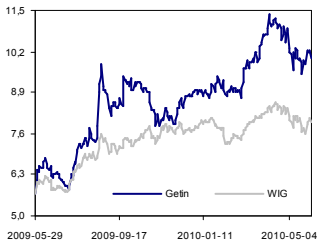
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 017,7	977,5	-3,9%	1 207,9	23,6%	1 329,9	10,1%
Marża odsetkowa	4,0%	2,9%		3,2%		3,2%	
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 208,4	5,4%	2 394,1	8,4%
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%	
P/E	14,0	25,8		13,1		10,5	
P/BV	2,0	1,9		1,6		1,4	
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	712,4
MC (cena bieżąca)	7 117,0
Free float	28,0%
Zmiana ceny: 1m	*-8,5%*
Zmiana ceny: 6m	*18,9%*
Zmiana ceny: 12m	*36,4%*
Max (52 tyg.)	11,4
Min (52 tyg.)	5,7

** przed kosztami 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 ok. 180 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. dosprzedaż produktów do istniejących portfeli kredytów). Wynik brutto za 1Q10, zgodnie z oczekiwaniami, sięgnął 64 mln PLN. Prognozy rynkowe wyznaczają zatem bardzo ambitny plan dla grupy na kolejne trzy kwartały. Uważamy, że zysk brutto za 2Q10 również nie przyniesie przełomu. Wyniki w dalszym ciągu będą pod presją rezerw, których ciężar przesunie się w kierunku kredytów mieszkaniowych. Szansą jest za to sprzedaż udziałów w TU Europa przez Getin Noble Bank (zysk na transakcji), co podniesie zysk brutto holdingu i wesprze współczynnik wypłacalności banku. W kontekście wysokich rezerw oczekiwanych w 2Q10 nie widzimy potencjału do dalszego wzrostu kursu akcji w najbliższych tygodniach. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q10 – pogorszenie jakości portfela kredytów hipotecznych

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki 1Q10 były bardzo słabe na tle prognozy zysku brutto na cały rok na poziomie 669 mln PLN. Oznacza to, że w kolejnych kwartałach wynik brutto w Getin Holding będzie musiał wzrosnąć do poziomów ok. 200 mln PLN kwartalnie. Uważamy, że lepsze wyniki bank zacznie pokazywać w drugiej połowie roku. Podtrzymujemy prognozę zysku brutto. Zagrożeniem dla naszej prognozy są rezerwy na złe kredyty. Wynik netto na poziomie 110 mln PLN był zgodny z naszą prognozą (111 mln PLN) i o 28% wyższy niż oczekiwania rynkowe (86 mln PLN). Na poziomie zysku brutto wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami (64 mln PLN) oraz oczekiwaniami rynku (62 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami (344 mln PLN) wynik był lepszy od naszej prognozy (290 mln PLN) i konsensusu rynkowego (298 mln PLN). In plus zaskoczył poziom wydatków, który sięgnął tylko 203 mln PLN (co do pewnego stopnia tłumaczyć można zmianą zasad wykazywania kosztów w Open Finance). Wynik na działalności bankowej uwzględniający również wynik na działalności ubezpieczeniowej, był o 30 mln PLN wyższy niż nasze oczekiwania, Przyczyną był wyższy wynik handlowy, gdzie obok zgodnego z oczekiwaniami wyniku z pozycji wymiany, znacznie lepsze niż w poprzednich kwartałach były wyniki z działalności finansowej i inwestycyjnej. Grupa w dalszym ciągu intensywnie pozyskuje depozyty. Relacja kredyty/depozyty spadła do 87%, jednak jest to efekt: (i) pozyskania istotnych wolumenów nowych depozytów dzięki sukcesowi sprzedaży produktów inwestycyjnych (przede wszystkim dystrybuowanych poprzez Open Finance), (ii) rewaluacji portfela walutowych kredytów hipotecznych, co spowolniło wzrost mimo utrzymania aktywności sprzedażowej (tutaj uwzględnić jednak należy fakt zmiany kwalifikacji części portfela kredytów, który wcześniej wykazywany był jako kredyty konsumpcyjne, a obecnie stanowi część kredytów mieszkaniowych).

TU Europa liczy na przeprowadzenie emisji akcji jeszcze w 1H10

TU Europa liczy, że jeszcze w 1H10 przeprowadzi emisję akcji, z której planuje pozyskać co najmniej 200 mln PLN. W maju KNF zatwierdziła prospekt emisyjny ubezpieczyciela. TU Europa planuje publiczną emisję do 1,575 mln akcji (ok. 20% kapitału) z wyłączeniem prawa poboru. Ostateczna wartość emisji może być większa, gdyż Getin Noble Bank może zdecydować się na sprzedaż 19,94% posiadanych akcji. Getin Noble Bank posiada łącznie 1,57

mln akcji, zatem podobny pakiet do planowanej nowej emisji. Koszt nabycia akcji przez GNB wyniósł 134 mln PLN. Sprzedaż akcji za około 200 mln PLN pozwoli zrealizować zysk na transakcji i podnieść współczynnik wypłacalności. Tylko zysk na transakcji będzie oddziaływał pozytywnie na współczynnik, gdyż posiadanie do 20% akcji ubezpieczyciela nie podnosi wymogów kapitałowych w banku.

Wartość produktów sprzedanych przez Open Finance wzrosła do 3,5 mld PLN (+53% R/R)

Wartość produktów kredytowych i inwestycyjnych sprzedanych za pośrednictwem Open Finance wyniosła 3,5 mld PLN w 1Q10 i była wyższa o 53% R/R. Wartość inwestycji łącznie (inwestycje dokonane) wzrosła w skali roku o 110% do 1,93 mld PLN. Wartość udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 1,57 mld PLN (+14% R/R). Wartość złożonych wniosków netto wzrosła do 2,68 mld PLN (+19% R/R). Sukces sprzedażowy to głównie zasługa dystrybucji produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych. Zapewniają one płynność w grupie, jednak nie przekładają się bezpośrednio na przychody prowizyjne w skonsolidowanych sprawozdaniach.

WZA zatwierdziło podniesienie ceny maksymalnej w programie buy-backu do 12,5 PLN z 5 PLN

Termin przeprowadzenia wykupu akcji własnych przedłużono do połowy 2012 roku. Maksymalną liczbę akcji objętych programem obniżono natomiast do 25 mln z uchwalonych wcześniej 50 mln. Liczba akcji sięga 3,5% wszystkich akcji Getin Holding.

Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 75 PLN **Cena docelowa: 90,9 PLN**

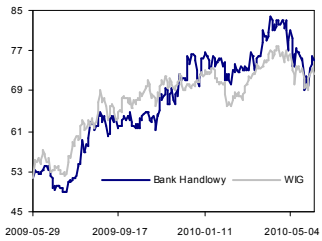
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 507,7	0,2%	1 560,7	3,5%
Marża odsetkowa	3,4%	3,8%		3,8%		3,7%	
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 482,6	2,7%	2 600,0	4,7%
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%	
P/E	16,3	19,4		15,5		11,3	
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,5	
D/PS	4,8	0,0		3,8		3,9	
Dyield (%)	6,3	0,0		5,0		5,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,7
MC (cena bieżąca)	9 799,5
Free float	25,0%
Zmiana ceny: 1m	*-7,4%*
Zmiana ceny: 6m	*10,3%*
Zmiana ceny: 12m	*41,5%*
Max (52 tyg.)	83,9
Min (52 tyg.)	49,0

** przed kosztami rezerw*



Wyniki 1Q10 były zgodne z naszymi oczekiwaniami (o 7% wyższy wynik netto i o 3% wyższy wynik operacyjny przed kosztami rezerw). Współczynnik wypłacalności znajduje się na poziomie 18,4%, co uzasadnia naszym zdaniem utrzymanie bardzo wysokich wypłat dywidend w kolejnych latach. Ciągle czynnikiem, który może pozytywnie zaskoczyć rynek jest realizacja 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 poziomy rocznych zysków. Nie uwzględniamy jednak takiego scenariusza w wycenie. Na ZWZA zaplanowanym na 28 czerwca przegłosowana będzie rekomendowana przez zarząd dywidenda na poziomie 3,77 PLN/ akcje. Przy obecnej wycenie rynkowej daje to stopę dywidendy brutto na poziomie 5%, najwyżej w sektorze. Podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj. Dzień prawa do dywidendy to 5 lipca, a akcje bez dywidendy notowane będą od 1 lipca.

Wyniki 1Q10

Wynik netto na poziomie 150 mln PLN o ponad 7% przewyższył naszą prognozę (140 mln PLN) oraz o 20% (125 mln PLN) konsensus rynkowy. W relacji do naszych prognoz niższe okazały się koszty (o prawie 4%) oraz odpisy na kredyty nieregularne (o 15%). W relacji do konsensusu rynkowego lepsze wyniki zanotowano również w przypadku wyniku odsetkowego (372 mln PLN vs. 358 mln PLN oczekiwanego). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw wynik był zgodny z oczekiwaniami (różnica 3% wynikała z niższych wydatków). Wynik na działalności bankowej wpisał się w naszą prognozę zarówno pod względem poziomu jak i struktury. In minus postrzegamy poziom wolumenów w banku. Portfel kredytów netto spadł o 3% Q/Q, a portfel depozytów obniżył się o 11% Q/Q. Mimo to suma bilansowa pozostała na niezmienionym poziomie, za co odpowiada wzrost zaangażowania w dłużne papiery wartościowe dostępne do sprzedaży. Nie widzimy przesłanek do rewizji naszych oczekiwań na 2010 rok wobec Banku Handlowego. Współczynnik wypłacalności skoczył już do 18,4% (Tier I), co naszym zdaniem uzasadnia jeszcze wyższe niż zakładane przez nas (80%) stopy wypłaty z zysków netto. Naszym zdaniem coraz bardziej prawdopodobne staje się wypłacenie w przyszłości dywidendy przekraczającej roczny zysk netto.

Perspektywy na 2Q10

Bank Handlowy spodziewa się utrzymania podwyższonego ryzyka kredytowego w 2Q10 w segmencie detalicznym. Jednocześnie chce przyspieszyć z akcją kredytową w segmencie korporacyjnym, a także zwiększyć wolumen kredytów hipotecznych. Oczekuje rosnącego zadłużenia na kartach kredytowych. Uważamy, że koszty ryzyka w segmencie detalicznym na wysokich poziomach utrzymają się jeszcze przynajmniej przez jeden kwartał. Wzrost wolumenów kredytowych oczekiwany jest przez bank praktycznie we wszystkich segmentach. Jest to pozytywna zapowiedź, po tym jak portfel kredytów netto spadł 3% Q/Q i prawie 17% R/ R.

ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 731 PLN **Cena docelowa: 749 PLN**

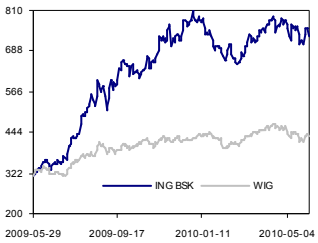
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 152,0	1 442,1	25,2%	1 539,3	6,7%	1 658,7	7,8%
Marża odsetkowa	1,9%	2,2%		2,5%		2,5%	
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 649,7	6,5%	2 847,6	7,5%
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%	
P/E	21,4	16,0		14,0		10,3	
P/BV	2,3	1,9		1,7		1,5	
D/PS	11,7	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	1,6	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	13,0
MC (cena bieżąca)	9 510,3
Free float	18,9%
Zmiana ceny: 1m	*-6,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-0,4%*
Zmiana ceny: 12m	*122,5%*
Max (52 tyg.)	810,0
Min (52 tyg.)	328,5

** przed kosztami rezerw*



Bank pozostał jednym z najaktywniejszych graczy na rynku kredytowym. Portfel kredytów wzrósł o 19% R/R i 5% Q/Q. Po słabszych niż oczekiwania wynikach 4Q09, 1Q10 przyniósł powrót do wyższych poziomów zysków. Było to jednak zgodne z oczekiwaniami rynku. Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje już utrzymanie pozytywnego momentum w wynikach ING BSK. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wzrost zaangażowanie zalecamy w wypadku korekty wyceny rynkowej.

Zgodne z oczekiwaniami wyniki 1Q10

Wynik netto na poziomie 178 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (różnica 3%). Wpływ na niego miały o 17% niższe saldo rezerw (10 mln PLN), przy wyniku operacyjnym przed kosztami rezerw o niespełna 3% poniżej naszych oczekiwań (7 mln PLN). Przychody były o zaledwie 6 mln PLN (1%) poniżej naszej prognozy, jednak ich struktura odbiegała od naszych prognoz. Przy niższym poziomie wyniku odsetkowego, który spada drugi kwartał z rzędu, znacznie lepszy był wynik handlowy (49 mln PLN vs. 35 mln PLN w założeniach). Wynik prowizyjny był tylko nieznacznie poniżej naszych prognoz (5 mln PLN, 2%). Duży plus, szczególnie na tle publikacji dwóch pozostałych banków wynika z szybkiego tempa przyrostu portfela kredytów (+19% R/R, +5% Q/Q). Bank pozostaje bardzo aktywny w pozyskiwaniu nowych wolumenów. Uważamy, że na wynik odsetkowy negatywnie wpływała spadająca rentowność obligacji, z kolei wysoka dynamika kredytów spowoduje w przyszłości utrzymanie poziomu przychodów odsetkowych i wzrost marży. Wyniki odbieramy neutralnie. Po 1Q10 bank zrealizował 26% naszej rocznej prognozy, przy czym wynik operacyjny przed kosztami rezerw osiągnął 23% naszej rocznej prognozy. Ewentualnie niższe saldo rezerw w 2010 roku w relacji do naszych oczekiwań nie ma wpływu na długoterminowe prognozy.

ING BSK skupione na kredytach hipotecznych

ING BSK oczekuje, że w kolejnych kwartałach głównym motorem wzrostu jego akcji kredytowej będą kredyty hipoteczne. Celem jest trzecia, czwarta pozycja na rynku. W sytuacji gdy banki muszą sprostać niskiemu zapotrzebowaniu na kredyty przedsiębiorstw oraz ze względu na sytuację na rynku pracy zaostrzyły się kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych, pozostaje mocniej wejść w rynek kredytów hipotecznych. Taki sam plan mają jednak wszystkie inne banki, co wróży dalszy spadek marż. Już obecnie marże są niższe niż jeszcze pół roku temu.

Bank chce pozyskiwać 1,2-1,3 tys. netto klientów z segmentu średnich firm rocznie

ING BSK chce pozyskiwać 1,2-1,3 tys. klientów netto z segmentu średnich przedsiębiorstw rocznie. Do tej pory w segmencie większych firm pozyskiwał 1,5 tys. firm rocznie, ale jednocześnie tracił 700-800. W segmencie średnich firm bank chce pozyskiwać więcej, nie tylko przez sieć doradców, ale również strony www, call – centre, sieć mobilnych agentów i oddziały detaliczne. Bank wprowadził także zmiany w ofercie pakietów dla firm m.in. obniżając opłaty za prowadzenie rachunku i przelewy. Średnie firmy mogą też założyć rachunek oszczędnościowy OKO, dotychczas dostępny dla klientów detalicznych i małych firm. Dochody wynikające z pozyskania nowych klientów widoczne będą dopiero za 2 lata, gdyż to właśnie taki okres mija zanim firmy zgłaszają większe zapotrzebowanie na kredyty. Obecnie bank obsługuje ok. 25 tys. klientów z segmentu średnich firm, które definiuje jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością o rocznych obrotach od 1,2 do 30 mln PLN. Udział w rynku ING BSK sięga 12%. Pozytywna informacja pokazująca, że bank nie zwalania tempa, jeśli chodzi o rozwój sumy bilansowej i wzrost aktywności. Nie będzie miała jednak przełożenia na wyniki w najbliższych kwartałach.

Kredyt Bank (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,75 PLN **Cena docelowa: 15,3 PLN**

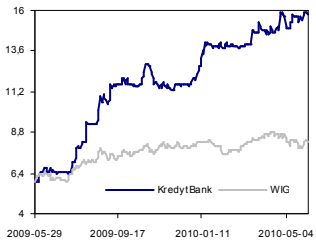
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 110,0	4,6%	1 174,5	5,8%
Marża odsetkowa	3,2%	2,7%		2,8%		2,9%	
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 597,3	4,4%	1 699,0	6,4%
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%	
P/E	13,2	123,8		33,2		9,7	
P/BV	1,6	1,7		1,6		1,4	
D/PS	0,5	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	3,3	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	271,7
MC (cena bieżąca)	4 278,6
Free float	7,7%
Zmiana ceny: 1m	*0,3%*
Zmiana ceny: 6m	*34,6%*
Zmiana ceny: 12m	*166,9%*
Max (52 tyg.)	15,9
Min (52 tyg.)	5,9

** przed kosztami rezerw*



Sprzedaż Żagla wpłynęła istotnie na poziom wydatków w grupie Kredyt Banku. Widoczne było to w wynikach za 1Q10. Wydatki spadły o 17% R/R i 14% Q/Q. Bank zamierza kontynuować oszczędności, co daje szansę na dalszą poprawę wyniku operacyjnego. Dzięki wydatkom ograniczonym w tak istotny sposób przy przychodach na niezmienionym poziomie, wynik operacyjny przed kosztami rezerw wzrósł o 28% R/R. Uważamy, że ograniczenie wydatków będzie motorem wzrostu wyników w kolejnych kwartałach tego roku. Oczekujemy jednocześnie, że przychody powoli będą się poprawiać, jednak nie w tak widoczny sposób jak ma to miejsce w przypadku spadku wydatków. Bank w dalszym ciągu tworzy istotne rezerwy na złe kredyty, jednak in plus należy ocenić ich spadek do 98 mln PLN w 1Q10 (koszty ryzyka 1,5% w 1Q10 vs. 3% w 2009 roku – uwzględniając wysokie rezerwy w 4Q09). Uważamy, że rezerwy utrzymają się na zbliżonych poziomach do 1Q10 w całym 2010 roku. W kolejnym roku oczekujemy ich istotnego spadku i wzrostu zysku netto do poziomu 442 mln PLN. Uważamy, że na obecną chwilę wycena dyskontuje odbudowę dochodowości w banku. Naszą prognozę na 2011 rok traktujemy jako bardzo ambitną. Jej realizacja zależna będzie od kosztu finansowania na rynku oraz wzrostu aktywności sprzedażowej w banku (która póki co nie jest widoczna). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q10 – solidny początek roku

Wynik netto na poziomie 60 mln PLN, był o 27% wyższy niż nasza prognoza, jednak ze względu na niski poziom realizowanych zysków duża różnica procentowa oznacza tylko 13 mln PLN wyższy zysk. Nastąpiło to dzięki niższym niż oczekiwania odpisom na kredyty zagrożone (98 mln PLN vs. prognoza 127 mln PLN, czyli 28 mln PLN różnicy). Wynik operacyjny przed kosztami rezerw był o prawie 5% poniżej naszej prognozy (co przekłada się na 9 mln PLN różnicy). Niższy wynik operacyjny przez rezerwami wynika z niższego poziomu przychodów. Wynik odsetkowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami (o 2 mln PLN niższy, co przekłada się na różnicę poniżej 1%). Wynik prowizyjny był poniżej naszych oczekiwań (80 mln PLN vs. 85 mln PLN w prognozie). Wynik handlowy był zgodny z prognozą. Nieco niższe od oczekiwań były również pozostałe przychody operacyjne (o 4 mln PLN). O 2 mln PLN niższe od oczekiwań okazały się koszty.

Kredyt Bank liczy na wzrost przychodów i dalszy spadek kosztów w kolejnych kwartałach

Kredyt Bank spodziewa się w kolejnych kwartałach wzrostu wyniku prowizyjnego i odsetkowego, przy spadku wyniki handlowego. Koszty banku nadal będą spadały m.in. w związku z optymalizacją sieci oddziałów. Do końca roku bank zamknie 10 oddziałów, a nie oznacza to końca przebudowy sieci. Uważamy, że istnieje dalszy potencjał do poprawy wyników, a dostrzegamy go przede wszystkim w wyniku prowizyjnym i kosztach, a w przyszłym roku również w spadku rezerw. Jednak sceptycznie podchodzimy do perspektywy dalszej poprawy wyniku odsetkowego. Uważamy, że będzie to bardzo wolny proces ze względu na spadek rynkowych stóp procentowych.

Kredyt Bank planuje w '10 pozyskać co najmniej 2,5 tys. nowych klientów MSP

Kredyt Bank planuje, że w 2010 roku pozyska co najmniej 2,5 tys. klientów z segmentu małych i średnich firm (bank ma na myśli firmy o rocznym przychodzie 1 – 25 mln PLN), gdzie widzi największy potencjał wzrostowy. Bank poinformował, że jego celem jest zwiększenie udziału w rynku MSP do ok. 4,5% z około 3% w 2009 roku. W 1Q10 bank pozyskał ponad 500 firm z segmentu MSP. W 2013 roku udział w depozytach dla MSP ma sięgać 5% z 3,5% obecnie, a udział na rynku kredytów ma wzrosnąć z 1,5% do 3,2%. Bank oczekuje, że saldo depozytowe

powinno rosnąć średniorocznie około 15%, a w kredytach dynamika ma być dużo większa i wynieść ma 25 – 26%. W tym roku dynamika ma być wyższa i sięgnąć około 30%. Portfel depozytów Kredyt Banku z segmentu MSP wynosi obecnie 2,3 mld PLN, a portfel kredytowy 1,1 mld PLN. Obecnie Kredyt Bank ma ponad 14 tys. firm z tego segmentu. Wszystkie banki chcą obsługiwać MSP. Wskazują na to choćby dane opublikowane przez KNF, które pokazały, że na podstawie planów banków, portfel kredytów dla przedsiębiorstw miałby wzrosnąć o 15%. Uważamy, że portfela kredytów dla przedsiębiorstw wzrośnie w tym roku o 3% (na koniec kwietnia spadał o 7% YTD, oczekujemy poprawy w 2H10). Większość banków zakłada naszym zdaniem pozyskanie udziałów rynkowych. Pozytywnie oceniamy starania banku w zakresie wzrostu udziałów rynkowych. Klienci o jakich mówi Kredyt Bank, często kwalifikują się do klientów indywidualnych. Zaznaczamy jednak, że konkurencja będzie bardzo duża.

ZWZA powołało członków Rady Nadzorczej

W skład rady weszli: Ronny Delchambre, Stefan Kawalec, Dirk Mampaey, Adam Noga, Jarosław Parkot, Marko Voljč i Andrzej Witkowski. Nowymi członkami są: Stefan Kawalec (obecnie wspólnik i prezes Zarządu firmy doradczej Capital Strategy), Marko Voljč (Członek Zarządu Grupy KBC, dyrektor wykonawczy Grupy KBC w linii biznesowej Europy Wschodniej i Rosji), Jarosław Parkot (z początkiem lipca br. obejmie funkcję prezesa Warty S.A. oraz Warty Życie S.A. oraz zostanie członkiem Zespołu Krajowego Grupy KBC w Polsce).

Millennium (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,56 PLN **Cena docelowa: 5,31 PLN**

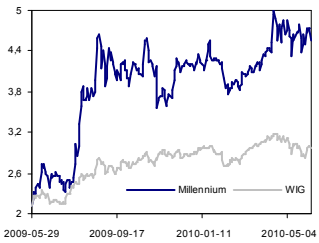
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-27

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 135,1	691,1	-39,1%	998,9	44,5%	1 139,4	14,1%
Marża odsetkowa	2,9%	1,5%		2,1%		2,3%	
WNDB	1 827,5	1 434,2	-21,5%	1 744,7	21,6%	1 956,9	12,2%
Wynik operacyjny*	657,0	431,0	-34,4%	693,9	61,0%	837,0	20,6%
Zysk brutto	521,8	1,9	-99,6%	370,3	19639,9%	656,6	77,3%
Zysk netto	413,5	1,5	-99,6%	295,3	19639,9%	523,6	77,3%
ROE	15,5%	0,1%		8,6%		12,1%	
P/E	9,4	2 588,4		18,7		10,6	
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,2	
D/PS	0,2	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	4,2	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 213,1
MC (cena bieżąca)	5 531,8
Free float	26,3%
Zmiana ceny: 1m	*-6,2%*
Zmiana ceny: 6m	*9,1%*
Zmiana ceny: 12m	*98,3%*
Max (52 tyg.)	5,0
Min (52 tyg.)	2,3

** przed kosztami rezerw*



Solidne wyniki 1Q10 wskazują na trwałą odbudowę dochodowości w Banku Millennium. Dalsza poprawa wyników zależeć będzie przede wszystkim od: (i) poprawy kosztu finansowania, (ii) spadku rezerw, (iii) rosnących wolumenów nowej sprzedaży kredytów. Wszystkie te czynniki powinny się poprawiać w kolejnych kwartałach, choć tempo poprawy będzie już znacznie wolniejsze niż w ostatnim czasie. Pozytywna jest również zakończona w lutym br. emisja, w której bank pozyskał 1 mld PLN nowego kapitału. Współczynnik wypłacalności wzrósł do 14,95%. Uważamy, że uzasadnia to wypłatę dywidendy o rok wcześniej (z zysków za 2011 rok) niż zakładaliśmy poprzednio (z zysków za 2012 rok). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 164 PLN **Cena docelowa: 172,8 PLN**

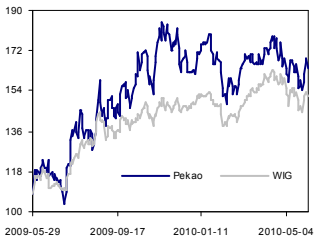
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-05

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 313,5	13,4%	4 660,1	8,0%
Marża odsetkowa	3,5%	2,9%		3,2%		3,3%	
WNDB	7 578,2	7 062,6	-6,8%	7 552,6	6,9%	8 131,2	7,7%
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%	
P/E	12,2	17,8		16,2		13,6	
P/BV	2,7	2,4		2,3		2,1	
D/PS	9,6	0,0		2,9		8,1	
Dyield (%)	5,9	0,0		1,8		4,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	262,3
MC (cena bieżąca)	43 022,2
Free float	40,7%
Zmiana ceny: 1m	*-2,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-7,3%*
Zmiana ceny: 12m	*43,7%*
Max (52 tyg.)	184,6
Min (52 tyg.)	103,9

** przed kosztami rezerw*



Współczynnik wypłacalności wynosił po 1Q10 18,4% (uwzględnia tylko zysk za 2009 rok), co obniża ROE, które obecnie sięga 12,9%. Stawia to Pekao w gronie najbardziej zyskownych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Mimo to, naszym zdaniem efektywne wykorzystanie kapitału oznacza raczej pierwszą liczbę jako rentowność, a drugą jako współczynnik wypłacalności. Bank nie wyklucza akwizycji, na co pozwala mu obecnie baza kapitałowa. Uważamy jednak, że nie przejmie udziałów w BZ WBK. Naszym zdaniem taka akwizycja nie daje Pekao potencjału do uzyskania istotnych synergii (ze względu na wysoką efektywność działania BZ WBK). Mało atrakcyjna z perspektywy Pekao jest również cena BZ WBK (Pekao wyceniane jest P/BV'09 2,4 a BZ WBK 2,5). Uważamy jednak, że w przyszłości Pekao będzie jednym z konsolidatorów rynku i zdecydowanie bardziej atrakcyjne są dla niego akwizycje mniejszych podmiotów, gdzie możliwe są działania restrukturyzacyjne, a cena przejęcia jest potencjalnie niższa. Na razie jednak nie widzimy podstaw do zmiany oceny banku Pekao. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zgodne z oczekiwaniami wyniki 1Q10

Wynik netto na poziomie 603 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (596 mln PLN), jednak nieco powyżej konsensusu rynkowego (619 mln PLN). W przychodach in minus zapisał się poziom wyniku prowizyjnego (572 mln PLN vs. 623 mln PLN w prognozie i 613 mln PLN kwartał wcześniej). Do pewnego stopnia negatywne zaskoczenie po stronie wyniku prowizyjnego zostało zneutralizowane przez wyższy niż oczekiwania wynik handlowy (171 mln PLN vs. 159 mln PLN w prognozie). In plus zapisał się poziom wydatków, o prawie 4% poniżej naszych oczekiwań. Saldo rezerw było zgodne z oczekiwaniami. Kolejny kwartał z rzędu spada portfel kredytów w banku (-5% Q/Q, -12,5% R/R). Jest to wynikiem słabej koniunktury kredytowej w segmencie przedsiębiorstw. Uważamy, że niski popyt na kredyt ze strony tej grupy klientów utrzyma się w całym 2010 roku, mimo że w drugiej połowie roku można oczekiwać poprawy w porównaniu do bardzo słabego 1Q10. Naszym zdaniem bez wzrostu aktywności w zakresie udzielania kredytów, potencjał do dalszej poprawy wyników jest ograniczony. A miejsca na wzrost jest sporo. Współczynnik wypłacalności wynosił po 1Q10 18,4% (uwzględnia tylko zysk za 2009 rok), co obniża ROE, które obecnie sięga 12,9%. Efektywne wykorzystanie kapitału oznacza raczej pierwszą liczbę jako rentowność, a drugą jako współczynnik wypłacalności. Bank nie wyklucza akwizycji, na co pozwala mu obecnie baza kapitałowa. Uważamy jednak, że nie przejmie udziałów w BZ WBK.

Bank chce zwiększyć udział w rynku kredytów hipotecznych do 15 – 16% w 2010

Pekao zamierza przyspieszyć z akcją kredytową w tym roku i chce zwiększyć swój udział w rynku złotowych kredytów hipotecznych, który sięgnął 11,4% na koniec marca do 15-16% najpóźniej do końca 2010 r. Wolumeny w Pekao spadają istotnie, choć bank pozostaje przy wysokich wynikach finansowych. Naszym zdaniem bez wzrostu aktywności w zakresie udzielania kredytów, potencjał do dalszej poprawy wyników jest ograniczony.

PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 40,35 PLN **Cena docelowa: 40,1 PLN**

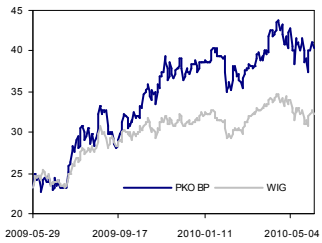
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-17

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 224,4	23,2%	6 824,2	9,6%
Marża odsetkowa	5,0%	3,5%		3,8%		3,7%	
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 636,9	12,0%	10 446,9	8,4%
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%	
P/E	12,9	21,9		16,3		11,7	
P/BV	2,9	2,5		2,3		2,0	
D/PS	1,1	1,0		0,8		1,2	
Dyield (%)	2,7	2,5		2,0		3,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 250,0
MC (cena bieżąca)	50 437,5
Free float	48,8%
Zmiana ceny: 1m	*-5,5%*
Zmiana ceny: 6m	*6,2%*
Zmiana ceny: 12m	*66,9%*
Max (52 tyg.)	43,9
Min (52 tyg.)	22,6

** przed kosztami rezerw*



Wyniki oceniamy jako dobre, jednak bez wpływu na nasze postrzeganie PKO BP. Po 1Q10 PKO BP zrealizowało 23% naszej całorocznej prognozy. Na obecną chwilę nie widzimy konieczności rewizji naszych prognoz na bieżący rok. Wyznacza ona średni kwartalny zysk w kolejnych okresach na poziomie prawie 0,8 mld PLN. Bank będzie musiał zwiększać przychody i obniżyć saldo rezerw, aby osiągnąć takie rezultaty przy rosnących kosztach. Jednocześnie 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. Przy naszej prognozie 3,1 mld PLN zysku netto w 2010 roku, bank wyceniany jest przy P/E'10 na poziomie 16,3 i P/BV'10 2,3. Jest to najwyższa wycena w sektorze obok Pekao, które przy prognozie zysku na 2010 rok na poziomie 2,7 mld PLN wyceniane jest również przy P/E'10 16,2 i P/BV'10 2,3. Uważamy, że obecnie trudno będzie o pozytywne niespodzianki w PKO BP. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Solidne wyniki 1Q10

Wynik netto na poziomie 720 mln PLN był o 8% wyższy niż nasza prognoza (665 mln PLN) i nieznacznie wyższy niż konsensus rynkowy (690 mln PLN, różnica 4%). Przyczyną pozytywnego zaskoczenia był poziom wydatków, który okazał się o prawie 7% niższy niż nasze oczekiwania i konsensus (1014 mln PLN vs. 1088 mln PLN naszej prognozy i 1082 mln PLN w konsensusie). Saldo rezerw było zgodne z naszymi oczekiwaniami (425 mln PLN vs. 429 mln PLN w prognozie), jednak nieco niższe niż konsensus (449 mln PLN). Poziom przychodów zarówno pod względem poziomu, jak i struktury nie odbiegał istotnie od naszych prognoz. Uważamy, że najmocniejszą stroną PKO BP w tym roku będzie wynik odsetkowy (efekt nowych wolumenów i poprawy marży depozytowej). Wynik odsetkowy sięgnął 1,47 mld PLN, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Oznaczało to poprawę o 24% R/R. Po części wynikało to z wprowadzeniu rachunkowości zabezpieczeń po 2Q09 (od połowy ub.r. bank uwzględnia w przychodach odsetkowych przepływy z tytułu pochodnych instrumentów zabezpieczających). Jednocześnie wynik odsetkowy poprawił się z poziomów 1,33 mld PLN w 3Q09 i 1,42 mld PLN w 4Q09 (wówczas stosowano już rachunkowość zabezpieczeń). Poprawa w relacji do kwartałów drugiej połowy roku następowała na skutek stopniowo poprawiającej się marży depozytowej oraz wzrostowi wolumenów kredytów sprzedawanych przy wyższych niż historyczne marże (również pozytywny wpływ na marżę kredytową na portfelu). Uważamy, że istnieje potencjał do utrzymania wyższej marży kredytowej na przestrzeni całego 2010 roku. Uważamy jednocześnie, że wyniki najbliższego kwartału znajdą się pod presją ze względu na spadające rynkowe stopy procentowe (spadek WIBOR 3M) i presję na marżę depozytową. Wynik prowizyjny (725 mln PLN) tylko nieznacznie różnił się od naszej prognozy (718 mln PLN). Trend wzrostowy w wyniku prowizyjnym (+32% R/R) wynika z poprawiających się przychodów z bankowości transakcyjnej (rachunki, przelewy, karty), na skutek wprowadzonych w ubiegłym roku podwyżek opłat. Uważamy, że ten czynnik będzie miał coraz mniejsze przełożenie na tempo wzrostu w kolejnych kwartałach (opłaty zostały wprowadzone w 2Q09, zatem wzrosty w relacji do 2H09 nie są już tak wysokie). Obok rosnących przychodów z bankowości transakcyjnej istotnym czynnikiem jest znacznie podniesienie opłat z tytułu ubezpieczeń kredytów (wzrost pozycji z 40 mln PLN w 1Q09, do 158 mln PLN w 1Q10). Wpływ na to ma oferta kredytów gotówkowych banku. Największą pozytywną niespodzianką w wynikach za 1Q10 był poziom wydatków. Koszty ogółem sięgnęły 1014 mln PLN. Koszty spadły o 11% Q/Q i 4% Q/Q. Obok sezonowego spadku kosztów (oczekiwaliśmy spadku kwartalnych wydatków do 1082 mln PLN, o 5% Q/Q), bank zrealizował niższe koszty rzeczowe w relacji do 1Q09, utrzymując jednocześnie koszty osobowe na praktycznie niezmienionym poziomie (oczekiwany wpływ stopniowego ograniczania liczby zatrudnionych). Pozytywnie oceniamy skalę obniżenia wydatków rzeczowych i deklaracje zarządu o chęci utrzymania znacznie większej kontroli

wydatków w przyszłości. Zgodnie ze strategią wskaźnik koszty/dochody ma utrzymać się poniżej poziomu 45% w 2012 roku (nasza prognoza 40,4%). Uważamy jednak, że koszty rzeczowe mogą wzrosnąć w kolejnych kwartałach, podwyższając kwartalny poziom kosztów ogółem.

Prezes o wynikach 2Q10 i perspektywach na cały 2010 rok

Zdaniem prezesa PKO BP oczekiwania rynku co do zysku grupy PKO BP w '10 w ok. 2,99 mld PLN (w przedziale od 2,64 mld PLN do 3,33 mld PLN) są realne. Przedział oczekiwań. Prezes powiedział również, że w 2Q10 odpisy będą nieznacznie niższe niż w 1Q10 (wówczas 425,1 mln PLN). Prezes oczekuje, że po pierwszym półroczu '10, kredyty korporacyjne wzrosną Q/Q. Jednocześnie spodziewa się w 2Q10 niższej dynamiki sprzedaży kredytów konsumpcyjnych. Prezes podał, że bank w kwietniu i maju utrzymuje miesięczną sprzedaż kredytów hipotecznych w wysokości ok. 1 mld PLN. Według prezesa negatywny wpływ na jakość portfela mają kredyty konsumpcyjne udzielone w 2009 roku i w latach wcześniejszych. PKO BP podtrzymuje, że w 2010 roku utrzyma dwucyfrową dynamikę wzrostu zysku netto, sumy bilansowej, kredytów i depozytów. Zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy 3,1 mld PLN zysku netto, przy sumie bilansowej rosnącej o 12%, kredytach netto również o 12% R/R i depozytach o około 9%. Oczekujemy jednocześnie, że w 2Q10 mogą wzrosnąć koszty Q/Q, co ograniczy skalę poprawy wyniku netto. Naszym zdaniem przy wycenie P/E'10 na poziomie 16,5 jest to już zdyskontowane.

PKO BP nie wyklucza osiągnięcia 20% ROE w 2012 r.

PKO BP podtrzymał cel osiągnięcia zwrotu z kapitału (ROE) na poziomie 16% do końca 2012 r., ale będzie dążył do zwiększenia tego wskaźnika do 20%, poinformował prezes Zbigniew Jagiełło. Prezes Jagiełło zaznaczył również, że w całym 2010 roku bank nie będzie w stanie aż tak mocno zejść z kosztami odnosząc się do dynamiki w 1Q10. Prezes wspomniał m.in. o akcjach marketingowych, które pociągną za sobą inne koszty. PKO BP spodziewa się, że marża odsetkowa, która wyniosła 4,2% w 1Q10 będzie stabilizować się na podobnym poziomie w kolejnych kwartałach (4,1% plus/minus 10 pb). Nie oznacza to jednak, że wynik odsetkowy nie będzie się poprawiał. Wolumen kredytów powinien zanotować dwucyfrowy wzrost w 2Q10. Oczekujemy wzrostu kredytów na poziomie 12% R/R w całym 2010 roku. Oczekujemy utrzymania się dwucyfrowego tempa wzrostu w 2Q10. Jednocześnie oczekujemy, że marża odsetkowa może obniżyć się w stosunku do 1Q10 w 2Q10 na skutek spadku rynkowych stóp procentowych (kredyty są indeksowane do stóp rynkowych). W horyzoncie całego 2010 roku oczekujemy jednak stabilizacji marży odsetkowej zgodnie z oczekiwaniami banku. Uważamy, że wynik odsetkowy netto wzrośnie o 23%, co będzie skutkiem nie tylko poprawy marży odsetkowej na tle słabej pierwszej połowy ubiegłego roku, ale również wzrostu wolumenu sprzedaży i wzrostu sumy bilansowej o około 12% R/R. Zakładamy, że wskaźnik koszty/ dochody w banku sięgnie w 2010 roku około 45%, zatem zgodnie z oczekiwaniami zarządu. Nasza prognoza zakłada, że wskaźnik koszty/przychody w 2012 roku sięgnie 40%, a ROE wyniesie ponad 18%. Nasze prognozy dyskontują już zatem strategię banku.

PKO BP liczy, że liczba klientów Inteligo wzrośnie o 1 mln do końca 2012 r.

PKO BP zamierza zwiększyć liczbę klientów detalicznych Inteligo o 1 mln do ponad 1,6 mln. Bank chce aby Inteligo stało się narzędziem akwizycji nowych klientów. Plany banku zakładają, że Inteligo będzie także platformą do pozyskiwania depozytów i cross-sellu produktów kredytowych. Bank zamierza sprzedać 300 tys. kart kredytowych i zwiększyć wolumen depozytów do 9,3 mld PLN. Chce także udzielić 165 tys. pożyczek gotówkowych obecnym i przyszłym klientom. Jak zaznaczono, bank nie będzie agresywny cenowo. Inteligo zmieni wizualizację, pozostając jednak odrębną marką w ramach grupy PKO BP. Bank wprowadził zmiany do oferty, polegające m.in. na zniesieniu opłaty za przelewy krajowe i zlecenie stałe przez telefon i Internet, a także za prowadzenie karty debetowej i udostępnienie przelewów zagranicznych. Jeszcze w maju w ofercie Inteligo pojawiła się pożyczka gotówkowa, a następnie karty kredytowe. W 4Q10 bank uruchomił dostęp do serwisu transakcyjnego biura maklerskiego PKO BP. Strategia PKO BP do 2012 roku zakłada także dalsze umocnienie iPKO, platformy elektronicznej dla klientów bankowości stacjonarnej. Liczba klientów ma wzrosnąć do 4,3 mln na koniec 2012 r. wobec 3,25 mln zł na koniec 2009 r.

PKO BP nie wyklucza sprzedaży akcji Banku Pocztowego

Obecnie większościowym akcjonariuszem Banku Pocztowego jest Poczta Polska, która posiada 75% minus jedna akcja, natomiast PKO BP ma 25% plus jedną akcję. Niedawno minister skarbu Aleksander Grad powiedział, że udział PKO BP w Banku Pocztowym nie jest potrzebny. PKO BP wycenia swój pakiet w Banku Pocztowym na 181 mln PLN. Na rynku pojawiły się spekulacje, że te udziały może przejąć PZU, ale prezes spółki zaprzecza tym pogłoskom. Pocztowy przygotowuje się do podniesienia kapitałów poprzez emisję na giełdzie. Uważamy, że PKO BP w średnim horyzoncie czasu wyjdzie z inwestycji w Bank Pocztowy. Nie uwzględniamy jednak ewentualnego wpływu transakcji w prognozach.

Zmiany zasad współpracy z agencjami

Bank wprowadza nowe warunki, by podnieść standard agencji oraz zwiększyć sprzedaż produktów, takich jak konta osobiste, karty kredytowe czy kredyty gotówkowe. Wcześniej gazety pisały, że do maja agenci mieli podjąć decyzje o podpisaniu aneksu do umowy i dalszej współpracy. Opisywano wówczas spór między agencjami a bankiem. Nowe umowy podpisało 1547 agentów prowadzących 1967 agencji. Zaledwie 100 umów agencyjnych zostało rozwiązanych, co oznacza zmniejszenie się sieci o 142 agencje. Nie oznacza to jednak, że ci którzy podpisali umowy są z nich zadowoleni. Zgodnie z nowymi umowami agencje będą przy udziale banku standaryzować wygląd i proces obsługi klienta (wymagane są przynajmniej dwa stanowiska obsługi i wspólna wizualizacja). Mają także zwiększyć sprzedaż produktów kredytowych, podczas gdy dotychczas koncentrowały się na obsłudze rachunków i płatności. Liczba agencji prawie dwukrotnie przewyższa liczbę oddziałów własnych, jednak generuje tylko 1 – 6% sprzedaży. Na pewno zmniejszenie liczy agencji nie wpłynie zatem negatywnie na skalę sprzedaży banku. Uważamy, że liczba agencji będzie systematycznie spadać w kolejnych kwartałach, co nie będzie się przekładało na spadek udziałów agencji w sprzedaży.

Zwołanie ZWZA

Bank zwołał ZWZA na 25 czerwca. W projektach uchwał znalazł się zapis nt. wypłaty 1 mld PLN (0,8 PLN/akcję w formie dywidendy). Proponowanym dniem prawa do dywidendy jest 7 września, a wypłata ma nastąpić 23 września. Stopa wypłaty z zysku netto sięga ok. 43%. Przy obecnej cenie stopa dywidendy brutto wynosi 2%. Na tle dywidendy w Banku Handlowym, do której prawo będzie dodatkowo ustalone 2 miesiące wcześniej, jest to znacznie mniej atrakcyjna propozycja.

Ubezpieczyciele

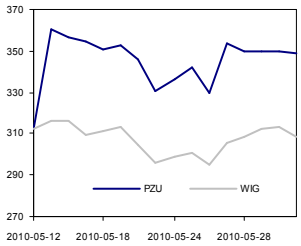
PZU (Trzymaj)

Cena bieżąca: 348,6 PLN **Cena docelowa: 358,8 PLN**

Analityk: Marta Jeżewska
Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%
majątkowa	8 433,0	8 021,9	-4,9%	7 781,8	-3,0%	8 158,2	4,8%
życiowa	6 130,2	6 340,8	3,4%	6 340,8	0,0%	6 721,9	6,0%
Przychody ogółem	15 203,5	18 295,1	20,3%	17 063,1	-6,7%	17 992,2	5,4%
Zysk brutto	2 347,5	4 535,9	93,2%	2 783,7	-38,6%	3 310,5	18,9%
Zysk netto	2 329,7	3 762,9	61,5%	2 261,0	-39,9%	2 690,1	19,0%
ROE	12,5%	24,5%		19,7%		20,7%	
P/E	12,9	8,0		13,3		11,2	
P/BV	1,5	2,7		2,4		2,1	
D/PS	0,0	0,0		10,9		11,8	
Dyield (%)	0,0	0,0		3,1		3,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	86,4
MC (cena bieżąca)	30 102,4
Free float	37,7%
Zmiana ceny: 1m	
Zmiana ceny: 6m	
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	360,0
Min (52 tyg.)	312,5



Wyceniamy 1 akcję PZU w horyzoncie 9 miesięcy na 358,8 PLN/akcję o 15% powyżej ceny emisyjnej. Przy naszej cenie docelowej P/E'10 sięga 13,7 (skorygowane o wpływ rozwiązania rezerwy typu P 16,9). Stopa dywidendy brutto z zysków za 2009 rok (zarząd rekomenduje wypłatę 10,91 PLN/akcję) wynosi 3%. Jednocześnie mediana P/E'10 dla notowanych banków sięga 15,8. Nasza cena docelowa dla PZU implikuje 16% dyskonta w relacji do mediany dla banków. PZU jest największym graczem rynku ubezpieczeniowego w Polsce. Jego baza klientów na koniec 2009 roku (ok. 16 mln, czyli około połowa dorosłej populacji w kraju) oraz bezpieczna polityka inwestycyjna determinują wysoką rentowność kapitału (oczekujemy ROE na poziomie 17% - 20% w ciągu najbliższych czterech lat). Pozytywnie oceniamy perspektywy rozwoju polskiego rynku ubezpieczeń, który charakteryzuje niższa niż w innych krajach europejskich penetracja. Zapewni to wzrost składki przypisanej brutto w PZU, mimo że jako największy gracz nie ma naszym zdaniem potencjału na organiczny wzrost udziałów rynkowych. Rekomendujemy trzymanie walorów w portfelu.

PZU chce wypłacić jeszcze po 10,91 PLN dywidendy na akcję za 2009 r.

ZWZA zaplanowane na 10 czerwca br. ma uchwalić 10,91 PLN/akcję dywidendy z zysków za 2009 rok (łącznie 942,1 mln PLN). Dniem ustalenia prawa do dywidendy ma być 25 sierpnia, wypłata ma nastąpić 9 września. Spółka podała harmonogram wypłaty. W prospekcie napisano, że zarząd w marcu podjął decyzję o rekomendacji wypłaty 10,91 PLN/akcję w formie dywidendy z zysków za 2009 rok. Kwota ta została uwzględniona w naszych prognozach wyników finansowych dla PZU.

Do PZU zgłoszono 49,2 tys. szkód powodziowych

Do PZU zgłoszono 49,2 tys. szkód powodziowych. Zarząd ocenia, że wysokość odszkodowań powodziowych obciążających wynik PZU SA (po reasekuracji) nie powinna przekroczyć 156 mln PLN. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, reasekuracja istotnie obniży skalę odszkodowań. Naszym zdaniem czynnikiem, który przede wszystkim negatywnie zaważy na wynikach 2Q10 będzie sentyment na rynku kapitałowym. Nie można tego przekładać bezpośrednio na kolejne szkody, które mogą zostać zgłoszone, ale z podanych przez spółkę danych i szacunków, wynika że średnie odszkodowanie po uwzględnieniu reasekuracji powinno sięgnąć około 3,2 tys. PLN.

Będzie większy zarząd

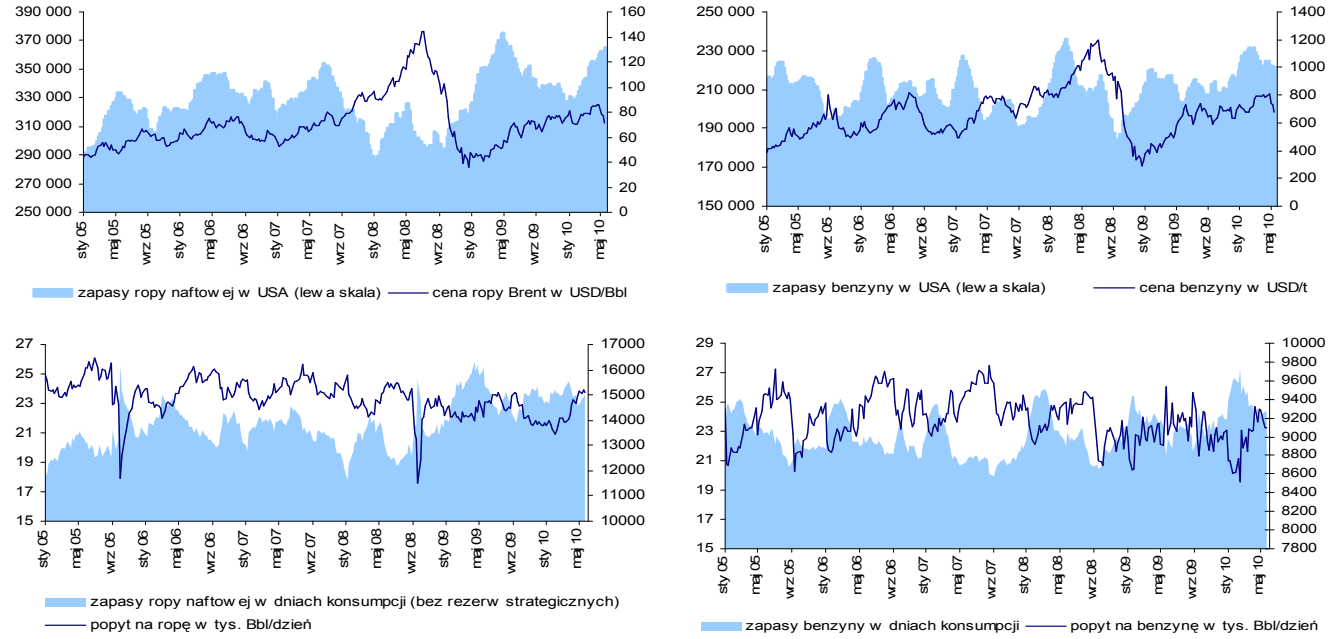
10 czerwca, na ZWZA radę nadzorczą PZU czeka przebudowa. Niemal na pewno miejsce w niej straci przedstawiciel Eureko Jurgen B. J. Stegmann. W jego miejsce może wejść osoba rekomendowana przez polskie fundusze emerytalne i inwestycyjne. Kandydaci do rady mogą być zgłaszani do 4 czerwca. W czerwcu powiększyć ma się również zarząd ubezpieczyciela. Prawdopodobnie o 2 osoby, aby skład sięgał 5 osób. Na tak dużą spółkę, trzyosobowy zarząd to naszym zdaniem niewystarczający skład. Pozytywnie odbieramy zatem chęć poszerzenia jego składu.

Paliwa, chemia

Brak przełomu po stronie popytowej na rynku paliwowym w USA

Amerykańskie rafinerie, które w kwietniu mocno zwiększały produkcję licząc na letni wzrost popytu na paliwa, musiały w maju nieco zrewidować swoje plany i nieco obniżać CUR, gdyż nie zanotowano na tamtym rynku przełomu po stronie konsumpcji benzyny (średni popyt na to paliwo spadł nawet o 1,2% m/m). Pozytywne odczyty pojawiły się co prawda na rynku średnich destylatów (wzrost średniej konsumpcji o 10%), ale nie pozwoliło to na uszczuplenie bardzo wysokich zapasów w tej kategorii. W kontekście mniejszego zapotrzebowania na surowiec ze strony przetwórców zapasy ropy naftowej wzrosły o 1,2%, co było możliwe również dzięki wyższemu o 2,9% średniemu poziomowi importu. Zwiększenie rezerw surowca w USA i pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach doprowadziło z kolei do spadku cen, co w krótkim terminie sprzyjało rozszerzeniu się marż rafineryjnych. Brak sygnałów dalszego ożywienia na rynkach produktowych wskazuje jednak, że tak korzystne otoczenie raczej nie utrzyma się w kolejnych miesiącach.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii

Ciech (Kupuj)

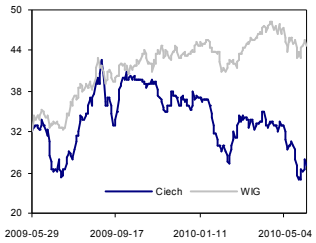
Cena bieżąca: 27 PLN **Cena docelowa: 39,2 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	3 787,1	3 685,8	-2,7%	3 962,3	7,5%	4 332,3	9,3%
EBITDA	449,9	400,2	-11,1%	461,0	15,2%	513,6	11,4%
marża EBITDA	*11,9%*	*10,9%*		*11,6%*		*11,9%*	
EBIT	246,7	171,2	-30,6%	233,0	36,1%	273,9	17,5%
Zysk netto	-41,9	-56,8	35,5%	71,2		112,8	58,4%
P/E				10,6		6,7	
P/CE	4,7	4,4		2,5		2,1	
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,7	
EV/EBITDA	5,4	5,8		5,1		4,5	
Dyield (%)	7,7	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	28,0
MC (cena bieżąca)	756,0
EV (cena bieżąca)	2 332,4
Free float	35,6%
Zmiana ceny: 1m	*-17,9%*
Zmiana ceny: 6m	*-28,0%*
Zmiana ceny: 12m	*-18,1%*
Max (52 tyg.)	42,7
Min (52 tyg.)	24,9



Słabsze wyniki kwartalne oraz zarysowująca się perspektywa emisji akcji (zobowiązanie obniżenia zadłużenia w nowej umowie kredytowej) bardzo negatywnie wpłynęły na kurs Ciechu, który obniżył się w maju aż o 20%. W naszej opinii obserwowane obecnie osłabienie złotego powinno jednak przynieść poprawę marż eksportowych w segmencie sodowym i organicznym. Dodatkowym wsparciem dla kursu może być spodziewany postęp w zakresie dezinwestycji, w tym spodziewana sprzedaż pakietu PTU po cenie wyższej niż 100 mln PLN. Biorąc pod uwagę nasze prognozy na ten rok, Ciech jest wyceniany z ponad 20% dyskontem do porównywalnych spółek z sektora a naszym zdaniem może jeszcze w tym roku pozytywnie zaskoczyć inwestorów wynikami w kolejnych kwartałach, gdyż słaby 1Q mocno obniżył rynkowe oczekiwania. W tym kontekście podnosimy naszą rekomendację do kupuj.

Wynik operacyjny w 1Q poniżej oczekiwań

W 1Q'2010 Ciech wypracował na działalności operacyjnej niecałe 42 mln PLN zysku, co plasuje się 36% poniżej naszej prognozy, ale jednocześnie 32% powyżej rynkowego konsensusu. Segment sodowy wypracował 25 mln PLN wobec oczekiwanych 33,7 mln PLN i 73 mln PLN przed rokiem. W dużym stopniu na wynik w tym obszarze miało wpływ pozytywne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+20 mln PLN) związane z księgowanymi przychodami z kawern oraz sprzedażą certyfikatów CO_2 (my zakładaliśmy 20 mln PLN tylko z kawern). Odchylenie na oczyszczonym wyniku segmentu zapewne wynika z niższych marż na głównym produkcie. W przypadku segmentu organicznego Ciech zanotował wyraźną poprawę r/r (+9,5 mln EBIT wobec -5,1 mln PLN w 1Q'09), ale jej skala była niższa niż zakładaliśmy (prognoza 15,7 mln PLN). Pozytywne zaskoczenie pojawiło się natomiast w segmencie agrochemicznym gdzie zysk operacyjny wyniósł 26 mln PLN, czyli tyle ile przed rokiem, podczas gdy my zakładaliśmy jego spadek do 13,3 mln PLN w związku z utrzymującą się słabą koniunkturą w nawozach i pogodowymi utrudnieniami w sprzedaży środków ochrony roślin. Segment krzemianowy z kolei zgodnie z oczekiwaniami nieznacznie poprawił wynik r/r (4,5 mln PLN wobec 3,7 mln PLN) dzięki wyższym obrotom na siarce (35 mln PLN vs. 1 mln PLN rok temu). Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo wyniosło -35 mln PLN wobec zakładanych -50 mln PLN, co miało prawdopodobnie związek z wynikiem na różnicach kursowych. Spółka zaksięgowała jednocześnie wysoki podatek dochodowy (-9,4 mln PLN) i ostatecznie na poziomie netto zanotowała stratę. Dług netto na koniec kwartału nie uległ istotnej zmianie q/q i wynosi 1,55 mld PLN mimo iż saldo na przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej wyniosło tylko 26 mln PLN.

Prywatyzacja I-grupy chemicznej odłożona

Resort skarbu poinformował, że ze względu na niesatysfakcjonujące oferty zakupu odstąpiono od prywatyzacji I-szej grupy chemicznej, czyli ZAT, ZAK i Ciechu. W przypadku dwóch pierwszych spółek proces może być wznowiony za kilka miesięcy, natomiast kolejna próba szukania inwestora dla Ciechu zostanie podjęta najwcześniej w 4Q'10. Spekulacje o rozbieżnościach cenowych między sprzedającym, a kupującymi pojawiały się już od dawna, tak więc ostateczne rozstrzygnięcie nie stanowi zaskoczenia. Priorytetem dla tych spółek i głównego akcjonariusza powinna być teraz optymalizacja działalności i poprawa wyników, co przy sprzyjającym otoczeniu zewnętrznym powinno pozwolić na zwiększenie ich atrakcyjności inwestycyjnej.

Dezinwestycje powinny przyspieszyć

Zarząd Ciechu zapowiedział, że Spółka zamierza obecnie skupić się na rozwoju i optymalizacji segmentów sodowego (w dłuższej perspektywie nie wyklucza wprowadzenie tej dywizji na giełdę) oraz organicznego. Pozostałe spółki mogą być objęte programem dezinwestycji. Przypominamy, że obecnie najważniejszą potencjalną transakcją jest pakiet w PTU, na który

Ciech otrzymał już wiążące oferty i wybrał do finalnych negocjacji niemiecką firmę Gothaer Versicherungen (według doniesień prasowych wynegocjowana cena przekracza 100 mln PLN). Finalizacja transakcji jest planowana na czerwiec. Zakupem zakładów nawozów fosforowych jest zainteresowany z kolei ZAT. Wartość aktywów netto tej spółki nawozowej w skonsolidowanym bilansie Ciechu to około 90 mln PLN (w sprawozdaniu jednostkowym to 20 mln PLN), ale wydaje się że uzyskanie aż tak korzystnej ceny nie jest w obecnych warunkach możliwe. Gdański zakład ma jednak również około 100 mln PLN długu i oceniamy że jego sprzedaż mogłaby zredukować zadłużenie Grupy o około 120-150 mln PLN. Na sprzedaż jest również segment krzemianowy, który w ubiegłym roku wypracował 27 mln PLN EBITDA (dług przyporządkowany do tego segmentu to około 46 mln PLN). Jest więc duża szansa, że sprzedaż tych aktywów również mogłaby zredukować zadłużenie Ciechu o dodatkowe 130-150 mln PLN.

Decyzja o emisji jeszcze latem?

Zarząd Ciechu przedstawił Radzie Nadzorczej plany restrukturyzacji Grupy, która obejmuje m.in. połączenie dywizji agro i krzemianowej w związku z planowanym zbyciem aktywów z tych obszarów. Spółka analizuje również emisję obligacji zamiennych na akcje oraz emisję akcji. Nie podjęto jeszcze decyzji czy ewentualne podwyższenie kapitału odbędzie się z prawem poboru czy nie. Spółka zamierza konsultować to z największymi akcjonariuszami. Przeprowadzenie emisji w tym roku oznaczałoby konieczność stosownej uchwały NWZA jeszcze w lecie. Przypominamy, że zgodnie z podpisana umową konsolidacji długu z bankami, Spółka jest zobowiązana do zmniejszenia zadłużenia o 400 mln PLN w terminie do 1 marca 2011.

Lotos (Redukuj)

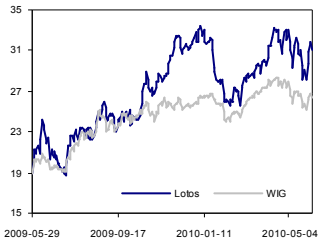
Cena bieżąca: 31,02 PLN **Cena docelowa: 26,5 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%
marża EBITDA	*1,0%*	*5,1%*		*4,6%*		*6,0%*	
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%
P/E		4,6		10,3		7,0	
P/CE		3,4		5,4		3,0	
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5	
EV/EBITDA	42,1	13,0		12,8		8,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	129,9
MC (cena bieżąca)	4 028,7
EV (cena bieżąca)	10 322,3
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*-6,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-3,7%*
Zmiana ceny: 12m	*48,4%*
Max (52 tyg.)	33,5
Min (52 tyg.)	18,7



Po słabych wynikach kwartalnych i pogorszeniu nastrojów na rynkach surowcowych kurs Lotosu spadł w okolice 28 PLN, ale ta korekta została dość szybko zneutralizowana po deklaracji MSP o możliwej pełnej prywatyzacji gdańskiego koncernu. Spekulacje na temat inwestora branżowego mogą w krótkim terminie pozytywnie wpływać na kurs, ale wydaje się że ewentualne rozstrzygnięcie tego postępowania nie nastąpi w najbliższych miesiącach i wcześniej inwestorzy mogą być negatywnie zaskoczeni jakością wyników operacyjnych 2Q oraz wysokimi stratami na działalności finansowej w związku z przeszacowaniem długu walutowego (przy obecnym kursie USD/PLN wartość kredytów dolarowych może wzrosnąć o ponad 600 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

1Q- Słaby wynik w rafinerii, upstream zgodnie z oczekiwaniami

Skonsolidowane wyniki Lotosu za 1Q'2010 ukształtowały się poniżej naszych prognoz i poniżej rynkowego konsensusu. Segment wydobywczy wygenerował EBIT na poziomie 39,4 mln PLN podczas gdy my oczekiwaliśmy aż 63 mln PLN zysku w związku z rozpoznaniem marży wydobywczej na znacznej części ropy wydobytej, a nie sprzedanej w 4Q'09 (37 mln PLN). Odchylenie od naszej prognozy wynika jednak przede wszystkim z odpisu na 21,8 mln PLN związanego z negatywnym odwiertem w spółce norweskiej (ze względu na przepisy podatkowe w Norwegii około 78% tej straty zostało zneutralizowane na poziomie netto), bez którego EBIT na wydobyciu byłby zgodny z naszymi szacunkami. Warto w tym miejscu również odnotować, że te wyniki zostały wygenerowane przy wyższym poziomie wydobycia i sprzedaży ropy w relacji do naszych szacunków (produkcja sięgnęła 76 tys. ton dzięki prowadzonej eksploatacji złoża B8), tak więc w kolejnym kwartale można oczekiwać podobnego efektu opóźnionego rozpoznania marży wydobywczej w kwocie około 44 mln PLN (56 tys. ton ropy). W segmencie rafineryjnym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami Lotos nie rozpoczął jeszcze produkcji na nowych instalacjach 10+ i kwartalny przerób wyniósł 1,6 mln ton. Wynik operacyjny na tej działalności sięgnął tylko 33,2 mln PLN wobec naszej prognozy na poziomie 45,5 mln PLN. Negatywne odchylenie jest jeszcze większe po uwzględnieniu efektu LIFO, który był wyższy niż się spodziewaliśmy (+69 mln PLN vs. 45 mln PLN). Oznacza to, że bez przeszacowania zapasów na działalności rafineryjnej Lotos zanotował aż 36 mln PLN straty. W segmencie detalicznym zanotowano stratę rzędu -4,5 mln PLN wobec oczekiwanych -2 mln PLN, co miało związek ze spadkiem marż na stacjach i niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Na poziomie działalności finansowej saldo było ujemne i wyniosło -62 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas -58 mln PLN. Głównym czynnikiem, który na to wpłynął zgodnie z naszymi szacunkami była wycena i rozliczenie transakcji zabezpieczających kurs walutowy, które obniżyły wynik o 58 mln PLN. Istotną negatywną pozycję stanowiła również wycena hedgingu na stopę procentową w kwocie -36 mln PLN. Ostatecznie wynik netto był jednak dodatni, dzięki rozpoznaniu aktywa podatkowego na kwotę niecałych 23 mln PLN, co zapewne miało związek ze wspomnianą wcześniej kwestią przyspieszonej amortyzacji w spółce norweskiej (efekt negatywnego odwiertu).

Plany przejęcia kontroli nad Geonaftą

Zarząd Lotosu zamierza przejąć pełną kontrolę nad litewską spółką wydobywczą Geonafta, w której obecnie Petrobaltic posiada 40,59% akcji, których wartość bilansowa wynosi 88,2 mln PLN. Potwierdzone zasoby ropy litewskiej spółki to 9,2 mln baryłek, a cena za większościowy pakiet ma być zbliżona do wartości dywidend jakie Lotos otrzymał od Geonafty w latach 2000-09 (136 mln PLN). W 2009 roku Geonafta wydobyła około 136 tys. ton surowca, a jej zysk netto sięgnął 20 mln PLN (rok wcześniej dzięki wyższym cenom ropy spółka zarobiła 62 mln PLN). Zasoby 2P litewskiej spółki wynoszą 1,25 mln ton wobec 4,7 mln ton raportowanych przez Petrobaltic (tylko Morze Bałtyckie). Sugerowana wycena tych aktywów na poziomie 220 mln PLN implikowałaby więc wskaźnik EV/2P na 7,3 USD/Bbl, co nie wydaje się przesadzone, aczkolwiek ważne będą tez kwestie związane z koncesjami, opłatami ekologicznymi i polityką

rezerw tego podmiotu. Kluczową kwestią dla oceny tej transakcji będzie również oficjalne potwierdzenie tych zasobów (niedawno pojawiały się zarzuty związkowców Lotosu, że zasoby Geonafty wkrótce się wyczerpią).

Prywatyzacja już wkrótce?

Ministerstwo Skarbu czeka na decyzję rządu w sprawie zmiany zapisów dotyczących polityki energetycznej umożliwiających prywatyzację Lotosu. Sprzedaż pakietu należącego do resortu ma nastąpić „bez zbędnej zwłoki". Wypowiedzi wiceministra Mikołaja Budzanowskiego cytowane przez prasę mogą sugerować, że MSP jest gotowe oddać kontrolę w gdańskim koncernie w ręce inwestora branżowego, który zobowiązałby się do realizowania strategii rozwoju Lotosu, przede wszystkim w segmencie wydobywczym. Deklaracja o sprzedaży pakietu kontrolnego i wycofanie się resortu z wpływania na Spółkę może wpłynąć pozytywnie na kurs. Pomysł ten był ostatnio dyskutowany na posiedzeniu sejmowej komisji skarbu.

PGNiG (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,4 PLN **Cena docelowa: 4,32 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-24

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	20 751,9	7,6%	21 034,5	1,4%
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	4 082,7	44,3%	3 935,7	-3,6%
marża EBITDA	*12,1%*	*14,7%*		*19,7%*		*18,7%*	
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	2 504,4	87,8%	2 177,2	-13,1%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	2 028,9	68,8%	1 706,6	-15,9%
P/E	23,2	16,7		9,9		11,8	
P/CE	8,8	7,4		5,6		5,8	
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8	
EV/EBITDA	8,8	7,4		5,3		5,9	
Dyield (%)	5,6	0,7		2,4		4,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5 900,0
MC (cena bieżąca)	20 060,0
EV (cena bieżąca)	21 802,9
Free float	15,0%
Zmiana ceny: 1m	*-2,6%*
Zmiana ceny: 6m	*-10,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-17,1%*
Max (52 tyg.)	4,6
Min (52 tyg.)	3,2



Osłabiający się złoty względem dolara oraz słabsze od oczekiwań wyniki kwartalne w segmencie obrotu nie sprzyjały notowaniom Spółki. Niewiele zmieniła w tym zakresie również podwyżka taryfy hurtowej, gdyż rynek obawia się że przy rosnącej cenie gazu w imporcie wzrost cennika o 4,9% będzie niewystarczający. Zwracam jednak uwagę, że w związku z stosowaną polityką zabezpieczeń ryzyka kursowego, Spółka powinna uniknąć istotnych strat na handlu gazem w 2Q i 3Q, a wyniki 4Q może wesprzeć nowa umowa z Gazpromem przewidująca dyskonto za wolumen odebrany ponad ustalony poziom. W naszej opinii rynek przecenia również ryzyko wprowadzanych w lipcu do obrotu 750 mln akcji pracowniczych. Prawdopodobny jest bowiem scenariusz, że podaż tych walorów będzie niewystarczająca do zbilansowania popytu związanego ze wzrostem udziału PGNiG w indeksach (wzrost freefloatu o 2,6 mld PLN). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q poniżej oczekiwań na obrocie

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się być istotnie gorsze od naszych oczekiwań, a negatywne odchylenie na poziomie EBITDA przekroczyło -18%. Różnica to przede wszystkim efekt gorszego rezultatu w segmencie obrotu, gdzie EBIT wyniósł zaledwie 445 mln PLN wobec oczekiwanych 812 mln PLN i 631 mln PLN w 4Q'09. Tylko częściowo można to tłumaczyć dokonanym odpisem na należności od ZAK w kwocie 56 mln PLN. Wszystko wskazuje na to, że zbyt optymistycznie prognozowaliśmy marżę na gazie importowanym, który okazał się droższy o około 10%. W segmencie dystrybucji Spółka zanotowała zysk operacyjny 536 mln PLN, a więc nieco wyższy niż się spodziewaliśmy (503 mln PLN). Poprawa na tej działalności jest szczególnie istotna z punktu widzenia przyszłości gdyż ma naszym zdaniem charakter trwały w związku z korzystniejszą polityką taryfową. W segmencie wydobywczym EBIT wyniósł 241 mln PLN wobec oczekiwanych 226 mln PLN i na tym poziomie nie odnotowaliśmy istotnych zaskoczeń, ani na poziomie wolumenów, ani rezerw na nieudane odwierty. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny PGNiG wyniósł w 1Q'2010 1,2 mld PLN i był niższy od naszych szacunków o ponad 300 mln PLN (po uwzględnieniu wspominanego odpisu na ZAK różnica wynosi -17,5%). Na działalności finansowej saldo wyniosło +9 mln PLN, podczas gdy my zakładaliśmy że będzie ono neutralne dla wyników Spółki. W wynikach za 1Q warto odnotować bardzo wysoki poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (+2,3 mld PLN), które częściowo wynikają z uwolnienia gotówki z kapitału obrotowego (+900 mln PLN głównie dzięki zejściu z zapasów oraz zwiększeniu zobowiązań). Przy podobnym poziomie wydatków inwestycyjnych w ujęciu r/r (750 mln PLN na tej pozycji wskazuje, że roczny capex nie powinien osiągnąć zapowiadanych przez Zarząd 5 mld PLN i nasza prognoza na poziomie 3,8 mld PLN jest aktualna) Spółka obniżyła zadłużenie netto o 1,5 mld PLN i na koniec marca raportuje gotówkę netto w kwocie 715 mln PLN.

Podwyżka taryfy od czerwca o 4,9%

URE zaakceptowało wniosek taryfowy PGNiG, co oznacza że od czerwca cena gazu rośnie o 4,9%. Nowy cennik będzie obowiązywał do końca listopada. Jednocześnie regulator przyznał nieznaczne podwyżki stawek sieciowych dla spółek dystrybucyjnych, ale średni wzrost w tym przypadku wynosi tylko 1,1%. Nowa taryfa to dobra informacja dla Spółki w związku z drożejącym gazem z importu. Według naszych szacunków ten cennik przy uwzględnieniu pozycji zabezpieczających kurs walutowy posiadanych przez PGNiG (0,5 mld USD przy średnim kursie 3,11 dla 2Q i 240 mln USD po średnim kursie 3,19 w 3Q) powinien pozwolić na wypracowanie w segmencie obrotu w tym okresie wyniku zbliżonego do zera. Ewentualny dalszy wzrost kursu USD/PLN i ceny ropy powinien być uwzględniony w nowej taryfie na 4Q, który ze względu na sezonowy wzrost wolumenu będzie znacznie bardziej istotny dla całorocznego zysku niż 2Q i 3Q.

Postęp w poszukiwaniach w Pakistanie

Według doniesień prasowych PGNiG odkryło obecność gazu na pakistańskim obszarze objętym koncesją należącą do Spółki. Koncern od początku roku prowadził prace mające na celu oszacowanie wielkości złoża gazu. Pierwszy odwiert potwierdził, że na działce PGNiG występuje surowiec, ale trzeba jeszcze trzech - czterech odwiertów, by ocenić, czy eksploatacja złoża na skalę przemysłową byłaby opłacalna. Spółka nie mogłaby przesyłać gazu do Polski, ale wystarczyłoby wybudowanie 40-kilometrowego rurociągu, by można było zarabiać sprzedając surowiec miejscowym odbiorcom. PGNiG jest od 2005 roku operatorem na koncesji Kirthar w Pakistanie, a jego lokalnym partnerem (30%) jest państwowy Pakistan Petroleum. Na razie na podstawie pierwszego odwiertu trudno jest szacować prawdopodobieństwo uruchomienia wydobycia na tym złożu. Spółka nie podaje jaki jest potencjał tej koncesji.

PKN Orlen (Trzymaj)

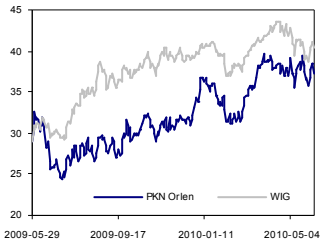
Cena bieżąca: 37,3 PLN **Cena docelowa: 40,2 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-08

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	83 784,3	23,3%	89 823,6	7,2%
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	4 248,3	15,9%	4 964,1	16,9%
marża EBITDA	*1,1%*	*5,4%*		*5,1%*		*5,5%*	
EBIT	-1 603,0	1 097,0		1 619,3	47,6%	2 030,3	25,4%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		1 553,0	18,7%	1 502,7	-3,2%
P/E		12,2		10,3		10,6	
P/CE		4,1		3,8		3,6	
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8	
EV/EBITDA	35,1	7,9		7,3		6,5	
Dyield (%)	4,3	0,0		0,0		2,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	427,7
MC (cena bieżąca)	15 953,5
EV (cena bieżąca)	30 903,5
Free float	62,2%
Zmiana ceny: 1m	*-4,6%*
Zmiana ceny: 6m	*17,4%*
Zmiana ceny: 12m	*18,0%*
Max (52 tyg.)	39,6
Min (52 tyg.)	24,3



Wyniki Orlenu za 1Q nie przyniosły zaskoczenia w relacji do opublikowanych wcześniej szacunkowych danych operacyjnych i nie miały już istotnego wpływu na kształtowanie się kursu akcji w ubiegłym miesiącu. Negatywnie na notowania koncernu przełożyła się natomiast korekta notowań ropy naftowej oraz obserwowany w ostatnim czasie spadek dyferencjału Ural/Brent poniżej 2 USD/Bbl. Właśnie zmienność dyskonta w ropie ciężkiej oraz ryzyko korekty marż rafineryjnych w związku z niepewną sytuacją na rynkach produktowych skłaniają w naszej opinii do dużej ostrożności w podnoszeniu prognoz zysku operacyjnego wg LIFO i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Dodatkowo wraz z osłabieniem złotego należy oczekiwać ujemnego salda na działalności finansowej i przeszacowania zadłużenia walutowego.

Poza efektem LIFO wyniki 1Q zgodne z prognozami

Wynik operacyjny Orlenu w 1Q'2010 wyniósł 464 mln PLN i był wyższy od naszych szacunków, ale tylko i wyłącznie dzięki wysokiemu efektowi LIFO (415 mln PLN wobec oczekiwanych 175 mln PLN- prawdopodobnie efekt przesunięcia części tego zjawiska z 4Q). W relacji do konsensusu, który uwzględniał już publikowane niedawno szacunkowe dane, odchylenia nie obserwujemy. EBIT LIFO wyniósł 49 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 41 mln PLN, aczkolwiek w przypadku EBITDA LIFO obserwujemy negatywne odchylenie od naszych szacunków o 30 mln PLN z uwagi na niższą niż się spodziewaliśmy amortyzację (-40 mln PLN). W segmencie rafineryjnym wypracowano 426 mln PLN zysku operacyjnego, ale po uwzględnieniu wpływu zapasów EBIT wyniósł 51 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 25 mln PLN (odchylenie to przede wszystkim efekt rozwiązania rezerwy na prawa do emisji CO_2 w kwocie 17 mln PLN). W detalu z uwagi na niekorzystne warunki pogodowe wynik był gorszy w ujęciu r/r (75 mln PLN vs. 87 mln PLN), aczkolwiek nieco lepszy niż się spodziewaliśmy (61 mln PLN). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami znaczną poprawę rezultatów zanotował segment petrochemiczny, który wypracował 105 mln PLN (nasza prognoza 94 mln PLN) vs. -72 mln PLN straty w 1Q'09 i -17 mln PLN w 4Q'09. Warto w tym obszarze odnotować dodatni wynik Unipetrolu, który wyniósł 54 mln PLN wobec -58 mln PLN w poprzednim kwartale. Odchylenia od naszych założeń nie było również na pozycji kosztów nieprzypisanych, które sięgnęły 142 mln PLN wobec prognozowanych 139 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo sięgnęło 327 mln PLN wobec oczekiwanych 274 mln PLN i było w dużej części budowane przez przeszacowanie kredytów denominowanych w EUR o kwotę 319 mln PLN (prognoza 311 mln PLN). Ostatecznie zysk netto wyniósł więc 593 mln PLN, co po uwzględnieniu efektu LIFO również plasuje się blisko naszych prognoz.

Pozew przeciwko Jukosowi

PKN Orlen złożył w Sądzie Arbitrażowym przy Międzynarodowej Izbie Handlowej pozew (wraz z uzasadnieniem i dowodami) przeciwko Yukosowi w sprawie odszkodowania w kwocie 250 mln USD związanego z transakcją zakupu akcji Możejek (brak zgodności stanu faktycznego rafinerii z oświadczeniem sprzedającego). Wspomniana kwota jest zdeponowana na rachunku zastrzeżonym. Wcześniej, w lipcu 2009, Orlen złożył wniosek o wszczęcie postępowania arbitrażowego. Wydaje się, że polski koncern ma duże szanse na odzyskanie tej kwoty, ale postępowanie arbitrażowe będzie zapewne trwało kilka lat.

Zakończenie negocjacji w sprawie Anwilu w połowie czerwca

Według Zarządu ZA Puławy zakończenie negocjacji w sprawie zakupu akcji Anwilu jest możliwe w połowie czerwca i jeśli udałoby się dotrzymać tego terminu oraz strony porozumiałby się co do ceny to finalizacja transakcji mogłaby nastąpić na przełomie III-go i IV-go kwartału tego roku. Orlen nadal oczekuje podwyższenia oferty ZAP.

Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,39 PLN **Cena docelowa: 5,5 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%
EBITDA	230,1	-327,4		70,5		123,5	75,2%
marża EBITDA	*9,6%*	*-22,0%*		*3,7%*		*5,7%*	
EBIT	164,0	-407,5		-6,1	-98,5%	50,5	
Zysk netto	28,7	-422,1		-12,3	-97,1%	25,9	
P/E	14,1					15,6	
P/CE	4,3			6,3		4,1	
P/BV	0,4	0,8		0,8		0,7	
EV/EBITDA	1,8			10,8		6,1	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	75,0
MC (cena bieżąca)	404,3
EV (cena bieżąca)	761,6
Free float	26,2%
Zmiana ceny: 1m	*-14,4%*
Zmiana ceny: 6m	*5,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-22,9%*
Max (52 tyg.)	8,3
Min (52 tyg.)	4,8



Płynnościowa sytuacja Spółki nadal pozostaje trudna i jej los w dużej mierze zależy od dobrej woli wierzycieli. W naszej opinii bez wzrostu cen i popytu w segmencie nawozowym zbliżenie się do break even w całym roku nie będzie możliwe. Ostatnie spadki kursu zamykają już jednak naszą negatywną rekomendację i dlatego podnosimy zalecenie inwestycyjne do trzymaj. Zwracamy uwagę, że otrzymana zgoda KE na pomoc ratunkową od ARP, choć oczywiście jest dobrą informacją, to stanowi niezbędne minimum do kontynuacji działalności i nie wpływa na naszą wycenę.

1Q'2010- Niskie przychody odpowiadają za słaby wynik

Police w 1Q'2010 zanotowały stratę operacyjną mimo niedawnych zapowiedzi o możliwości zbliżenia się do break even. Główną przyczyną odchylenia od naszych prognoz jest gorszy wynik na przychodach związany ze znacznie niższym wolumenem nawozów (314 tys. ton wobec zakładanych 384 tys. ton i 334 tys. ton w 4Q'09). Przypominamy, że Zarząd dopiero niedawno informował o słabszym pod tym względem marcu. Saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej było ujemne i wyniosło -63 mln PLN, co wynikało przede wszystkim z ponownego wzrostu zapasów (niezrealizowane cele sprzedażowe), które zwiększyły się o 73 mln PLN. W związku z tym nominalny dług netto (nie licząc przeterminowanych zobowiązań) wzrósł q/q z 36 mln PLN na 106 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniosło +5,4 mln PLN i było zbliżone do naszych założeń.

Zarząd będzie się starał o prolongatę zobowiązań

Zarząd Polic poinformował, że w związku z wygasającymi w czerwcu liniami kredytowymi na 160 mln PLN oraz kończącym się porozumieniem z PGNiG będzie podejmował próby prolongaty tych zobowiązań. Spółka chce również pozyskać środki ze sprzedaży praw do emisji CO_2 i faktoringu. Nadal Zarząd liczy na to, że uda się wyjść na zero na koniec roku.

Zgoda KE na pomoc ratunkową

Komisja Europejska wyraziła zgodę na udzielenie Policom przez ARP pomocy ratunkowej w kwocie 150 mln PLN. Pożyczka zostanie wypłacona niezwłocznie po podpisaniu wynegocjowanej wcześniej umowy oraz ustanowieniu zabezpieczeń na rzecz ARP. Środki zostaną przeznaczone na kapitał obrotowy i spłatę zobowiązań handlowych, m.in. wobec PGNiG. Zwracamy jednak uwagę, że nie rozwiązuje to wszystkich problemów Polic, gdyż przeterminowany dług wobec dostawcy gazu to około 130 mln PLN, a w czerwcu wygasają bankowe linie kredytowe na 160 mln PLN.

Wiceszef RN o najbliższej przyszłości Spółki

Według wiceszefa Rady Nadzorczej Polic Pana Zygmunta Kwiatkowskiego w Spółce potrzebne są radykalne działania restrukturyzacyjne bez których nie uda się przetrwać na rynku. Zapowiada on wypowiedzenie układu pracy i powiązanie pensji z sytuacją finansową firmy, na co nie chcą się zgodzić związki zawodowe. Niezbędna będzie także optymalizacja zatrudnienia. Szansą dla Polic na przetrwanie okresu poza sezonem ma być kontrakt na usługową produkcję nawozów z firmą rosyjską, która dostarczy surowiec i przedpłatę na płace. Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej nie wyklucza także zmian w Zarządzie Spółki. Realizacja kompleksowego planu restrukturyzacji byłaby szansą dla Polic, ale z dyskontowaniem takiego scenariusza radzimy poczekać do rozpoczęcia realizacji tych zamierzeń.

Są chętni na II-gą grupę chemiczną

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz poinformował, że kupnem ZA Puławy i ZCH Police są zainteresowani zarówno europejscy inwestorzy, jak i firmy spoza naszego kontynentu. Potencjalni oferenci docierają nie tylko bezpośrednio do MSP, ale również bezpośrednio kontaktują się ze spółkami. Obecnie resort zaprosił do składania ofert na 50,67% pakiet w ZAP i

59,41% w ZCH Police. Inwestorzy mogą odbierać memorandum informacyjne, a wiążących ofert MSP spodziewa się do końca 3Q. Fiasko prywatyzacji I-szej grupy chemicznej nakazuje jednak podchodzić do tego procesu z dużą ostrożnością.

ZA Puławy (Trzymaj)

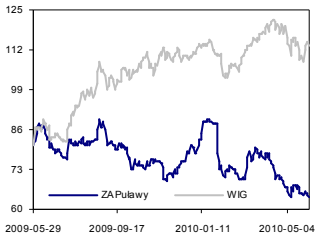
Cena bieżąca: 63,9 PLN **Cena docelowa: 72,05 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mln PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana
Przychody	2 396,8	2 028,4	-15,4%	2 391,1	17,9%	2 848,6	19,1%
EBITDA	407,2	139,0	-65,9%	200,9	44,5%	407,4	102,8%
marża EBITDA	*17,0%*	*6,9%*		*8,4%*		*14,3%*	
EBIT	338,3	67,9	-79,9%	101,2	49,1%	282,4	179,0%
Zysk netto	194,6	67,8	-65,2%	82,5	21,8%	226,9	174,9%
P/E	6,3	18,0		14,8		5,4	
P/CE	4,6	8,8		6,7		3,5	
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,7	
EV/EBITDA	1,6	7,6		6,2		2,8	
Dyield (%)	6,7	15,9		1,4		1,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	19,1
MC (cena bieżąca)	1 221,4
EV (cena bieżąca)	1 237,0
Free float	29,2%
Zmiana ceny: 1m	*-4,6%*
Zmiana ceny: 6m	*-11,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-24,8%*
Max (52 tyg.)	89,5
Min (52 tyg.)	63,8



Akcje ZA Puławy zachowywały się w maju nieco lepiej od szerokiego rynku, ale również zanotowały spadek notowań, co miało związek ze słabnącą koniunkturą w sektorze nawozowym (koniec sezonu, dalszy spadek cen mocznika i RSM) oraz zapowiadanym przez Zarząd na okres letni przestojem remontowym na instalacji mocznika w związku z podłączaniem nowej tlenowni. W naszej opinii najbliższe miesiące nie przyniosą przełomu na rynku rolnym, a powódź może dodatkowo osłabić krajowy popyt na nawozy. Obciążeniem będzie także podwyżka cen gazu wprowadzona od czerwca, którą ciężko będzie przenieść na klientów końcowych. Planowana na czerwiec decyzja o zakupie Anwilu, może również (jeśli będzie pozytywna) infekować kurs z uwagi na oczekiwaną emisję akcji. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki za 3Q'09/10 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki ZAP za ostatni kwartał nie odbiegały istotnie od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego, zarówno na poziomie przychodów jak i zysków. Spółka wypracowała 44 mln PLN zysku operacyjnego, mimo iż nie księgowała w tym okresie przychodów z jednostek ERU (my zakładaliśmy 12 mln PLN wpływów z tego tytułu). Niższe saldo na pozostałej działalności operacyjnej zostało jednak zrekompensowane poprzez niższe od naszych szacunków pozostałe koszty rodzajowe, prawdopodobnie z uwagi na mniejsze koszty remontowe związane z trudnymi warunkami pogodowymi. W ujęciu segmentowym największą poprawę Puławy w ujęciu q/q zanotowały w segmencie agro, gdzie podwyżki cen na rynku krajowym pozwoliły na osiągnięcie EBIT na poziomie 50 mln PLN wobec -21 mln PLN straty w poprzednim kwartale. Wolumeny mimo sezonu wzrosły q/q tylko o 4%, gdyż pogoda opóźniła nieco aplikację nawozów w rolnictwie, a dystrybutorzy nadal ograniczają zakupy na zapasy. W segmencie chemicznym również odnotowano poprawę rentowności, ale nadal na tej działalności wynik był ujemny (-5,1 mln PLN vs. -21,9 mln PLN w poprzednim kwartale), co jest pewnym zaskoczeniem w kontekście obserwowanych wzrostów cen melaminy i poprawie marż na kaprolaktamie oraz brakiem remontu na tej ostatniej instalacji. Znaczna część skonsolidowanej marży została alokowana w segmencie energetycznym, który wygenerował zysk na poziomie 39,7 mln PLN, co wpisuje się w sezonowość tego obszaru działalności i wysokich cen energii. Koszty nieprzypisane wyniosły 17 mln PLN i były zbliżone do poprzedniego kwartału (po oczyszczeniu o przychody z jednostek emisji i świadectw pochodzenia wyniosły wówczas 15,3 mln PLN). Na działalności finansowej dodatnie saldo wyniosło 5,1 mln PLN i było nieco niższe niż zakładaliśmy (6,8 mln PLN). Ostatecznie na poziomie zysku netto odchylenie od naszych szacunków było minimalne.

Zakończenie negocjacji w sprawie Anwilu w połowie czerwca

Według Zarządu ZA Puławy zakończenie negocjacji w sprawie zakupu akcji Anwilu jest możliwe w połowie czerwca i jeśli udałoby się dotrzymać tego terminu oraz strony porozumiałby się co do ceny to finalizacja transakcji mogłaby nastąpić na przełomie III-go i IV-go kwartału tego roku. ZAP analizują również możliwości inwestycji w nową instalację produkcyjną w Afryce Północnej z bezpośrednim dostępem do tanich złóż gazu. Na razie jednak projekt ten jest w bardzo wstępnej fazie i Puławy zamierzają go realizować tylko we współpracy z partnerami (chodzi o koncerny z Chin i Japonii). Ocena akwizycji Anwilu będzie możliwa dopiero po publikacji szczegółowych parametrów tej transakcji.

Są chętni na II-gą grupę chemiczną

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz poinformował, że kupnem ZA Puławy i ZCH Police są zainteresowani zarówno europejscy inwestorzy, jak i firmy spoza naszego kontynentu. Potencjalni oferenci docierają nie tylko bezpośrednio do MSP, ale również bezpośrednio kontaktują się ze spółkami. Obecnie resort zaprosił do składania ofert na 50,67% pakiet w ZAP i 59,41% w ZCH Police. Inwestorzy mogą odbierać memorandum informacyjne, a wiążących

ofert MSP spodziewa się do końca 3Q. Fiasko prywatyzacji I-szej grupy chemicznej nakazuje jednak podchodzić do tego procesu z dużą ostrożnością.

Energetyka

CEZ (Trzymaj)

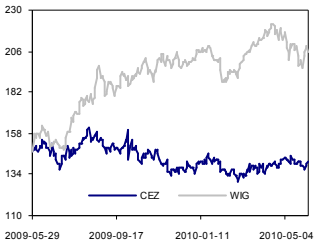
Cena bieżąca: 140,9 PLN **Cena docelowa: 140,3 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-03

(mln CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	189 756,3	-3,4%	194 221,9	2,4%
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	87 198,9	-4,3%	87 942,5	0,9%
marża EBITDA	*48,2%*	*46,4%*		*46,0%*		*45,3%*	
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 657,7	-9,6%	61 339,4	-0,5%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	47 095,3	-8,6%	46 677,9	-0,9%
P/E	11,4	9,3		10,2		10,3	
P/CE	7,7	6,5		6,6		6,6	
P/BV	3,1	2,4		2,2		2,0	
EV/EBITDA	7,1	6,8		7,3		7,6	
Dyield (%)	4,5	5,5		6,1		5,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	538,0
MC (cena bieżąca)	75 802,8
EV (cena bieżąca)	100 831,7
Free float	29,3%
Zmiana ceny: 1m	*-2,1%*
Zmiana ceny: 6m	*3,6%*
Zmiana ceny: 12m	*177,6%*
Max (52 tyg.)	161,1
Min (52 tyg.)	130,0



Dobre wyniki kwartalne i spekulacje dotyczące wysokości dywidendy wspierały kurs CEZ-u w pierwszej połowie miesiąca, ale końcówka miesiąca była już mniej sprzyjająca z uwagi na korektę poprzednich wzrostów cen energii na giełdzie EEX oraz rozczarowującą propozycję Zarządu co do podziału ubiegłorocznego zysku. W naszej opinii najbliższe tygodnie nie przyniosą przełomu w notowaniach czeskiego koncernu, a istotnej zmiany sentymentu oczekujemy dopiero w drugiej połowie roku w oczekiwaniu na finansowe efekty uruchomienia farm wiatrowych w Rumunii. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki 1Q powyżej oczekiwań dzięki dystrybucji

W 1Q'10 CEZ wypracował ponad 27,3 mld CZK EBITDA, co jest kwotą zbliżoną do konsensusu rynkowego i niecałe 5% wyższą od naszych szacunków. Głównym powodem pozytywnego odchylenia od naszych prognoz jest wyższy niż się spodziewaliśmy zysk w segmencie dystrybucyjnym, gdzie nie doszacowaliśmy pozytywnego efektu wyższych taryf przesyłowych w Czechach (EBITDA 5,8 mld CZK vs. nasze oczekiwania 3,9 mld CZK). W segmencie wytwarzania, zgodnie z oczekiwaniami, zanotowano spadek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w ujęciu r/r aż o 19%. EBITDA na tej działalności była nawet nieco niższa niż prognozowaliśmy (18,9 mld CZK vs. 19,3 mld CZK) mimo zaksięgowania zysków ze sprzedaży CO_2 w kwocie 921 mln CZK których nie uwzględnialiśmy. W obszarze wydobywczym EBITDA była zgodna z naszymi szacunkami, co oznacza spadek r/r o 20% i wynika ze spadku cen węgla oraz niższych wolumenów zakupu przez elektrownie z Grupy. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -228 mln CZK wobec szacowanych przez nas +460 mln CZK. Główny powód odchylenia to brak pozytywnej kontrybucji netto z pozycji zyski jednostek konsolidowanych metodą praw własności, czego przyczyną były zmiany metodologii księgowej w spółkach tureckich (prawdopodobnie z tego tytułu pojawił się słaby wynik w SEDAS). W 1Q 2010 CEZ wygenerował 19,5 mld CZK przepływów z działalności operacyjnej, co jest poziomem zbliżonym do wyniku 1Q'2009. Przy niższych wydatkach inwestycyjnych (11,5 mld CZK) udało się więc obniżyć zadłużenie netto do poziomu 113,7 mld CZK na koniec kwartału.

Finalizacja I-go etapu rumuńskich farm wiatrowych

CEZ spodziewa się, że jeszcze wiosną otrzyma pozwolenie na przyłączenie do sieci i uruchomienie farm wiatrowych zbudowanych w ramach I-go etapu projektu Fontanele&Cogealac w Rumunii. Pierwsza część tej inwestycji obejmuje turbiny o łącznej mocy 347 MW, które będą produkować około 0,8 TWh energii rocznie. Przypominamy, że w ramach funkcjonujących w Rumunii przepisów koncern będzie dodatkowo otrzymywał 2 zielone certyfikaty na 1MWh wiatrowej energii (po 55 EUR każdy), stąd pozytywny efekt finansowy oddania części tego projektu do użytkowania będzie widoczny na poziomie skonsolidowanym. Inwestycja ta jest uwzględniona w naszym modelu od połowy roku.

Propozycja dywidendy w wysokości 53 CZK na akcję

Zarząd zaproponował wypłatę 55% ubiegłorocznego zysku netto w formie dywidendy, co implikuje 53 CZK na akcję. Dzień dywidendy wyznaczono na 29 czerwca, a termin wypłaty na 2 sierpnia. Według wcześniejszych doniesień prasowych czeski rząd może optować za wypłatą wyższej dywidendy z zysku CEZ za rok 2009, niż ta wynikająca z dotychczasowej polityki Zarządu (50-60% zysku), nawet sięgającą 85% skonsolidowanego zysku. W naszym modelu zakładamy wypłatę na poziomie 57% (54,7 CZK/akcję), co implikuje yield rzędu 6,4%. W przypadku wypłaty 85% zysku yield wyniósłby 9,5%. Ostateczna decyzja o wysokości wypłaty dywidendy zapadnie na WZA zwołanym na 29 czerwca.

Enea (Kupuj)

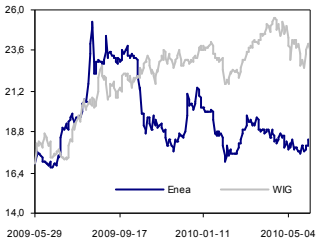
Cena bieżąca: 18,17 PLN **Cena docelowa: 21,24 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 519,7	4,9%	7 602,7	1,1%
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 365,4	17,0%	1 379,8	1,1%
marża EBITDA	*14,3%*	*16,3%*		*18,2%*		*18,1%*	
EBIT	251,4	505,6	101,1%	698,8	38,2%	699,5	0,1%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	653,4	27,2%	654,8	0,2%
P/E	37,2	15,6		12,3		12,2	
P/CE	9,5	6,8		6,1		6,0	
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8	
EV/EBITDA	6,4	6,3		4,2		4,9	
Dyield (%)	1,3	2,5		3,2		4,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	441,4
MC (cena bieżąca)	8 021,0
EV (cena bieżąca)	5 764,6
Free float	18,4%
Zmiana ceny: 1m	*-0,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-0,1%*
Zmiana ceny: 12m	*3,8%*
Max (52 tyg.)	25,3
Min (52 tyg.)	16,7



Akcje ENEI po lepszych od oczekiwań wynikach za 1Q, zachowywały się w maju nieco lepiej od szerokiego indeksu, a dodatkowym wsparciem dla kursu była ogłoszona decyzja sądu w sprawie rekompensat KDT przyznająca rację spółkom energetycznym w sporze z URE (podobna decyzja w przypadku ENEI oznaczałaby ponowne rozpoznanie około 160 mln PLN przychodów bez kosztów). Nadal obecny kurs oferuje 20% dyskonta do naszej wyceny i dlatego podnosimy rekomendację inwestycyjną do kupuj. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach roku sentyment do sektora wraz z realizacją planowanych ofert publicznych i emisją akcji ulegnie poprawie.

Wyniki 1Q nieco powyżej oczekiwań dzięki dystrybucji

Wyniki Grupy ENEA w 1Q'10 okazały się lepsze od naszych oczekiwań, a odchylenie na poziomie EBIT sięgnęło 12,4%. W ujęciu segmentowym najlepszy wynik został wypracowany w obszarze dystrybucji (126 mln PLN wobec oczekiwanych 69 mln PLN i 48 mln PLN przed rokiem), co ma związek z podwyżkami taryf sieciowych i prawdopodobnie niższymi kosztami energii na pokrycie strat sieciowych. Gorzej od naszych prognoz wypadł natomiast segment wytwarzania (69 mln PLN wobec prognozy 102 mln PLN i 123 mln PLN przed rokiem), mimo wyższej o 3,7% produkcji w Kozienicach przy wyższym udziale współspalanej biomasy. Na działalności obrotu wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami (55 mln PLN wobec 53 mln PLN), a spadek r/r (69 mln PLN) to efekt niższych wolumenów (w detalu -2,2%, a w hurcie aż -8,5%), zaostrzającej się konkurencji oraz kosztów energii kolorowej. W rozbiciu kosztów wg rodzaju nie obserwujemy istotnych odchyleń w ujęciu r/r, poza wyższymi o 37 mln PLN kosztami wynagrodzeń (+19% r/r). Na poziomie działalności finansowej saldo w kwocie +45 mln PLN nie odbiegało od naszych oczekiwań i zysk netto wyniósł 218 mln PLN. W 1Q'2010 Spółka wygenerowała z działalności operacyjnej 328 mln PLN gotówki przy wydatkach inwestycyjnych na poziomie 200 mln PLN.

Pozytywny wyrok sądu w sprawie KDT

PGE poinformowała, że zgodnie z ogłoszonymi wyrokami Sądu Okręgowego w Warszawie, Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów została zmieniona decyzja Prezesa URE w zakresie ustalenia wysokości korekt rocznych kosztów osieroconych za rok 2008, poprzez uwzględnienie w całości odwołań spółek wchodzących w skład Grupy PGE. Decyzja sądu to w naszej opinii bardzo pozytywna informacja nie tylko dla PGE, ale również dla ENEI (wyrok w sprawie tej Spółki jeszcze nie został ogłoszony), która odpisała w całości rekompensaty za rok 2008 (81 mln PLN z czego 44,7 mln PLN Spółka musiała zwrócić) i nie księgowała przychodów z tego tytułu w roku 2009 (należne 89 mln PLN).

PGE (Kupuj)

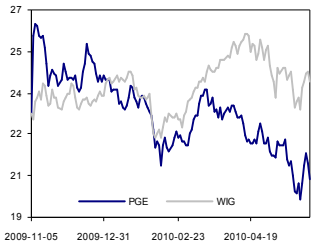
Cena bieżąca: 20,5 PLN **Cena docelowa: 27,9 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-30

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 123,7	-2,3%	22 348,1	5,8%
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	7 394,2	-7,4%	7 950,2	7,5%
marża EBITDA	*30,1%*	*36,9%*		*35,0%*		*35,6%*	
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 667,4	-12,7%	4 889,6	4,8%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 138,3	-6,9%	3 305,3	5,3%
P/E	15,7	10,5		11,3		10,7	
P/CE	6,7	5,9		6,0		5,6	
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0	
EV/EBITDA	7,3	5,1		5,7		5,8	
Dyield (%)	1,4	3,5		3,7		4,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 730,1
MC (cena bieżąca)	35 466,8
EV (cena bieżąca)	41 815,0
Free float	15,0%
Zmiana ceny: 1m	*-7,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-15,6%*
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	26,5
Min (52 tyg.)	19,7



Bardzo dobre wyniki za 1Q nie zdołały zmienić sentymentu do akcji PGE, które nadal są infekowane przez perspektywę podaży akcji w sektorze. Być może ogłoszona w ostatnich dniach pozytywna decyzja sądu w sprawie rekompensat KDT poprawi nieco notowania koncernu, który jest wyceniany z prawie 30% dyskontem do CEZ, co nie jest w naszej opinii w dużej mierze uzasadnione. Zwracamy również uwagę, że planowana na jesień emisja akcji dla pracowników w zamian za udziały mniejszości będzie miała pozytywny wpływ na wskaźniki wyceny (mniejsze rozwodnienie niż wynika to z księgowych kapitałów mniejszości i zysków dedykowanych do tych udziałowców) i istotnie zwiększy freefloat Spółki, przy czym nie należy w naszej opinii spodziewać się istotnej podaży tych akcji, gdyż w wielu przypadkach oznaczałoby to odnotowanie straty na inwestycji (rynek wtórny na akcje spółek parterowych). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q nominalnie zgodne z oczekiwaniami, ale przy niższych KDT-ach

Wyniki PGE za 1Q'10 w ujęciu nominalnym okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami i rynkowym konsensusem, aczkolwiek zostały wypracowane przy znacznie niższych niż prognozowaliśmy przychodach z tytułu rekompensat KDT (tylko 65,5 mln PLN vs. oczekiwane 212 mln PLN i 335 mln PLN przed rokiem). W ujęciu segmentowym największy udział w skonsolidowanym zysku operacyjnym miał segment wytwarzania i wydobycia, który wygenerował EBIT na poziomie 927 mln PLN wobec prognozowanych 887 mln PLN i 1,2 mld PLN w 1Q'09. Pozytywne odchylenie w tym obszarze jest szczególnie ważne w kontekście wcześniej wspomnianych niższych przychodów z KDT oraz podobnego w ujęciu r/r wolumenu produkcji, co sugeruje utrzymanie cen hurtowych na atrakcyjnym poziomie. Segment dystrybucji zgodnie z oczekiwaniami poprawił rezultat sprzed roku dzięki podwyżce taryf i wyższym wolumenom (wzrost sprzedaży do odbiorców finalnych wyniósł +4%). EBIT na tej działalności wyniósł 172 mln PLN wobec oczekiwanych 166 mln PLN i 132 mln PLN przed rokiem. W przypadku segmentu obrotu zysk operacyjny sięgnął 109 mln PLN (nasza prognoza 89 mln PLN i 55 mln PLN przed rokiem), a w detalu zgodnie z oczekiwaniami zanotowano spadek r/r z uwagi na zaostrzającą się konkurencję w kategorii odbiorców przemysłowych oraz dodatkowe koszty kolorowych certyfikatów w taryfie G, ale był on niższy niż zakładaliśmy (EBIT 82 mln PLN wobec prognozy 47 mln PLN i 109 mln PLN przed rokiem). W przypadku energii odnawialnej nie było zaskoczeń i EBIT w tym obszarze był zbliżony do ubiegłorocznego (27 mln PLN wobec 33 mln PLN). Ostatecznie więc skonsolidowany EBIT wyniósł 1,37 mld PLN i był wyższy od naszych szacunków o 7%, ale po oczyszczeniu rezultatów o rekompensaty KDT zysk operacyjny byłby wyższy od naszych prognoz o 23%. Na poziomie kosztów rodzajowych warto odnotować niższe r/r o 75 mln PLN wydatki z tytułu usług obcych (ograniczenie remontów z uwagi na pogodę) i jednoczesny wzrost kosztów wynagrodzeń o 144 mln PLN (+16%). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było neutralne wobec -91 mln PLN przed rokiem, dzięki korzystniejszemu saldu na rezerwach (w 1Q'2010 rozwiązano rezerwę na spory handlowe w kwocie 47 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej wraz z zyskami z Polkomtela saldo wyniosło +40 mln PLN, podczas gdy my zakładaliśmy +134 mln PLN, a odchylenie to efekt niższych przychodów odsetkowych oraz 30 mln PLN kosztów różnic kursowych.

Plany inwestycyjne w ZEDO

PGE podjęła decyzję o wstępnych przygotowaniach do inwestycji w Zespole Elektrowni Dolna Odra. Chodzi o budowę 2 bloków gazowo-parowych o łącznej mocy 860 MW oraz bloku kogeneracyjnego opartego na gazie w EC Pomorzany o mocach 244 MWe i 170 MWt. Łączny koszt tych inwestycji szacowany jest na 4,4 mld PLN. Kluczowym czynnikiem przesądzającym rozpoczęcie realizacji tych projektów będzie zapewnienie dostaw gazu z terminala LNG. Planowane uruchomienie nowych bloków przypadać ma na lata 2015-16. Według prospektu emisyjnego na lata 2015-16 planowane było uruchomienie tylko bloku w EC Pomorzany i tak zakładamy w naszym modelu. Pozostałych inwestycji w ZEDO nie uwzględnialiśmy w naszych prognozach gdyż były oznaczone jako projekty we wstępnej fazie przygotowania, albo tak jak w

przypadku wspominanych 2 bloków gazowych o mocy 800-1000 MW ich uruchomienie planowano dopiero na rok 2025. Przyspieszenie tego ostatniego projektu może skłonić nas do zmiany założeń na kolejne lata zarówno jeśli chodzi o capex jak i produkcję energii.

Pozytywny wyrok sądu w sprawie KDT

PGE poinformowała, że zgodnie z ogłoszonymi wyrokami Sądu Okręgowego w Warszawie, Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów została zmieniona decyzja Prezesa URE w zakresie ustalenia wysokości korekt rocznych kosztów osieroconych za rok 2008, poprzez uwzględnienie w całości odwołań spółek wchodzących w skład Grupy PGE. Przypominamy, że URE zakwestionowało 434,7 mln PLN przyznanych PGE rekompensat w roku 2008, z czego połowę decyzją sądu Spółka musiała zwrócić. Uprawomocnienie się tego wyroku będzie więc oznaczało przypływ gotówki w kwocie 217 mln PLN i dodatkowo może wskazywać, że URE na podstawie dotychczasowych argumentów nie powinno kwestionować rekompensat przyznanych Spółce w 2009 roku.

Telekomunikacja

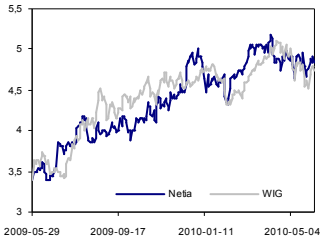
Netia (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,83 PLN **Cena docelowa: 4,3 PLN**

Analityk: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 525,4	1,3%	1 629,0	6,8%
EBITDA	170,6	284,3	66,6%	323,5	13,8%	359,3	11,1%
marża EBITDA	*15,3%*	*18,9%*		*21,2%*		*22,1%*	
EBIT	-99,7	-14,2	-85,7%	33,7		79,2	135,1%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	37,4	-57,8%	78,1	108,6%
P/E	8,2	21,2		50,2		24,1	
P/CE	3,8	4,9		5,7		5,2	
P/BV	1,0	0,9		1,0		0,9	
EV/EBITDA	9,9	6,0		4,9		4,2	
Dyield (%)	0,0	-0,6		2,0		4,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	389,2
MC (cena bieżąca)	1 879,7
EV (cena bieżąca)	1 597,1
Free float	100,0%
Zmiana ceny: 1m	*-1,8%*
Zmiana ceny: 6m	*8,8%*
Zmiana ceny: 12m	*38,0%*
Max (52 tyg.)	5,2
Min (52 tyg.)	3,4



Naszym zdaniem rynek dyskontuje wzrost bazy abonenckiej, która jednak nie przekłada się na adekwatny wzrost przychodów. Oszczędności kosztowe mają miejsce m.in. w obszarach sprzedażowych a marże EBITDA dodatkowo podwyższają jednorazowe zdarzenia. Wyczerpuje się również efekt prostych oszczędności związanych z połączeniem z Tele2 Polska. Plusem są oszczędności na poziomie kosztów ogólnego zarządu. W związku ze strategią i zmianą regulacji przez UKE w najbliższej przyszłości Netii będzie coraz trudniej zdobywać rynek. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Najbliższe plany zarządu

Netia w najbliższym czasie poinformuje o kolejnych akwizycjach sieci ethernetowych. Zarząd oczekuje, że liczba pozyskanych w tym roku abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu zbliży się do wyniku z roku 2008 (35 tys., 17 tys. w 2009r.). W połowie br. zarząd przedstawi politykę dywidendową na kolejne lata. Ewentualna dywidenda za 2010 rok byłaby uzależniona od dużych akwizycji. Ponadto zarząd spółki pracuje nad strategią rozwoju po 2012 roku i zamierza przedstawić ją na przełomie roku, najpóźniej na początku 2011 roku.

TP SA (Akumuluj)

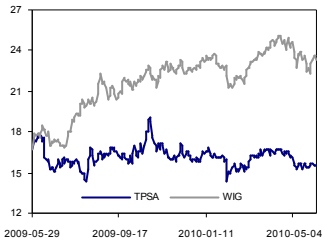
Cena bieżąca: 15,55 PLN **Cena docelowa: 17,6 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-23

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 516,0	-6,3%	15 211,5	-2,0%
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	5 662,8	-9,3%	5 668,3	0,1%
marża EBITDA	*42,0%*	*37,7%*		*36,5%*		*37,3%*	
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	1 813,8	-13,5%	1 884,8	3,9%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	1 150,0	-10,2%	1 204,1	4,7%
P/E	9,7	16,2		18,1		17,2	
P/CE	3,3	3,8		4,2		4,2	
P/BV	1,2	1,3		1,3		1,4	
EV/EBITDA	3,5	4,0		4,5		4,5	
Dyield (%)	10,9	9,6		9,6		9,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 335,6
MC (cena bieżąca)	20 769,3
EV (cena bieżąca)	25 613,7
Free float	46,0%
Zmiana ceny: 1m	*-3,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-4,0%*
Zmiana ceny: 12m	*-10,2%*
Max (52 tyg.)	19,0
Min (52 tyg.)	14,3



2010 będzie dla TP trudny (dalszy spadek przychodów i marży EBITDA), ale wycenę spółki broni dywidenda (DY: 10%). Otoczenie w jakim działa TP już teraz zmienia się na jej korzyść (porozumienie z UKE daje szansę na odzyskanie części rynku dostępu do internetu, UKE wycofuje się z agresywnej polityki utrzymywania asymetrii MTR). Obecnie ceny usług mobilnych w Polsce są jednymi z najtańszych w Europie. Drugie półrocze powinno już pokazać poprawę wyników TP i rosnącą liczbę abonentów w kluczowych dla operatora obszarach. W najbliższych trzech latach, przy wzroście wydatków inwestycyjnych związanych z porozumieniem z UKE (dodatkowo 800-900 mln PLN rocznie) TP nadal będzie generować 2-2,3 mld PLN FCF, co pozwoli operatorowi utrzymać dywidendę w tym okresie na poziomie 1,5 PLN na akcje. Naszym zdaniem inwestorzy uwzględniają w wycenie negatywne zdarzenia (szybką erozję przychodów i zysków, wyższy CAPEX, DPTG) pomijając potencjalne pozytywy (część inwestycji może być finansowana z programu „Innowacyjna gospodarka" - łączny budżet 300 mln EUR; zakończenie sporu ws. dopłaty do usługi powszechnej może dać jednorazowo TP 300-500 mln PLN gotówki i kolejne ponad 100 mln PLN rocznie; pozytywny wpływ CAPEXu na przychody). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

TP o TV

TP ocenia, że na całym rynku płatnej telewizji pozostało jeszcze do zagospodarowania 1,5-2 mln gospodarstw domowych, spółka jest w stanie objąć swoją ofertą około 90% z tych klientów. Jak na razie oferta telewizyjna TP rozczarowuje swoim wpływem na przychody, stanowi raczej element wspierający sprzedaż dostępu do internetu.

TP inwestuje

TP wybudowała infrastrukturę pozwalającą na uruchomienie ponad 100 tys. łączy szybkiego internetu. To efekt podpisanego porozumienia z UKE. W zamian za to w ciągu trzech lat TP ma wybudować 500 tys. nowych linii i unowocześnić 700 tys. już istniejących. Plan na 2010 zakłada wybudowanie i modernizację 391,9 tys. łączy. UKE podał, że sumując zbudowaną infrastrukturę oraz rozpoczęte projekty TP objęła inwestycjami infrastrukturę stacjonarnego dostępu szerokopasmowego łącznie dla ok. 600 tys. łączy, co stanowi połowę zobowiązań inwestycyjnych przewidzianych w porozumieniu. Informacja jest zgodna z wyznaczonym w porozumieniu z UKE harmonogramem, bez wpływu na kurs. W czerwcu TP powinna przedstawić nową ofertę cenową w dostępie do internetu na łączach o przepływności poniżej 2 Mb/s.

TP wygrywa z UKE – nie będzie wysokich kar

Trybunał Sprawiedliwości UE uznał, że UKE nie miał prawa regulować taryf detalicznych za szerokopasmowy internet oferowany przez TPSA. Efektem decyzji UKE było nałożenie na TP kary w wysokości ponad 300 mln PLN a ich bezpośrednim powodem były ceny Neostrady i żądanie przedstawienia do zatwierdzania cenników za tę usługę (opłata za utrzymanie łącza - wyższa, niż w przypadku takiego samego łącza używanego tylko do linii telefonicznej). UKE złamało unijne prawo telekomunikacyjne nie przeprowadzając przed nałożeniem na TP obowiązku, wymaganej prawem analizy rynku. Inwestorzy zapomnieli już, że nad TP „wisiała" kara za ponad 300 mln PLN kar, również analitycy nie uwzględniali ich w swoich wycenach, dlatego decyzja TS nie wpłynie na wycenę spółki. Przypadek ten pokazuje również, że regulator rynku chociaż może bardzo wiele nie może przekroczyć pewnych barier i istnieje instancja odwoławcza. Naszym zdaniem TP nie będzie agresywnie wykorzystywać decyzji TS w rozmowach z UKE, o tym jak obie strony wyraźnie „ociepliły stosunki". Negatywne dla TP jest to, że polski sąd oddalił wniosek TP o kasację wcześniejszego wyroku, argumentując swoją decyzję źle napisanym przez TP wnioskiem.

Media

Agora (Trzymaj)

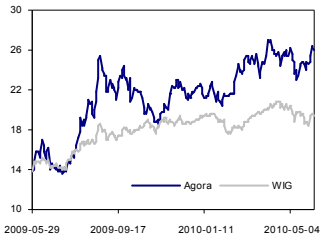
Cena bieżąca: 26,1 PLN **Cena docelowa: 25,2 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 087,8	-2,0%	1 134,0	4,2%
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	149,8	11,7%	148,9	-0,6%
marża EBITDA	*10,0%*	*12,1%*		*13,8%*		*13,1%*	
EBIT	44,6	52,9	18,6%	65,4	23,6%	64,2	-1,8%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	59,5	55,3%	61,9	4,1%
P/E	61,3	34,7		22,4		21,5	
P/CE	13,4	11,1		9,2		9,1	
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0	
EV/EBITDA	10,3	8,5		7,3		7,0	
Dyield (%)	0,0	1,4		2,2		2,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	50,9
MC (cena bieżąca)	1 329,5
EV (cena bieżąca)	1 092,5
Free float	54,3%
Zmiana ceny: 1m	*-0,4%*
Zmiana ceny: 6m	*13,5%*
Zmiana ceny: 12m	*64,4%*
Max (52 tyg.)	27,0
Min (52 tyg.)	13,6



1Q2010 i obserwowane w nim słabnące spadki wpływów reklamowych i utrzymywane pod kontrolą koszty działalności stanowią potwierdzenie pozytywnych tendencji obserwowanych w Agorze w ostatnim roku. Oczekujemy, że również 2Q2010 mimo negatywnego wpływu żałoby narodowej pokaże dalszą poprawę sytuacji na rynku. Na 2010 rok spółka notowana jest z 82,3% premią do zagranicznych wydawców na wskaźniku P/E (efekt wysokiej amortyzacji) oraz 5,0% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA. Jednocześnie spółka jest w trakcie finalizacji korzystnej transakcji zakupu udziałów w operatorze kinowym Helios. Nawet po sfinalizowaniu transakcji Agora wciąż będzie posiadała środki na dokonanie następnych budujących wartość przejęć. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q2010

Wyniki Agory w pierwszym kwartale 2010 roku ukształtowały się nieznacznie powyżej naszych oczekiwań na poziomie wyniku operacyjnego oraz okazały się zdecydowanie lepsze na poziomie wyniku netto. Wpływ na znaczące odchylenie zysku netto od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego miało zaksięgowanie ujemnego podatku dochodowego w wysokości -3,0 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas +2,9 mln PLN wynikających z przyjęcia efektywnej stawki podatkowej na poziomie 19%.

Przychody Agory spadły mniej niż oczekiwaliśmy (248,1 mln PLN vs. 244,4 mln PLN naszej prognozy) m.in. za sprawą mniejszego spadku przychodów reklamowych (ostatecznie spadły do 159,3 mln PLN przy oczekiwanych przez nas 156,9 mln PLN). Pozytywnie należy tu wyróżnić segment outdooru, który obniżył wpływy reklamowe zaledwie o 8,7%, co stanowi znaczne złagodzenie dynamiki spadków w porównaniu do ubiegłego kwartału kiedy ujemna dynamika przekraczała 15,0%. Nasze oczekiwania kształtowały się na poziomie -11,1% r/r. Do 14,5% ujemną dynamikę przychodów z reklamy zredukował też segment prasowy, co naszym zdaniem wyraźnie wskazuje na ożywienie w branży i stanowi dobry prognostyk przed kolejnymi kwartałami.

Mocniejszy od naszych oczekiwań spadek zanotowały natomiast wpływy z kolekcji wydawniczych (14,1 mln PLN vs. 22,9 mln PLN rok temu i 17,0 mln PLN naszej prognozy).

Po stronie kosztowej pozytywnym zaskoczeniem jest znaczący spadek kosztów materiałów i energii (-18,4% r/r), częściowo wpływ miała na to niższa sprzedaż egzemplarzowa, a także mniej sprzedanych kolekcji, częściowo spadek wynikał z mocniejszej polskiej waluty, a także niższych cen papieru. Kolejny raz spółce udało się również mocno zredukować koszty reprezentacji i reklamy, które spadły o 32,2% do 25,9 mln PLN (28,5 mln PLN naszej prognozy). Negatywne zaskoczenie stanowią natomiast naszym zdaniem koszty wynagrodzeń, które spadły r/r jedynie o 4,9%, mimo faktu, że w 1Q2010 w pełni powinien być widoczny efekt restrukturyzacji zatrudnienia. Mniejszy spadek kosztów wynagrodzeń wynika ze zrewidowanych targetów w odniesieniu do planów sprzedażowych, których przekroczenie wpłynęło na wypłatę wyższych wynagrodzeń dla pracowników pracujących na stanowiskach sprzedażowych.

W efekcie powyższych czynników wynik operacyjny wyniósł 16,7 mln PLN przy 14,4 mln PLN naszej prognozy i 13,0 mln PLN konsensusu rynkowego.

Wyższe niż się spodziewaliśmy było saldo na działalności finansowej. Spółka zainwestowała środki w bezpieczne papiery wartościowe, co pozwoliło na wypracowanie nadwyżki z działalności finansowej w wysokości 2,4 mln PLN. W wyniku zmian w strukturze kapitałowej Grupy (sprzedaż udziałów w spółce Inforadio sp. z o.o. Grupie Radiowej Agory sp. z o.o.) Agora miała możliwość zaksięgowania ujemnego podatku w wysokości 3,0 mln PLN. W rezultacie wynik netto raportowanego okresu sięgnął aż 21,7 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 12,2 mln PLN.

W podziale segmentowym na pozytywne wyróżnienie zasługuje segment Internetu, który poza

wysoką dynamiką przychodów zanotował również pierwszy od 2Q2008 pozytywny wynik na poziomie EBITDA oraz niewielką stratę operacyjną w wysokości -0,1 mln PLN.
Pozytywnie odbieramy też wynik segmentu prasowego, który mimo wciąż znacznego spadku przychodów wynikającego z niższych wpływów reklamowych, jak również spadającej sprzedaży egzemplarzowej oraz malejącej sprzedaży kolekcji wydawniczych, dzięki znacznemu ścięciu kosztów osiągnął bardzo dobry wynik 45,7 mln PLN zysku na poziomie EBITDA (w ostatnich latach lepszy kwartalny wynik segment miał jedynie w 1Q2008 i 4Q2009). Mimo znacznie zmniejszonej ujemnej dynamiki przychodów słabiej wypadł natomiast segment outdooru, gdzie Agora zanotowała 5,0 mln PLN operacyjnej straty.

Spadek sprzedaży *Gazety Wyborczej* o 14,7% r/r

Z danych Związku Kontroli Dystrybucji Prasy wynika, że płatna sprzedaż *Gazety Wyborczej* w marcu 2010 spadła o 14,7% r/r i wyniosła 339.236 sztuk. Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* było o 0,4% wyższe m/m. Sprzedaż *Faktu* spadła o 9,8%, *Super Expressu* o 13,1%, *Rzeczpospolitej* o 3,7%.

Rekomendacja zarządu w sprawie dywidendy

Zarząd Agory zarekomenduje Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy wypłatę dywidendy za rok obrotowy 2009 w wysokości 0,50 PLN na akcję. Proponowany dzień ustalenia prawa do dywidendy to 15 lipca 2010 roku, a dzień wypłaty dywidendy to 3 sierpnia 2010 roku. Wypłata dywidendy w tej wysokości implikuje rentowność dywidendową na poziomie 2,1%.

Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

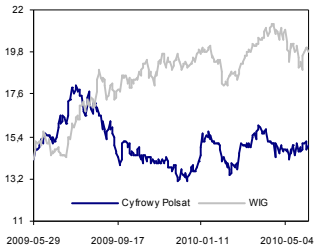
Cena bieżąca: 14,99 PLN **Cena docelowa: 16,6 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-25

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 456,4	15,0%	1 534,5	5,4%
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	438,9	34,0%	505,6	15,2%
marża EBITDA	*30,6%*	*25,9%*		*30,1%*		*32,9%*	
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	374,7	31,3%	417,2	11,4%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	304,7	28,0%	340,7	11,8%
P/E	14,9	16,9		13,2		11,8	
P/CE	13,7	14,4		10,9		9,4	
P/BV	13,6	12,2		8,4		6,5	
EV/EBITDA	11,4	12,0		8,9		7,6	
Dyield (%)	0,9	5,0		3,9		5,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	268,3
MC (cena bieżąca)	4 022,2
EV (cena bieżąca)	3 893,9
Free float	31,8%
Zmiana ceny: 1m	*1,4%*
Zmiana ceny: 6m	*7,8%*
Zmiana ceny: 12m	*1,9%*
Max (52 tyg.)	18,1
Min (52 tyg.)	13,1



Pierwszy kwartał 2010 roku okazał się bardzo udany dla Cyfrowego Polsatu. Spółka zanotowała na wszystkich poziomach rachunku zysku i strat rekordowe wyniki, na co wpływ miały znacznie powiększona pod koniec 2009 roku baza abonentów, korzystniej kształtujące się kursy walutowe, renegocjacja umów z dostawcami licencji programowych i z dostarczającą system warunkowego dostępu firmą Nagravision. Dodatkowo od kwietnia Cyfrowy Polsat rozpoczął produkcję własnych dekoderów HD, co powinno wpływać na obniżenie kosztów działalności spółki. Z drugiej strony negatywnie na wyniki 2Q2010 będzie wpływać osłabienie polskiej waluty. Według naszych szacunków utrzymanie się do końca kwartału bieżącego kursu oznaczać będzie około 9,3 mln PLN dodatkowych kosztów licencyjnych i kosztów przesyłu sygnału. Uważamy jednak, że pozytywne informacje płynące z postępów w rozwoju oferty do Internetu przeważają nad dotychczasowym stopniem osłabienia złotego. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q2010

Wyniki Cyfrowego Polsatu za pierwszy kwartał 2010 roku były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Niewielkie odchylenie powstało na poziomie przychodów (374,0 mln PLN przy 358,5 mln PLN prognozy), co jest efektem dużo wyższego poziomu ARPU, niż to zakładaliśmy w naszych prognozach (36,1 PLN vs oczekiwane 34,8 PLN). Sam wzrost bazy abonenckiej był mniejszy niż oczekiwaliśmy. Ogółem liczba abonentów wzrosła o 37,4 tys użytkowników, podczas gdy zakładaliśmy przyrost bazy abonenckiej na poziomie 50 tys abonentów. W Pakiecie Familijnym nastąpił nawet spadek bazy abonenckiej o 1,5 tys. klientów. Jest to naszym zdaniem efekt urealnienia bazy abonenckiej w platformach po dynamicznym wzroście końcówki ubiegłego roku (eliminowanie z bazy podwójnie liczonych użytkowników zmieniających dostawcę usługi), a także wprowadzonych w końcówce zeszłego roku w regulaminie świadczenia usług, które umożliwiały klientom wypowiadanie umów bez żadnych konsekwencji.
W efekcie przychody abonamentowe wyniosły w pierwszych trzech miesiącach roku 352,6 mln PLN wobec zakładanych przez nas 338,9 mln PLN. W porównaniu do 4Q2009 wpływy z opłat abonamentowych wzrosły aż o 12,9%. Przychody ze sprzedaży dekoderów spadły nieznacznie z 12,0 mln PLN do 10,8 mln PLN przede wszystkim ze względu na niższą średnią cenę sprzedaży urządzenia. Spółka w pierwszym kwartale nadal oferowała abonentom posiadającym stare dekodery (jeszcze z początku dziesięciolecia) możliwość zakupienia nowego dekodera za 1 PLN. Przychody z usług telekomunikacyjnych wzrosły do 3,4 mln PLN z 1 mln PLN w 1Q2009, głównie w związku ze startem usługi dostępu do szerokopasmowego dostępu do Internetu.
Po stronie kosztowej wyższy poziom przychodów abonamentowych został okupiony nieznacznie wyższymi od oczekiwań kosztami licencji programowych (92,7 mln PLN vs. prognozowane 90,5 mln PLN), zwiększonymi nakładami na dystrybucję i marketing (67,5 mln PLN vs. 60,0 mln PLN) oraz zwiększonymi pozostałymi kosztami (34,3 mln PLN wobec zakładanych 30,0 mln PLN).
W ujęciu r/r koszty licencji programowych spadły o 5,0% mimo wyższej bazy abonenckiej (liczba użytkowników generującego większość kosztów licencji pakietu familijnego wzrosła o 337,5 tys.).
Spadek wydatków na licencje jest przede wszystkim efektem renegocjacji umów z dostawcami kontentu, a częściowo wynika z korzystniejszego poziomu kursów walutowych.
Koszty dystrybucji i marketingu wzrosły 37,2% r/r, za co odpowiadają wyższe o około 8,0 mln mln PLN koszty obsługi call center (większa liczba obsługiwanych abonentów oraz prowadzony program retencyjny oraz mailing związany z wysyłaniem do abonentów nowych warunków umowy). Koszty marketingu wzrosły o 9,0 mln PLN.
Wzrost amortyzacji o 8,0 mln PLN jest spowodowany większą liczbą amortyzowanych dekoderów.
Koszty przesyłu sygnału wzrosły r/r o 3,5%. Pozytywny efekt na ograniczenie wzrostu tej grupy

kosztów wynikającego z większej bazy abonenckiej oraz dodatkowego transpondera miały mocniejsza polska waluta oraz renegocjacja umowy z Nagravision dotycząca wysokości stawek za karty warunkowego dostępu.
Istotną pozycją pozostałych kosztów operacyjnych okazały się znaczne odpisy wartości należności na kwotę 10,8 mln PLN (+6,0 mln PLN r/r).
W konsekwencji powyższych czynników Cyfrowy Polsat wypracował wynik operacyjny na poziomie 106,9 mln PLN przy naszej prognozie na poziomie 104,2 mln PLN. Zarówno saldo działalności finansowej jak i efektywna stawka podatku dochodowego była zbliżona do naszych szacunków wobec czego odchylenie wyniku netto od naszej prognozy wyniosło 0,9 mln PLN (86,1 mln PLN wobec zakładanych 85,2 mln PLN).
Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu oceniamy pozytywnie. Niski tegoroczny wzrost bazy abonenckiej jest uwzględniony w naszych prognozach i nie powinien naszym zdaniem stanowić zaskoczenia szczególnie w pierwszym kwartale (wspomniany wyżej efekt urealniania baz abonenckich i wypowiadanych umów). Jako pozytyw można natomiast przyjąć istotny wzrost ARPU.

Wywiad z Zygmuntem Solorzem-Żakiem

W wypowiedzi dla PAP Zygmunt Solorz ocenił wyniki pierwszego kwartału, które zostały opublikowane 17 maja jako dobre. Jednocześnie ocenił rozwój oferty szerokopasmowego dostępu do Internetu stwierdzając, że decyzje dotyczące dalszej rozbudowy infrastruktury technicznej już zapadły i do końca 2010 roku miałoby stać 1200 stacji bazowych (obecnie 350). Dodatkowo dobrym wynikiem według głównego akcjonariusza Cyfrowego Polsatu byłaby penetracja usługą dostępu do Internetu 30% bazy abonenckiej spółki. 30% będzie naszym zdaniem trudne do osiągnięcia, gdyż po etapie rozbudowy sieci nie pozostanie wiele czasu na biznesowe jej zagospodarowanie. Nie mniej jednak uważamy, że oferta ma spore szanse na osiągnięcie znacznego sukcesu zwłaszcza, że w dużym stopniu będzie rozpowszechniana na terenach z niedużą konkurencją.

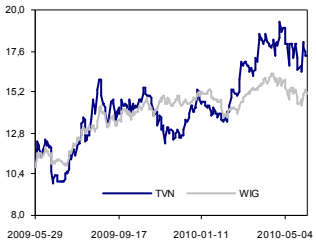
TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,33 PLN **Cena docelowa: 17 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski
Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-19

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 485,0	17,0%	2 718,1	9,4%
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	661,0	-16,8%	784,2	18,6%
marża EBITDA	*37,5%*	*37,4%*		*26,6%*		*28,9%*	
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	432,0	-29,4%	540,6	25,1%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	287,1	-31,8%	361,3	25,9%
P/E	16,6	14,0		20,5		16,3	
P/CE	13,7	9,8		11,4		9,8	
P/BV	3,7	4,6		4,7		3,8	
EV/EBITDA	9,9	9,8		12,2		10,0	
Dyield (%)	2,0	4,5		1,8		1,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	340,4
MC (cena bieżąca)	5 898,8
EV (cena bieżąca)	8 043,0
Free float	40,2%
Zmiana ceny: 1m	*-8,7%*
Zmiana ceny: 6m	*36,0%*
Zmiana ceny: 12m	*43,2%*
Max (52 tyg.)	19,3
Min (52 tyg.)	9,9



W pierwszym kwartale 2010 roku spółka po raz pierwszy od końca 2008 roku zanotowała pozytywną dynamikę przychodów reklamowych. Wpływy z reklamy wzrosły w tym okresie o 3,9%. W naszej opinii powyższy wzrost daje wyraźny sygnał o poprawie sytuacji na polskim rynku reklamowym i sądzimy, że mimo negatywnego wpływu kwietniowej tragedii i 9 –dniowej żałoby narodowej najbliższe dwa kwartały powinny przynieść dalszą poprawę sytuacji. Z uwagi na fakt, że bieżąca wycena rynkowa spółki prawidłowo w naszym odczuciu dyskontuje szanse i zagrożenia płynące z otoczenia konkurencyjnego spółki podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q2010

Wyniki TVN w pierwszym kwartale były słabsze od naszych oczekiwań ze względu na bardzo słaby wynik zanotowany przez platformę cyfrową ‘n’, która przyniosła 25,1 mln PLN straty EBITDA i 59,1 mln PLN straty operacyjnej (przy oczekiwanych przez nas odpowiednio 11,0 mln PLN i 38,0 mln PLN straty). Po skorygowaniu osiągnięć Grupy o słabszy wynik platformy wyniki były na poziomie operacyjnym zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Pozytywnym aspektem opublikowanych wyników jest naszym zdaniem znaczna poprawa dynamiki przychodów reklamowych. Wpływy z reklam wzrosły w TVN w 1Q2010 o 3,9%, podczas gdy jeszcze w ostatnim kwartale 2009 roku ich spadek sięgał -9,1%. Szczególnie dużą poprawę zanotowały kanał TVN24 (wzrost przychodów z reklamy o 31,0%), Onet (+16,0%) oraz pozostałe kanały tematyczne (+15,0%). Nie zmieniły się natomiast w ujęciu r/r przychody reklamowe głównego kanału.

Negatywnym zaskoczeniem były natomiast przychody uzyskane z audiotele, co było spowodowane zmianami legislacyjnymi i wdrażanymi w związku z nimi zmianami w ofercie konkursowo-loteryjnej. W przypadku działalności audiotele kolejne kwartały powinny w części zrekompensować ubytek przychodów z początku roku.

Po stronie kosztowej działalności najbardziej widoczną zmianą jest znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń, które zwiększyły się q/q o 32,9% do 65,1 mln PLN. Znaczący wzrost kosztów wynagrodzeń w raportowanym kwartale jest spowodowany przez zawiązanie rezerw urlopowych a także większych wydatków na ZUS. Inną grupą kosztową, która zwiększyła się w porównaniu do ubiegłego roku w sposób istotny i mocno przekroczyła nasze szacunki były koszty amortyzacji licencji programowych, która wzrosła z 33,0 mln PLN do 48,4 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny TVN ukształtował się na poziomie 40,0 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 59,5 mln PLN.

Saldo działalności finansowej sięgnęło -46,3 mln PLN. Głównymi pozycjami salda finansowego były koszty odsetkowe (-68,2 mln PLN) oraz różnice kursowe od zadłużenia zobowiązań warunkowych i aktywów (kwota netto 120,2 mln PLN).

Grupa zaksięgowała dość wysoki podatek dochodowy, który wyniósł 19,4 mln PLN. Ponieważ różnice kursowe nie stanowiły kosztu uzyskania przychodów skorygowany wynik brutto Grupy był bliski zera. Z uwagi na fakt, że ITI Neovision stanowi oddzielną jednostkę jej znaczące straty nie były kompensowane z zyskami „starej” Grupy co wpłynęło na rozpoznanie znacząco wyższego podatku dochodowego, niż ten wynikający ze skorygowanego wyniku brutto Grupy. W konsekwencji zysk netto TVN wyniósł za pierwsze trzy miesiące roku 63,9 mln PLN.

W ITI Neovision poza rozczarowującymi wynikami finansowymi platforma zanotowała wzrost liczby abonentów o 27,0 tys. do 724,0 tys. użytkowników. Średni miesięczny przychód na abonenta utrzymał się na poziomie z czwartego kwartału tj. 58,2 PLN.

Przekształcenia kapitałowe w Grupie TVN oraz emisja obligacji Senior Notes

Spółka poinformowała o dokonaniu zamiany istniejących instrumentów promissory notes o łącznej wartości 40 mln EUR na obligacje Senior Notes 10,75% wymagalne w 2017 r. o wartości nominalnej 40 mln EUR. Jednocześnie w wyniku przekształceń własnościowych w ramach Grupy TVN cały majątek spółek Neovision Holding B.V. oraz Neovision Holding II B.V., w których spółka, bezpośrednio lub pośrednio posiada 100% udziałów, stała się własnością

DTH Poland Holding Cooperatief U.A., która jest w 100% kontrolowana przez Grupę TVN. Dokonane zmiany wynikają z umowy przejęcia pełnej kontroli nad platformą ‘n’ i nie zmieniają sytuacji finansowej spółki.

Oczekiwania TVN dla rynku reklamowego i przychodów

Grupa TVN spodziewa się wzrostu przychodów z reklamy telewizyjnej w 2010 roku o 3-5%. W drugim kwartale grupa oczekuje niskiej jednocyfrowej dynamiki wzrostu telewizyjnych przychodów reklamowych rok do roku. Naszym zdaniem założenie TVN dotyczące drugiego kwartału jest konserwatywne i zakłada bardzo niewielki poziom odzyskania w czerwcu przychodów reklamowych utraconych w czasie żałoby. W naszej opinni dynamika przychodów reklamowych Grupy w drugim kwartale powinna wynieść 4-6% mimo obciążenia jakim był dla spółki okres żałoby.

Prognozy zysków w II i III kwartale w ‘n’ podtrzymane

Prezes Tellenbach podtrzymał wcześniejsze zapowiedzi dotyczące pozytywnej EBITDA platformy "n" w drugim i trzecim kwartale 2010 roku. Uzyskanie pozytywnych wyników EBITDA jest kluczowe dla spełnienia warunku zawieszającego płatność 40 mln EUR za pakiet 49% akcji ‘n’ odkupiony od ITI. Z tego punktu widzenia nieosiągnięcie pozytywnej EBITDA w drugim kwartale nie powinno być rozpatrywane przez inwestorów jako tragedia. Wydaje nam się, że pozytywna EBITDA ‘n’ w 2Q jest możliwa o ile część kosztów poniesionych przez platformę w pierwszym kwartale miały charakter jednorazowy (np. premie sprzedażowe dla pracowników za osiągnięcie targetów w 2009 roku, co może sugerować wysoki poziom kosztów wynagrodzeń w całej Grupie). W przypadku, gdy wyniki pierwszego kwartału ‘n’ pozbawione są elementów jednorazowych trudno oczekiwać naszym zdaniem pojawienia się rentowności w drugim kwartale.

Ambitne plany dla platformy

Zdaniem prezesa Tellenbacha platforma ‘n’ na koniec bieżącego roku ma osiągnąć poziom 870 tys. abonentów. Docelowo w momencie oczekiwanego nasycenia rynku (według szacunków prezesa 2012-13), platforma cyfrowa może przekroczyć poziom 1,5 mln abonentów. Wobec bardzo dynamicznego rynku płatnej telewizji nie można wykluczyć osiągnięcia założonych targetów. Kluczowa dla poprawy rentowności platformy wydaje się jednak w tej chwili kwestia podniesienia ARPU i obniżenia jednostkowych kosztów licencji programowych, bo pierwszy kwartał pokazał, że mimo znaczącego wzrostu bazy abonenckiej poziom rentowności platformy wciąż jest niezadowalający.

IT

Przetarg dla Urzędu Morskiego w Gdyni

Urząd Morski w Gdyni ogłosił przetarg na zaprojektowanie i wykonanie krajowego systemu bezpieczeństwa morskiego, etap I. Przetarg organizowany jest w formie dialogu konkurencyjnego, do którego zamawiający zaprosi pięciu wykonawców. Termin składania wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu minął 1 czerwca. Celem projektu jest przede wszystkim poprawa bezpieczeństwa żeglugi i przeciwdziałanie skażeniom środowiska morskiego. Projekt znajduje się na liście projektów podstawowych Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, a jego wartość szacowana jest na 104,4 mln PLN. Czas realizacji zamówienia został wyznaczony na 24 miesiące. Jest to kolejny projekt, jaki ma być uruchomiony w najbliższym czasie i który jest finansowany ze środków unijnych. Podtrzymujemy opinię, że wartość rozstrzyganych w tym roku przetargów finansowanych ze środków unijnych przekroczy 3,5 mld PLN.

Kolejne przetargi z Planu Informatyzacji Państwa

Główny Urząd Geodezji i Kartografii ogłosił ostatnio pięć przetargów informatycznych o łącznej szacunkowej wartości około 70 mln zł netto. Przetargi związane są z realizacją projektów TERYT2 i Geoportal2. Największy przetarg dotyczy zebrania i weryfikacji danych o granicach jednostek podziałów terytorialnych kraju w ramach projektu TERYT2. Jego szacunkowa wartość to około 37,4 mln PLN netto. GUGIK ogłosił też przetarg na budowę i wdrożenie systemu teleinformatycznego w ramach projektu TERYT2. Szacunkowy koszt tego projektu to 4,52 mln PLN netto. Urząd ogłosił również trzy przetargi związane z projektem Geoportal2. Największy z nich ma szacunkową wartość 16,4 mln PLN i dotyczy implementacji, i utrzymania usług INSPIRE. Kolejny opiewa na kwotę 4,7 mln PLN i związany jest z rozwojem metadanych oraz harmonizacją zbiorów i usług danych przestrzennych w projekcie Geoportal2. Ostatnie z zamówień ma wartość 6,4 mln PLN. i dotyczy zakupu usług w zakresie rozwoju i utrzymania rejestrów referencyjnych SGiK na potrzeby projektu. Powyższe przetargi stanowią jedynie część prac związanych z projektami Geoportal2 i TERYT2. Łączna wartość obydwu projektów wynosi około 135 mln PLN brutto (110 mln PLN netto). Tegoroczne przetargi publiczne związane z budową elektronicznej administracji powinny być w przyszłym roku silnym wsparciem dla wyników spółek informatycznych.

Przetarg na e-usługi dla policji

Centrum Projektów Informatycznych MSWiA ogłosiło przetarg na budowę i wdrożenie ogólnokrajowej platformy e-usług dla Policji. Zamówienie realizowane jest w ramach projektu "Zintegrowana, wielousługowa platforma komunikacyjna Policji z funkcją e-Usługi dla obywateli i przedsiębiorców" współfinansowanego z POIG, którego całkowita wartość to 100 mln PLN. Ponadto zamawiający wymaga wykonania e-usług Policji, tj.: e-pozwolenie na broń, e-licencje, e-skarga oraz e-zażalenie, e-zbywanie majątku, e-zamówienia publiczne, z wykorzystaniem formularzy elektronicznych oraz narzędzi dostępnych na platformie ePUAP. Przetarg realizowany jest według procedury ograniczonej. Termin składania wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu mija 15 czerwca. Do dalszego etapu postępowania będzie zaproszonych pięciu wykonawców. To kolejny uruchomiony przetarg w ramach budowy elektronicznej administracji. Uważamy, że będzie ona istotnym źródłem przychodów spółek informatycznych w latach 2011-2013.

Asseco Central Europe

Możliwe zmiany w strukturze Grupy

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Jozefa Kleina Asseco Central Europe może w przyszłym roku sprzedać swoją spółkę zależną Slovanet. Spółka chce też do końca II kwartału wyjaśnić swoją sytuację w austriackiej firmie Uniquare i albo zwiększyć w niej swój udział, albo wyjść z tej inwestycji. W przypadku Slovanetu model biznesowy jest na tyle odmienny od podstawowej działalności spółki, że sprzedaż jest bardzo prawdopodobna. Dobre wyniki spółki osiągnięte mimo kryzysu powinny też ułatwić uzyskanie zadowalającej ceny. W odniesieniu do Uniquare to obstawiamy scenariusz przejęcia dalszych udziałów. Nie widzimy szans, by obecni akcjonariusze odkupili udziały Asseco CE po cenie jaką za nie uzyskali, co na pewno zniechęci Asseco do sprzedaży. Ponadto Asseco wciąż posiada opcje odkupienia udziałów, a w związku z bardzo słabymi wynikami Uniquare w 2009 roku 40% udziałów można by było odkupić za niecały 1 mln EUR. Również fakt włączania oprogramowania Uniquare do ofert całej Grupy Asseco Poland przemawia za przejęciem udziałów.

Umowa ze słowacką Najwyższą Izbą Kontroli

Asseco Central Europe zawarło umowę z Najvyššim kontrolnym uradom Slovenskej republiky, której przedmiotem jest wdrożenie kontrolnego systemu – Projekt OPIS. Czas trwania projektu planowany jest na okres 24 miesięcy, a jego wartość brutto wynosi 2,9 mln EUR. Wartość netto zamówienia sięga 2,44 mln EUR (19% podatek VAT na Słowacji). Kwota ta stanowi około 1,8% skonsolidowanych przychodów spółki w 2009 roku.

Sprzedaż Uniquare

Asseco Central Europe poinformowało o transakcji sprzedaży pakietu 60% akcji spółki zależnej Uniquare firmie Genesis. Cena sprzedaży wynosi 17,8 mln EUR, przy czym płatna będzie w dwóch formach: 5,5 mln EUR zostanie zapłaconych w gotówce do końca 2011 roku, a ekwiwalentem 12,3 mln EUR będzie przejęcie przez Asseco Central Europe praw do rozwoju i sprzedaży produktów Uniquare. Uzyskana kwota jest identyczna z zapłaconą w 2008 roku za 60% pakiet akcji Uniquare więc transakcja będzie neutralna dla wyniku Asseco. Przejęcie praw do sprzedaży i rozwoju oprogramowania Uniquare jest dla Asseco pewnym substytutem dalszego zaangażowania w spółkę (oprogramowanie dla bankowości było głównym motywem zakupu Uniquare). Taka forma pozwoli prawdopodobnie na skuteczne wprowadzenie oprogramowania do oferty na rynku polskim czy słowackim. Na rynku niemieckim czy austriackim oprogramowania Uniquare i Asseco będą najprawdopodobniej z sobą w dużym stopniu konkurowały.

AB (Akumuluj)

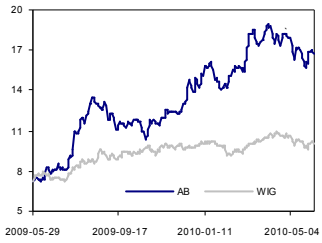
Cena bieżąca: 16,75 PLN **Cena docelowa: 18,8 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana
Przychody	2 839,7	2 635,9	-7,2%	2 784,8	5,6%	2 996,2	7,6%
EBITDA	81,9	45,7	-44,2%	49,7	8,8%	53,3	7,1%
marża EBITDA	*2,9%*	*1,7%*		*1,8%*		*1,8%*	
EBIT	76,5	40,2	-47,4%	44,2	9,8%	47,7	7,9%
Zysk netto	27,0	26,5	-1,7%	27,4	3,2%	30,1	10,0%
P/E	9,9	10,1		9,8		8,9	
P/CE	8,3	8,4		8,1		7,5	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8	
EV/EBITDA	4,6	7,8		7,0		6,4	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	16,0
MC (cena bieżąca)	267,2
EV (cena bieżąca)	349,4
Free float	51,9%
Zmiana ceny: 1m	*-6,8%*
Zmiana ceny: 6m	*35,6%*
Zmiana ceny: 12m	*123,6%*
Max (52 tyg.)	18,9
Min (52 tyg.)	7,3



Bardzo dobre wyniki trzeciego kwartału roku obrotowego 2009/10 oraz korzystne zmiany w środowisku walutowym spółki powodują, że z dużym prawdopodobieństwem spółka przekroczy w tym roku obrotowym 30,0 mln PLN zysku netto. Przy założeniu osiągnięcia takiego rezultatu spółka jest notowana w tej chwili przy wskaźniku P/E na poziomie 10,1. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Lepiej od oczekiwań

Wyniki AB w trzecim kwartale roku obrotowego 2009/10 okazały się lepsze od naszych oczekiwań.

Przychody spółki wyniosły 658,6 mln PLN, tj. o 1,5% więcej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Pierwsze trzy miesiące roku okazały się szczególnie pomyślne dla spółki-matki, która zanotowała wzrost sprzedaży z 365,4 mln PLN do 408,4 mln PLN, tj. o 11,8%. Marża brutto na sprzedaży wypracowana w tym okresie 5,2%, przy prognozowanych przez nas 5,1%. W jednostce dominującej rentowność brutto była przy tym stosunkowo niska i wyniosła 3,4%.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 22,7 mln PLN, podczas gdy w naszych prognozach oczekiwaliśmy kosztów ogólnych działalności na poziomie 21,7 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -3,7 mln PLN wobec zakładanych przez nas -3,0 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniósł 7,7 mln PLN wobec 8,4 mln PLN naszej prognozy.

Korzystniej dla spółki niż to prognozowaliśmy ukształtowało się saldo na działalności finansowej, które wyniosło +0,1 mln PLN wobec -3,0 mln PLN naszych oczekiwań. Wpływ na tak korzystnie kształtujące się saldo miały najprawdopodobniej większe zaksięgowane różnice kursowe.

Ostatecznie wynik netto wygenerowany przez spółkę w trzecim kwartale wyniósł 5,9 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 4,4 mln PLN.

Podsumowując, wyniki AB oceniamy jako bardzo dobre. Warto zwrócić uwagę, że dobry wynik został wypracowany mimo pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego i niekorzystnych dla spółki zmian kursów walutowych. Uzyskane rezultaty będą stanowiły podstawę do skorygowania w górę naszych prognoz rocznych.

Action (Trzymaj)

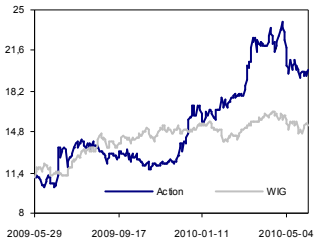
Cena bieżąca: 19,95 PLN **Cena docelowa: 18,49 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-07

(mln PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	2 343,4	3 136,2	33,8%	2 142,3	-31,7%	2 344,6	9,4%
EBITDA	66,3	62,2	-6,2%	49,0	-21,3%	57,4	17,2%
marża EBITDA	*2,8%*	*2,0%*		*2,3%*		*2,4%*	
EBIT	58,3	49,2	-15,5%	40,1	-18,6%	48,4	20,7%
Zysk netto	33,8	31,2	-7,6%	27,0	-13,6%	33,3	23,5%
P/E	10,2	11,0		12,7		10,3	
P/CE	8,2	7,8		9,6		8,1	
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,5	
EV/EBITDA	7,4	7,2		9,0		7,7	
Dyield (%)	1,3	6,9		1,8		1,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	17,2
MC (cena bieżąca)	343,7
EV (cena bieżąca)	439,7
Free float	35,9%
Zmiana ceny: 1m	*-11,5%*
Zmiana ceny: 6m	*62,2%*
Zmiana ceny: 12m	*81,5%*
Max (52 tyg.)	24,0
Min (52 tyg.)	10,2



Action nie zaskoczył wynikami za pierwszy kwartał 2010 roku. Nie udało się również w tym okresie zrealizować planu zarządu przewidującego rentowność wszystkich spółek zależnych. Choć celem zarządu jest dwucyfrowy wzrost przychodów w tym roku to jednak wydaje nam się, że wobec wzmagającej się konkurencji na rynku oraz głównego celu jakim dla spółki zawsze była rentowność, walka o wzrost wolumenu sprzedaży zejdzie na dalszy plan i ostatnie nie uda się spełnić oczekiwań w odniesieniu do poziomów sprzedaży. Istotną kwestią jest również jak spółka poradzi sobie w środowisku dużej zmienności kursów walutowych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kwartał bez zaskoczeń

Wyniki Actionu w pierwszym kwartale były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody spółki ukształtowały się nieco powyżej naszych prognoz (483,2 mln PLN przy przewidywanych przez nas 442,0 mln PLN). Nieznacznie wyższa okazała się też wygenerowana marża brutto na sprzedaży (8,2% vs. 8,1% naszej prognozy). Wyższej sprzedaży towarzyszyły zwiększone w stosunku do naszej prognozy koszty ogólne działalności, które sięgnęły 32,7 mln PLN, wobec 27,3 mln PLN naszych szacunków.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +3,9 mln PLN wobec zakładanych przez nas +2,0 mln PLN. Wpływ na odchylenie na tym poziomie miały większe niż oczekiwaliśmy dodatnie różnice kursowe, które w ciągu okresu wyniosły 3,2 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny omawianego okresu sięgnął 10,8 mln PLN i był zbieżny z naszymi przewidywaniami (10,5 mln PLN).

Również zbliżone do naszych założeń było ujemne saldo na działalności finansowej (-0,9 mln PLN przy -0,7 mln PLN prognozy), co wobec analogicznego z oczekiwaniami podatku dochodowego oraz niewielkiej straty mniejszości przełożyło się na zysk netto w wysokości 8,0 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 7,9 mln PLN.

Podsumowując, wyniki pierwszego kwartału odbieramy jako neutralne dla wyceny. Spółka zaskoczyła nas pozytywnie chroniąc poziom uzyskiwanych przed rokiem przychodów mimo sprzedaży ukraińskiej działalności, a także gorszego otoczenia rynkowego. Negatywnym aspektem jest wyższy od zakładanego przez nas po sprzedaży nierentownego Action Ukraina poziom kosztów ogólnych działalności.

ASBIS (Trzymaj)

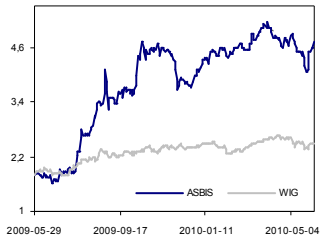
Cena bieżąca: 4,7 PLN **Cena docelowa: 4,69 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-10

(mln USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 375,4	17,8%	1 514,2	10,1%
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	17,9	210,2%	22,7	26,3%
marża EBITDA	*1,2%*	*0,5%*		*1,3%*		*1,5%*	
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	15,0	418,3%	19,6	31,0%
Zysk netto	4,0	-3,2		7,6		11,3	49,4%
P/E	19,5			10,4		6,9	
P/CE	11,4			7,4		5,5	
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,7	
EV/EBITDA	6,0	15,5		5,7		4,6	
Dyield (%)	11,9	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	55,5
MC (cena bieżąca)	260,9
EV (cena bieżąca)	339,1
Free float	34,2%
Zmiana ceny: 1m	*-2,9%*
Zmiana ceny: 6m	*25,7%*
Zmiana ceny: 12m	*156,8%*
Max (52 tyg.)	5,1
Min (52 tyg.)	1,6



Po nienajlepszym starcie Asbis w 2010 rok spółka notowana jest obecnie według naszych zaktualizowanych prognoz z premią w stosunku do porównywalnych spółek (1,3% dla EV/EBITDA i 3,0% dla P/E), a dyskonto w wycenie porównawczej pojawia się dopiero w roku przyszłym (odpowiednio 4,5% i 18,3%). Naszym zdaniem większe ryzyko biznesowe związane z działalnością spółki na rynkach wschodnich uzasadnia pewne dyskonto do zachodnich i środkowoeuropejskich konkurentów i w związku z tym Asbis jest w tej chwili prawidłowo wyceniony na tle branży. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q 2010 - słaby start w 2010 rok

Wyniki Asbis za pierwsze trzy miesiące 2010 roku były słabsze od naszych oczekiwań. Zgodnie z naszymi przewidywaniami cieniem na wynikach położyły się niekorzystne zmiany kursów walutowych i związane z nimi straty z tytułu różnic kursowych. Łączny wpływ różnic kursowych na wynik brutto spółki sięgnął 1,5 mln USD przekraczając założony przez nas w prognozie poziom 1,0 mln USD.

Pozytywnym zaskoczeniem ogłoszonych rezultatów jest z pewnością dynamika przychodów. Obroty spółki w pierwszym kwartale wzrosły aż o 39,1% w stosunku do ubiegłego roku i sięgnęły 331,0 mln USD (o 7,7% więcej od naszych prognoz). Głównym czynnikiem wzrostu był podobnie jak w 4Q2009 region krajów byłego ZSRR (wzrost obrotów r/r o 89,8%) z tą różnicą, że tak jak kwartał temu wzrost w regionie koncentrował się na Ukrainie tak w tym kwartale motorem wzrostu była przede wszystkim Rosja, gdzie przyrost sprzedaży wyniósł 33,8 mln USD (z 34,6 mln USD do 68,4 mln USD). Na Ukrainie sprzedaż wzrosła z 21,3 mln USD do 36,5 mln USD, co było drugim co do wielkości przyrostem sprzedaży w Asbisie.

Pozostałe regiony, w których działa spółka również notowały stabilny wzrost sprzedaży. Europa Środkowo-Wschodnia oraz Europa Zachodnia zanotowały około 22,0% dynamikę przychodów. Nieco słabiej było w Afryce i na Bliskim Wschodzie, gdzie wzrost sprzedaży wyniósł tylko 8,5%.

Znaczna poprawa poziomu przychodów została zniweczona przez niską rentowność brutto na sprzedaży, która wyniosła 4,7% (przy oczekiwanych przez nas 4,9%). Wpływ na tak niski poziom rentowności miało około 1,4 mln USD różnic kursowych. Po skorygowaniu wyników o ich wpływ marża brutto na sprzedaży wyniosła 5,1%.

Koszty ogólne działalności wyniosły w okresie 13,6 mln USD przy zakładanych przez nas w prognozie 12,1 mln USD. Wyższy poziom kosztów działalności wynika w dużej mierze z wyższych od oczekiwań obrotów realizowanych w 1Q2010 (około 0,9 mln USD z 1,5 mln USD całkowitego odchylenia od prognozy).

W konsekwencji powyższych czynników wynik operacyjny okresu sięgnął 1,8 mln USD wobec zakładanych przez nas 3 mln USD. Saldo działalności finansowej wyniosło -1,6 mln USD przy -1,2 mln USD naszej prognozy. Około -0,1 mln USD wyniosły ujemne różnice kursowe zaksięgowane na poziomie kosztów finansowych. W rezultacie zysk netto pierwszego kwartału wyniósł 0,1 mln USD (vs. 1,4 mln USD naszej prognozy).

W odniesieniu do bilansu spółki uwagę należy zwrócić na wzrost zadłużenia netto do 32,2 mln USD wobec 13,0 mln USD gotówki netto jakie Asbis posiadał na koniec 2009 roku. Tak jak zaznaczaliśmy w poprzednim raporcie gotówka netto na koniec ubiegłego roku była w dużej mierze efektem zastosowania factoringu należności i w związku z ograniczeniem skali jego stosowania (spadek zobowiązań z tego tytułu z 24,4 mln USD do 16,9 mln USD), także sezonowym zwiększeniem presji na kapitał obrotowy nastąpił znaczący wzrost zadłużenia netto.

Asseco Poland (Kupuj)

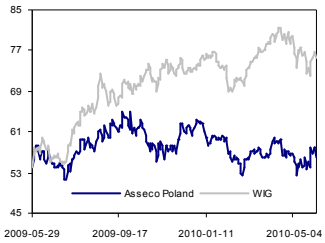
Cena bieżąca: 56,05 PLN **Cena docelowa: 72,1 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%
marża EBITDA	*21,2%*	*21,2%*		*20,1%*		*19,6%*	
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	337,1	-9,7%	358,2	6,2%
P/E	13,5	11,6		12,9		12,1	
P/CE	10,4	8,8		9,4		9,0	
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9	
EV/EBITDA	7,5	7,4		7,4		6,9	
Dyield (%)	2,7	2,6		2,3		2,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	77,6
MC (cena bieżąca)	4 347,5
EV (cena bieżąca)	4 750,1
Free float	55,1%
Zmiana ceny: 1m	*-1,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-5,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-3,7%*
Max (52 tyg.)	65,1
Min (52 tyg.)	51,6



Wyniki 1Q2010 w Asseco Poland ukształtowały się powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Jednocześnie spółce udało się uplasować 3,88 mln akcji serii I, za które pozyskała środki netto w wysokości 204,5 mln PLN. Naszym zdaniem zamknięcie kwestii dodatkowej podaży wynikającej z powyższej emisji powinno przychylnie zostać odebrane przez inwestorów. Według naszych prognoz spółka notowana jest obecnie po wskaźniku P/E na poziomie 12,3 co stanowi 10,5% dyskonto do spółek porównywalnych. Dodatkowo spółka wciąż posiada 5,43 mln akcji własnych, które stanowią około 7,0% kapitału zakładowego spółki, co dodatkowo powiększa dyskonto do porównywalnych spółek. Środki z emisji powiększają stan gotówki netto w spółce do poziomu 316 mln PLN, a wartość rynkowa posiadanych akcji własnych wynosi w tej chwili dodatkowe 291 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dobre wyniki spółki matki źródłem pozytywnego zaskoczenia

Wyniki Asseco Poland ukształtowały się powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są przede wszystkim bardzo dobre wyniki spółki-matki, która wypracowała 291,0 mln PLN przychodów i 86,6 mln PLN zysku operacyjnego. Wzrost przychodów w jednostce dominującej jest związany częściowo z połączeniem z ABG, a częściowo nadrobieniem przesunięć w realizacji kontraktów, które były widoczne w rezultatach czwartego kwartału. Po stronie kosztowej pozytywnie na wyniki spółki –matki wpłynęło uzyskanie zwrotu 4,6 mln PLN kosztu wynagrodzeń wynikające z uzyskania 36 mln PLN dofinansowania unijnego dla Centrum Usług IT (dofinansowanie obejmuje dwuletni okres i będzie też widoczne w wynikach kolejnych kwartałów). Na wysokości wyniku netto Grupy zaważył też uwzględniany przez nas w prognozie uzyskany zwrot pożyczki (w formie przejęcia nieruchomości) dla Prokomu Investments na kwotę około 21,0 mln PLN oraz odpis wartości firmy w Gladstone na kwotę 9,4 mln PLN, co nie było przez nas zakładane w prognozie.

Przychody Grupy wyniosły 690,6,7 mln PLN wobec 710,0 mln PLN przed rokiem i 715,0 mln PLN naszych oczekiwań. Spadek przychodów został spowodowany głównie przez zmniejszenie się obrotów na rynku bałkańskim (-23,7 mln PLN) oraz na rynku słowackim (-18,0 mln PLN). Spadki sprzedaży na tych rynkach zostały częściowo zrekompensowane przez większą aktywność na obszarze Europy Zachodniej, gdzie Asseco Poland włączyło do konsolidacji swoje nabytki z Hiszpanii i Danii (wzrost przychodów o 24,1 mln PLN w kategorii pozostałe rynki).

Wyższa od naszych oczekiwań była rentowność brutto na sprzedaży (34,3% vs. 32,2% naszej prognozy). Odchylenie jest efektem z jednej strony większej sprzedaży bardziej rentownych produktów spółki-matki, a także większe od oczekiwań rentowności w ramach jednostki dominującej (41,7% vs. 40,5% naszej prognozy). Wysoka rentowność spółki matki została przy tym osiągnięta mimo połączenia z mniej rentownym ABG.

Koszty ogólne działalności wyniosły 127,3 mln PLN i były o 1,7 mln PLN niższe od naszych założeń. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +1,7 mln PLN wobec zakładanych przez nas -1,0 mln PLN. W rezultacie powyższych czynników zysk operacyjny Asseco Poland sięgnął 121,3 mln PLN i był o 10,1% wyższy od naszych szacunków oraz o 10,2% przekroczył oczekiwania rynkowe.

Saldo na działalności finansowej wyniosło w omawianym okresie +11,4 mln PLN. Jak wspomnieliśmy wyżej wpływ na jego wartość miało rozpoznanie zwrotu odpisanej pożyczki dla Prokomu Investments. Saldo ukształtowało się poniżej naszych oczekiwań, które były na poziomie +19,0 mln PLN, na co wpływ miały odpisy wartości aktywów finansowych w wysokości 11,2 mln PLN (w tym 9,4 mln PLN z tytułu odpisu wartości firmy w Gladstone).

Podatek dochodowy wyniósł 26,9 mln PLN (efektywna stawka podatkowa na poziomie 20,1%), przy oczekiwanych przez nas 24,6 mln PLN. Zysk mniejszości ukształtował się poniżej naszych prognoz (11,5 mln PLN vs. 16,0 mln PLN oczekiwań), w wyniku czego zysk netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland sięgnął 95,5 mln PLN, wobec 88,9 mln PLN naszej prognozy.

Umowa ramowa z Frontex

Asseco Poland podpisało umowę ramową o wartości 3 mln EUR z Europejską Agencją Zarządzania Współpracą Operacyjną na Granicach Zewnętrznych Państw Członkowskich Unii Europejskiej (FRONTEX) na świadczenie usług pomocy informacyjnej i wsparcia. Czas trwania umowy ramowej został określony na cztery lata.

Portfel zamówień na zeszłorocznym poziomie

Obecna wartość portfela zamówień Asseco wynosi 2,106 mld PLN, przy czym 1,545 mld PLN stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne. Na poziomie spółki matki backlog wynosi 856,0 mln PLN, z czego kwota 635,0 mln PLN stanowi udział oprogramowania i usług własnych. Obecny skład portfela jest bardzo zbliżony do ubiegłorocznego. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach przyrost portfela powinien przekroczyć ubiegłoroczne wartości, co przełoży się na pozytywną dynamikę tegorocznych przychodów.

Asseco Systems wchłonięte w 2011 roku

Z początkiem przyszłego roku połączone z Asseco Poland ma zostać Asseco Systems. Luźno rozważany wariant sprzedaży spółki został odrzucony, co uważamy za dobre rozwiązanie. Silna spółka integracyjna, osiągająca bardzo dobre wyniki finansowe z pewnością przyda się w strukturze Grupy. Dodatkowo wchłonięcie jej przez spółkę-matkę daje szanse na dalsze oszczędności kosztowe.

ComArch (Redukuj)

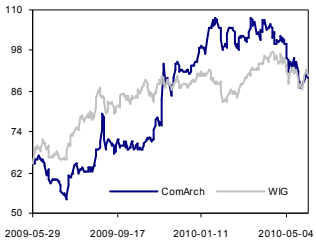
Cena bieżąca: 90 PLN **Cena docelowa: 93,1 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-15

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	701,0	730,6	4,2%	710,8	-2,7%	829,4	16,7%
EBITDA	66,0	57,7	-12,6%	66,8	15,8%	89,0	33,2%
marża EBITDA	*9,4%*	*7,9%*		*9,4%*		*10,7%*	
EBIT	45,9	15,8	-65,5%	34,8	119,7%	56,4	62,1%
Zysk netto	199,1	33,3	-83,3%	39,2	17,7%	51,1	30,3%
P/E	3,6	21,5		18,3		14,0	
P/CE	3,3	9,5		10,1		8,6	
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1	
EV/EBITDA	9,9	10,8		9,7		7,1	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	8,0
MC (cena bieżąca)	716,5
EV (cena bieżąca)	648,8
Free float	22,5%
Zmiana ceny: 1m	*-10,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-2,8%*
Zmiana ceny: 12m	*36,4%*
Max (52 tyg.)	107,9
Min (52 tyg.)	54,1



Wyniki pierwszego kwartału, mimo że lepsze niż przed rokiem okazały się lekko rozczarowujące. Wydaje się, że istnieją niewielkie szanse, żeby cel zarządu w postaci zredukowania strat spółek celowych o połowę (tj. do około 4 mln PLN straty operacyjnej) miał zostać w tym roku zrealizowany. Spółka notowana jest na naszych prognozach przy EV/EBITDA na poziomie 9,7 oraz P/E równym 18,3, co oznacza odpowiednio 28,6% oraz 31,4% premii w stosunku do porównywalnych spółek informatycznych. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

SoftM i spółki celowe pogrążają wyniki

Wyniki Comarchu za pierwszy kwartał 2010 roku okazały się dużo słabsze od naszych oczekiwań. Głównymi czynnikami, które zadecydowały o słabości rezultatów pierwszych trzech miesięcy roku była strata poniesiona przez niemiecką spółkę zależną SoftM (1,0 mln EUR straty operacyjnej wobec 0,4 mln EUR naszych oczekiwań) oraz strata poniesiona przez spółki celowe utworzone w ramach Comarch Corporate Finance FIZ (-2,9 mln PLN wyniku operacyjnego wobec -1,2 mln PLN naszej prognozy).

Przychody Grupy Comarch wyniosły w omawianym okresie 145,7 mln PLN. Na odchylenie od prognozy wpływ miały przede wszystkim niższe przychody z segmentu niemieckich małych i średnich przedsiębiorstw, które spadły o 23,8% do 35,0 mln PLN. Wpływ na ten spadek miały częściowo niższe wolumeny sprzedaży zrealizowane przez SoftM (spadek z 10,0 mln EUR do 8,8 mln EUR).

Słabsza od spodziewanej była marża brutto na sprzedaży, która wzrosła do 16,3% (vs. 13,2% przed rokiem) jednak poprawa była mniejsza niż oczekiwaliśmy (18,9%). Koszty ogólne działalności były zbliżone do naszej prognozy (25,4 mln PLN vs. 25,0 mln PLN oczekiwań). Dużo wyższe od zakładanego przez nas było natomiast ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło -1,5 mln PLN, przy -0,1 mln PLN prognozy. W konsekwencji na poziomie operacyjnym Comarch poniósł 3,1 mln PLN straty operacyjnej wobec prognozowanego przez nas zysku w wysokości 3,9 mln PLN. Saldo działalności finansowej na poziomie 1,2 mln PLN, ujemny podatek w wysokości 0,4 mln PLN oraz fakt, że słabość wyników wynikała z problemów SoftM (1,4 mln PLN straty przypadającej akcjonariuszom mniejszościowym) spowodowały, że strata netto wyniosła zaledwie 0,1 mln PLN.

Podsumowując, wyniki pierwszego kwartału należy jednoznacznie ocenić jako słabe. Ubytek przychodów i wyniku powinien być najprawdopodobniej skompensowany w kolejnych kwartałach jednak bieżąca wycena spółki wycenia według nas scenariusz dynamicznej poprawy rezultatów, pierwszy kwartał jest pierwszym sygnałem, że restrukturyzacja SoftM, a także zapowiadana przez zarząd Comarchu redukcja strat spółek celowych może okazać się dłuższym procesem.

Przetarg na scentralizowany system dostępu do informacji publicznej

Comarch, Comp i konsorcjum z udziałem Sygnity znalazły się wśród sześciu konsorcjów zaproszonych do dialogu konkurencyjnego w przetargu na budowę scentralizowanego systemu dostępu do informacji publicznej, prowadzonego przez Centrum Projektów Informatycznych MSWiA. Pozytywna informacja wskazująca na znaczne przyspieszenie prac nad organizacją przetargów na elektroniczną administrację.

Zarząd o celach na 2010 rok

Zdaniem wiceprezesa Konrada Tarańskiego tegoroczna sprzedaż Grupy Comarch powinna być porównywalna bądź nieznacznie wyższa od ubiegłorocznego osiągnięcia. Nadal negatywnie na wyniki mają wpływać spółki celowe z Comarch CF FIZ. Około 6-7 mln PLN ma zostać przekazanych Cracovii z tytułu usług marketingowych. Dokapitalizowanie klubu kwotą 30 mln PLN, o którym wcześniej była mowa nie nastąpi w tym roku. Wciąż trwają negocjacje z chińskim Inpurem w sprawie joint venture, jednak zdaniem wiceprezesa Tarańskiego nie są one łatwe i

na ich zakończenie trzeba będzie jeszcze trochę poczekać. Negatywnie na dynamikę przychodów w tym roku oddziaływać może niemiecki SoftM, któremu naszym zdaniem spadną w tym roku przychody, a także duży sprzętowy kontrakt dla PGNiG wykonywany w zeszłym roku. Mimo to sądzimy, że zgodnie z zapowiedzią zarządu Comarch zanotuje niewielki wzrost przychodów.

Komputronik (Trzymaj)

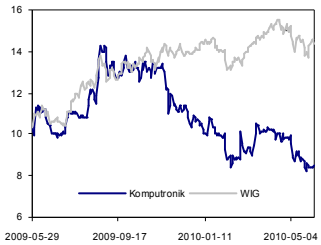
Cena bieżąca: 8,5 PLN **Cena docelowa: 11,56 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-12-08

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	758,7	1 025,4	35,2%	916,9	-10,6%	1 040,2	13,5%
EBITDA	15,0	10,1	-32,5%	16,2	60,2%	23,3	43,4%
marża EBITDA	*2,0%*	*1,0%*		*1,8%*		*2,2%*	
EBIT	10,0	2,3	-76,6%	10,8	362,3%	17,7	64,8%
Zysk netto	5,8	2,2	-63,0%	7,5	247,9%	11,5	53,7%
P/E	12,0	32,3		9,3		6,0	
P/CE	6,4	7,0		5,4		4,1	
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5	
EV/EBITDA	5,8	10,8		6,9		4,8	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	8,2
MC (cena bieżąca)	69,7
EV (cena bieżąca)	112,8
Free float	25,2%
Zmiana ceny: 1m	*-14,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-23,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-24,8%*
Max (52 tyg.)	14,3
Min (52 tyg.)	8,3



Ponowna decyzja sądu pierwszej instancji dotycząca upadłości likwidacyjnej Techmexu zwiększa ryzyko należności jakie mają w stosunku do bielskiej spółki Komputronik i Karen. Ich wartość łącznie z odsetkami sięga 17,0 mln PLN. Są one co prawda dodatkowo zabezpieczone na nieruchomościach (siedzibą Techmexu w Bielsku oraz nieruchomości w Gdańsku) oraz pakietem 25% akcji w SCOR (spółka zależna Techmexu będąca również w upadłości) jednak w toku postępowania upadłościowego Techmexu Karen i Komputronik mogą być zmuszone do dokonania odpisów. Jednocześnie spodziewamy się, że wyniki piątego kwartału roku obrotowego 2009/10, które zostaną opublikowane w połowie czerwca ponownie pokażą stratę netto. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Sygnity (Kupuj)

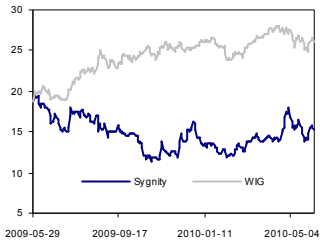
Cena bieżąca: 15,25 PLN **Cena docelowa: 18,2 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%
marża EBITDA	*5,7%*	*-10,5%*		*3,4%*		*5,2%*	
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4	
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3	
P/E						696,0	
P/CE	4,2			10,1		5,9	
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7	
EV/EBITDA	3,5			10,0		5,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	11,9
MC (cena bieżąca)	181,3
EV (cena bieżąca)	220,2
Free float	66,1%
Zmiana ceny: 1m	*-9,0%*
Zmiana ceny: 6m	*28,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-20,7%*
Max (52 tyg.)	19,3
Min (52 tyg.)	11,5



Po słabych wynikach pierwszego kwartału oczekujemy, że od drugiego kwartału w Sygnity dojdzie do znaczącej poprawy wyników. W 2Q2010 w pełni już widoczny powinien być efekt redukcji zatrudnienia poczynionej na przełomie 2009 i 2010 roku, a także odzwierciedlenie w wynikach powinny znaleźć wprowadzenie zmiany w zakresie centrów zakupowych. Dodatkowo oczekujemy, że dzięki oczyszczeniu bazy porównawczej ze sprzedanych spółek, a także poprawieniu tempa kontraktacji, najbliższe kwartały powinny przynieść pozytywną dynamikę na przychodach. Szacujemy, że drugi i trzeci kwartał przyniosą niewielkie straty operacyjne sięgające łącznie około 8,0 mln PLN. W czwartym kwartale spółka powinna odrobić dużą część strat poniesionych w pierwszych 9 miesiącach roku i ostatecznie wypracować wynik operacyjny przewidziany naszą roczną prognozą. W zakresie płynności spółka nadspodziewanie długo utrzymuje niskie stany zadłużenia (na połowę maja 16 mln PLN długu netto) i znaczne poziomy gotówki. Uważamy, że w tych warunkach płynność nie stanowi istotnego zagrożenia dla dalszej działalności spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sezonowo słaby kwartał

Sygnity zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaprezentowało słabe wyniki finansowe za pierwszy kwartał 2010 roku. Głównymi zaskoczeniami wyników są bardzo niskie przychody oraz niska marża brutto na sprzedaży. Efekt niskiej marży jest przy tym spowodowany zmianą księgowego ujęcia kosztów pracowniczych, których nie można przyporządkować do realizacji określonych projektów. Do tej pory były one elementem kosztów ogólnego zarządu, a w opublikowanym sprawozdaniu zostały wliczone do marży brutto. Kwota kosztów, które zostały przeniesione z kosztów ogólnych działalności do kosztów własnych sprzedaży wyniosła w 1Q2010 8,9 mln PLN. Po skorygowaniu marży brutto o tę kwotę rentowność okresu wyniosła 19,3% i była wyższa od naszych oczekiwań (19,0%).

Przychody spółki wyniosły 104,2 mln PLN, tj. o 13,5% mniej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Początek roku charakteryzował się sezonowo bardzo dużym udziałem usług i produktów własnych w przychodach (84,7%, przy 87,2% przed rokiem). Niskie przychody w pierwszym kwartale (-25,8% r/r) świadczą o niewielkim stopniu wykorzystania portfela kontraktów w okresie. Wobec bieżącego portfela kontraktów, którego wartość jest porównywalna do ubiegłorocznej (366,0 mln PLN wobec 296 mln PLN przed rokiem) wydaje się, że słaba sprzedaż z początku roku jest efektem przesunięć w harmonogramie i ubytek ten powinien zostać nadrobiony w następnych kwartałach.

Marża brutto na skutek wspomnianych wyżej zmian w księgowym podejściu do niezutylizowanych kosztów wynagrodzeń wyniosła zaledwie 13,0%.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 31,5 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas 41,0 mln PLN. Po uwzględnieniu kwoty 6,5 mln PLN przeniesionej do kosztów własnych sprzedaży, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wciąż pozostają niższe od naszych założeń.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,4 mln PLN wobec zakładanych przez nas +0,5 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniósł -17,5 mln PLN wobec -17,6 mln PLN naszej prognozy.

Niższe od naszych założeń było ujemne saldo na działalności finansowej (-1,7 mln PLN przy -3,0 mln PLN prognozy). Jest to efekt niższych kosztów odsetkowych, które związane są z utrzymującym się niskim stanem zadłużenia netto. W naszych prognozach zakładaliśmy szybsze przejście z uzyskanego na koniec 2009 roku poziomu gotówki netto do większych stanów zadłużenia.

Nieco wyższy od prognozowanego był też naliczony zwrot podatku dochodowego (2,2 mln PLN vs. 1,0 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik neto Sygnity wyniósł w pierwszym kwartale -17,1 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas -19,6 mln PLN.

Przetarg na scentralizowany system dostępu do informacji publicznej

Comarch, Comp i konsorcjum z udziałem Sygnity znalazły się wśród sześciu konsorcjów zaproszonych do dialogu konkurencyjnego w przetargu na budowę scentralizowanego systemu dostępu do informacji publicznej, prowadzonego przez Centrum Projektów Informatycznych MSWiA. Pozytywna informacja wskazująca na znaczne przyspieszenie prac nad organizacją przetargów na elektroniczną administrację.

Umowa o współpracy z IBM

IBM oraz Winuel, spółka z grupy Sygnity, będą razem oferować pakiet oprogramowania dla firm energetycznych. Sygnity szacuje wartość polskiego rynku takich rozwiązań na 100 mln PLN, planuje też oferować nowy produkt na rynkach zagranicznych. Winuel posiadał do tej pory dobrą ofertę skierowaną do segmentu energetycznego. Współpraca z IBM jest więc głównie wsparciem w zakresie uwiarygodnienia spółki jako realizującego projekty. Dopóki za umową o współpracy nie będą stały realne zamówienia trudno będzie oszacować wartość podpisanego porozumienia o współpracy (patrz wcześniejsza współpraca z Microsoftem).

Podpisanie z GUS kontraktu za 18 mln PLN brutto

Sygnity podpisało z GUS umowę na rozbudowę i utrzymanie systemu informatycznego, wspierającego realizację Powszechnego Spisu Rolnego w 2010 r. i Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań w 2011 r. Wartość kontraktu to 18 mln PLN brutto. W ramach umowy Sygnity dostarczy GUS infrastrukturę techniczną i oprogramowanie niezbędne do przeprowadzenia spisów, w tym przeprowadzi instalację i konfigurację oprogramowania do realizacji spisów dla 24 tys. terminali mobilnych, w które zostaną wyposażeni rachmistrzowie. Sygnity zrealizuje również rozbudowę i modernizację systemu wykorzystywanego do przeprowadzenia spisu za pomocą formularza elektronicznego, tak aby mogło z niego korzystać 25 tys. użytkowników jednocześnie.

Połączenie z Aramem zatwierdzone przez WZA

WZA z 13 maja zatwierdziło plan połączenia z zależnym w 100% Aramem. Likwidacja części spółek zależnych jest elementem planu redukcji kosztów. Akurat w przypadku Aramu nie należy spodziewać się wielkich oszczędności związanych z połączeniem (do 1 mln PLN) z uwagi na fakt, ze koszty były tam mocno redukowane już w czasie poprzedniej restrukturyzacji w 2007 roku.

Zarząd o perspektywach 2010 roku

Zdaniem zarządu spółki celem na ten rok jest osiągnięcie przychodów na ubiegłorocznym poziomie i straty operacyjnej nieprzekraczającej 15,0 mln PLN. Przy założeniu płaskiej dynamiki przychodów 15,0 mln PLN straty operacyjnej wydaje się celem w zasięgu spółki. Uważamy jednak, że cel ten powinien zostać przekroczony na obydwu wyznaczonych poziomach. Stoimy na stanowisku, że bieżące tempo kontraktacji powinno pozwolić spółce co najmniej na kilkuprocentowy wzrost tegorocznych przychodów, co automatycznie przekłada się na lepszy wynik operacyjny.

Kontrakt z MPK Poznań

Konsorcjum spółek Sygnity (lider) i IFS Poland podpisało z Miejskim Przedsiębiorstwem Komunikacyjnym w Poznaniu umowę na wdrożenie Zintegrowanego Systemu Informatycznego (ZSI), poinformowały firmy w komunikacie. Wartość umowy to 6,65 mln PLN. Projekt ma zostać oddany do końca 2011 roku. Kwota netto kontraktu to około 5,5 mln PLN (0,8% tegorocznej prognozy przychodów). Około 1/3 wartości spółka zapewne dopisze do tegorocznego backlogu. Pozostała kwota trafi do przyszłorocznego portfela zamówień.

Górnictwo, metale

KGHM (Trzymaj)

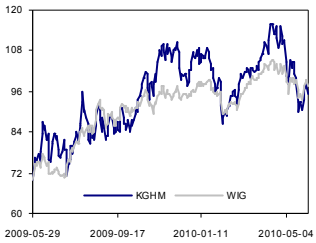
Cena bieżąca: 95,4 PLN **Cena docelowa: 99,1 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	11 060,5	0,0%	11 501,8	4,0%
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	3 716,2	1,9%	3 104,6	-16,5%
marża EBITDA	*36,1%*	*33,0%*		*33,6%*		*27,0%*	
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	3 098,1	0,0%	2 430,4	-21,6%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	3 337,4	31,3%	1 968,6	-41,0%
P/E	6,6	7,5		5,7		9,7	
P/CE	5,6	6,2		4,8		7,2	
P/BV	1,8	1,8		1,5		1,4	
EV/EBITDA	4,2	5,0		4,7		5,6	
Dyield (%)	9,4	12,2		3,1		5,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	200,0
MC (cena bieżąca)	19 080,0
EV (cena bieżąca)	17 332,7
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*-13,7%*
Zmiana ceny: 6m	*-12,5%*
Zmiana ceny: 12m	*26,7%*
Max (52 tyg.)	116,1
Min (52 tyg.)	70,9



KGHM wchodzi w fazę realizacji dużych projektów inwestycyjnych, których efekty będą widoczne dopiero za 3-4 lata, a które obecnie obciążą bilans spółki, zwiększając ryzyko inwestycyjne w przypadku negatywnego scenariusza makro i spadku cen surowców. Jednym z projektów jest zakup złoża Afton-Ajax, który pomimo licznych ryzyk oceniamy pozytywnie. W prognozie KGHM uwzględniamy wzrost wydobycia miedzi (50 tys. ton) i złota (100 tys. troz) z projektu w roku 2014. Przy przyjętych założeniach makro zwiększa on wycenę spółki o 6 PLN na akcję. Zwracamy jednak uwagę, że wycena projektu jest bardzo wrażliwa na zmianę ceny nie tylko miedzi, ale również złota (obniża koszt jednostkowy produkcji Cu o połowę). W krótkiej perspektywie wyniki spółki chroni osłabiający się PLN i wysoki jak na KGHM poziom zabezpieczeń cen miedzi. Podtrzymujemy rekomendacje trzymaj, w krótkim okresie na cenę akcji będzie negatywnie wpływała przecena na rynku surowców.

Wyniki 1Q2010 i kolejne kwartały

Wyniki spółki za 1Q okazały się słabsze niż oczekiwano, głównie za sprawą wysokiego wolumenu sprzedaży miedzi wytworzonej ze wsadów obcych i rosnących kosztów osobowych. W kolejnych kwartałach KGHM będzie upłynniał zapasy koncentratu z własnej produkcji górniczej (marża górnicza ponad 50%, hutnicza 4-5%). W najbliższym kwartale spółce pomoże również osłabienie PLN vs. USD amortyzujące ostatnie spadki cen miedzi na LME. Podwyższamy tegoroczną prognozę zysku netto do 3,1 mld PLN, jednocześnie aktualizujemy model o planowane przez zarząd inwestycje (nie uwzględniamy inwestycji kapitałowych). W perspektywie najbliższych 3 lat będą one istotnie ograniczać zdolność spółki do wypłaty dywidendy. KGHM zaczyna się zadłużać. Dopóki ceny metali są wysokie nie stwarza to ryzyka, do wysokiej dźwigni operacyjnej dochodzi finansowa, rośnie beta.

Rynek miedzi

W 2009 roku 40% światowego zużycia miedzi przypadło na Chiny, 29% łącznie na: UE15, USA i Japonię. W przeliczeniu na mieszkańca zużycie w Chinach (5,4 kg) zbliżyło się do poziomu w krajach zachodnich (6,1 kg.), pomimo 7-krotnie niższego PKB *per capita*. Obserwowane na początku br. odbudowywanie się popytu z krajów rozwiniętych powinno być poparte co najmniej utrzymaniem się popytu z Chin, co przyniosłoby spadek wysokich obecnie zapasów (4,2 tygodnie światowej konsumpcji). Inwestorzy będą gwałtownie reagować na kolejne oznaki chłodzenia chińskiej gospodarki (stopy procentowe, częściowe uwolnienie waluty, niższa inwestycje infrastrukturalne). KGHM zwiększył wielkość zabezpieczeń przyszłej sprzedaży miedzi z 150 tys. ton do rekordowego poziomu blisko 300 tys. ton.

LW Bogdanka (Kupuj)

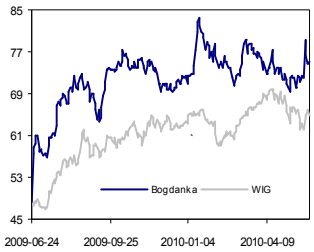
Cena bieżąca: 75,0 PLN **Cena docelowa: 80,7 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-19

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 176,8	5,3%	1 471,2	25,0%
EBITDA	339,6	368,0	8,3%	392,5	6,7%	536,1	36,6%
marża EBITDA	*32,9%*	*32,9%*		*33,4%*		*36,4%*	
EBIT	203,5	226,7	11,4%	243,0	7,2%	301,2	23,9%
Zysk netto	156,0	191,5	22,7%	186,2	-2,8%	227,1	22,0%
P/E	13,4	10,9		11,2		9,2	
P/CE	7,2	6,3		6,2		4,5	
P/BV	1,9	1,2		1,1		1,0	
EV/EBITDA	6,2	4,5		5,7		4,1	
Dyield (%)	0,4	4,3		0,9		0,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	34,0
MC (cena bieżąca)	2 090,1
EV (cena bieżąca)	2 235,2
Free float	33,0%
Zmiana ceny: 1m	*2,8%*
Zmiana ceny: 6m	*5,9%*
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	83,5
Min (52 tyg.)	48,0



Wyniki spółki za 1Q2010 są zbliżone do naszych oczekiwań. Sytuacja na rynku węgla stabilizuje się, głównie za sprawą wzrostu cen na giełdach światowych oraz osłabienia PLN w relacji do USD, co zmniejsza presję ze strony importu. Mimo tego wzrost cen na rynku krajowym w br. jest nadal mało prawdopodobny ze względu na wysokie zapasy węgla w kopalniach i zakładach energetycznych (5,6 mln ton). Spółka zwiększa wydobycie przy jednoczesnym wzroście efektywności (m.in. użycie kombajnu strugowego do cienkich pokładów). Wyniki obciążają i nadal będą, prace związane z uruchomieniem wydobycia w Polu Stefanów. Eksploracja nowych pokładów powinna ruszyć w maju 2011, co istotnie wpłynie na łączny wolumen produkcji i sprzedaży (miesięcznie wzrost z 450 tys. ton do 650 tys. ton). Negatywny wpływ na przyszłoroczny wolumen będzie miało opóźnienie w podpisaniu kontraktu na budowę ZPMW, jednak wpływ ten będzie mniejszy niż wydawało się jeszcze kilka tygodni temu (większe wykorzystanie mocy przetwórczych starego ZPMW). Najbliższe cztery kwartały nie powinny zaskakiwać wynikami, prawdziwy przełom nastąpi w połowie przyszłego roku, od tego czasu wyniki zaczną skokowo rosnąć aż do 2014 r. Prezes nie wyklucza, że tegoroczny wynik netto może być zbliżony do ubiegłorocznego, tj. 190 mln PLN (konsensus rynkowy: 164 mln PLN). Podtrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy i uważamy, że obecna cena jest atrakcyjna do kupna akcji spółki.

Wyniki za 1Q2010

Przy przychodach na poziomie 294 mln PLN (+20,3% r/r) spółka wypracowała EBIT w wysokości 62,2 mln PLN i zysk netto równy 52,8 mln PLN. Czynnikiem, który jednorazowo obniża wynik operacyjny (pozostałe straty operacyjne 8,6 mln PLN) jest strata na różnicach kursowych. Spółka wyprodukowała 1,4 mln ton surowca tj. o 13,5% więcej niż przed rokiem. W tym czasie sprzedaż wyniosła 1,37 mln ton (+23,5% r/r), co implikuje średnią cenę na poziomie 207,8 PLN/t (-1,25% r/r).

Wzrost cen węgla na świecie

Ceny węgla energetycznego w portach ARA wynoszą obecnie 90 USD/t, tj. 285 PLN/t. Doliczając do tego koszty transportu cena przekracza już 300 PLN/t, co powoduje, że węgiel krajowy znów stał się atrakcyjny dla krajowej energetyki. W 1Q2010 średnia cena sprzedaży krajowego węgla wyniosła 278,5 PLN/t.

Przemysł

Astarta (Sprzedaj)

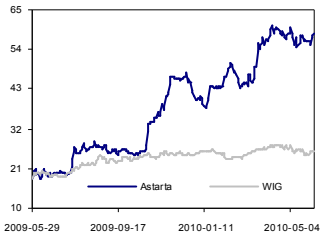
Cena bieżąca: 58,3 PLN **Cena docelowa: 45,83 PLN**

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mln UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	970,7	1 354,8	39,6%	2 193,5	61,9%	1 714,4	-21,8%
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%
marża EBITDA	*23,0%*	*40,6%*		*45,4%*		*27,4%*	
EBIT	150,8	457,5	203,4%	881,7	92,7%	351,8	-60,1%
Zysk netto	-89,2	323,4		769,5	137,9%	240,9	-68,7%
P/E		10,8		4,5		14,4	
P/CE		8,4		3,9		9,7	
P/BV	5,5	2,6		1,6		1,6	
EV/EBITDA	20,3	8,1		4,0		8,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		6,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	25,0
MC (cena bieżąca)	1 457,5
EV (cena bieżąca)	1 660,7
Free float	19,5%
Zmiana ceny: 1m	*-2,8%*
Zmiana ceny: 6m	*26,7%*
Zmiana ceny: 12m	*177,6%*
Max (52 tyg.)	60,8
Min (52 tyg.)	18,0



Zeszłoroczne wysokie ceny cukru i trzciny cukrowej na świecie skłaniają producentów do zwiększania produkcji. Dyskontują to już rynki finansowe, na których ceny cukru w bieżącym roku spadają najdynamiczniej spośród notowanych artykułów rolnych (-38,5%). Na Ukrainie zeszłoroczna wysoka rentowność uprawy buraka cukrowego zachęci mniejsze gospodarstwa rolne do większej produkcji w kolejnym sezonie. Również znaczący producenci cukru na Ukrainie nie powinni mieć problemów ze skompletowaniem potrzebnego surowca, gdyż są oni w znaczącej większości zintegrowani pionowo z zakładami rolnymi. Spodziewamy się, że kolejny sezon przyniesie znacznie większą podaż cukru na Ukrainie i istotne spadki cen. Będzie to miało miejsce już w 4Q2010. Dodatkowo pewne zagrożenie dla Astarty niesie umocnienie się ukraińskiej waluty, które powoduje, że konkurencyjność lokalnych produktów rolnych ulega osłabieniu. Naszym zdaniem obecne bardzo dobre wyniki będą trudne do powtórzenia.

Prognozy zbiorów na Ukrainie w 2010 roku

USDA (United States Department of Agriculture) prognozuje, że zbiory zboża na Ukrainie w 2010 roku wyniosą 43 mln ton. Agencja APK-Inform prognozuje 45 mln ton, natomiast Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy prognozuje 46-47 mln ton. W roku 2009 wielkość zbiorów zbóż na Ukrainie wyniosła 46 mln ton, wobec 53,3 mln ton w 2008 roku. Prognozowany poziom zbiorów zbóż na Ukrainie jest zbliżony do tego, jaki mieliśmy okazję obserwować w roku 2010.

Wyniki 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży o 6,3% wyższe od naszych prognoz. Lepiej, niż oczekiwaliśmy przychody generował segment produkcji cukru (+20,8%). Było to efektem wyższego niż założyliśmy wolumenu sprzedaży cukru (+10,3%) oraz o 11,5% wyższej ceny cukru. Wyższa cena cukru wynika prawdopodobnie z premii jaką Spółka uzyskała od odbiorców z kanału B2B. Przypomnijmy jednak, że dyskonto ceny sprzedaży cukru Astarty w 4Q2009 do naszego benchmarku cen rynkowych znajdowało się na poziomie 1,6%. Znacznie gorzej od naszych oczekiwań kształtowała się sprzedaż w segmencie produkcji roślinnej, która była o 24,2% niższa od naszych oczekiwań. Było to efektem niższego niż zakładaliśmy wolumenu sprzedaży płodów rolnych w 1Q2009, które były niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej (w1Q2009 55,3 tys. ton). My zakładaliśmy 88,5 tys. ton sprzedanych zbóż w 1Q2010. Segment produkcji zwierzęcej wygenerował przychody o 11,5% wyższe od naszych oczekiwań. Zakładany przez nas wolumen sprzedaży mleka był o 1% wyższy niż miało to miejsce w rzeczywistości.

Na wyniki operacyjne pozytywny wpływ miała aktualizacja wartości aktywów biologicznych (+9,2 mln UAH). Gdyby wyłączyć ten efekt, to zysk operacyjny byłby o 12,8% wyższy niż się spodziewaliśmy. Na poziomie zysku brutto pozytywnie na wyniki wpłynęła wspomniana rewaluacja wartości aktywów biologicznych, przychody związane z różnic kursowych (10,0 mln UAH) oraz zysk związany z aktualizacją wartości wyceny nabywanych aktywów (nowe zakłady rolne) (10,6 mln UAH). Gdyby nie te efekty to wynik brutto Astarty byłby o 8,4% wyższy niż wynikało to z naszych oczekiwań. Zysk netto był znacznie wyższy od naszych oczekiwań za sprawą ujemnego podatku dochodowego w kwocie 6,7 mln PLN (w naszej prognozie szacowaliśmy podatek od osób prawnych na poziomie 7,5 mln UAH). Gdyby wyłączyć wyżej wspomniane efekty jednorazowe, to wynik netto byłby o 18,1% wyższy niż wynikało to z naszych oczekiwań. Wyższa niż przewidywaliśmy wartość EBITDA wynika z wyższej od naszych oczekiwań amortyzacji (+40%) Zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami wyniki za 1Q2010 są wysokie. Niestety dalej spadające ceny cukru na rynku ukraińskim będą powodowały, że każdy kolejny kwartał będzie gorszy od pierwszego bieżącego roku.

Efekt zasiewów na Ukrainie

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy poinformowało, że na dzień 6 maja 2010 zasiew objął 80% planowanych ziem uprawnych. Buraki cukrowe zostały zasiane na 109% planowanego areału (476 tys. ha wobec prognozy 450 tys. ha). Zwiększenie areału buraka cukrowego jest większe niż przewidywaliśmy w raporcie z dnia 11.05.2010. To z pewnością przyczyni się w kolejnym sezonie na zwiększenie większej produkcji cukru na Ukrainie i spadek lokalnych cen cukru.

Perspektywa na 2015 rok

Spółka przy okazji wyników za 1Q2010 poinformowała, że w 2010 roku planuje zwiększyć powierzchnię uprawną do 300 tys. ha, co pozwoli na produkcję około 1 mln ton zbóż i roślin oleistych. Spodziewa się również, że do roku 2015 moce produkcyjne segmentu produkcji cukru wzrosną do poziomu 600 tys. ton cukru, a segmentu produkcji zwierzęcej do około 100 tys. ton mleka rocznie. W roku 2010 Spółka spodziewa się produkcji zbóż i roślin oleistych na poziomie 450 tys. ton, cukru na poziomie 320 tys. ton oraz mleka na poziomie 50 tys. ton. Znacznie lepsza rentowność produkcji rolnej na Ukrainie sprawia, że wielkim przedsiębiorstwom rolnym coraz trudniej jest pozyskiwać nową ziemię uprawną. Spodziewamy się, że powiększenie areału uprawnego do 300 tys. ha już w 2015 roku jest bardzo ambitnym i trudnym do wykonania zadaniem. Już obecnie spółki rolne na Ukrainie narzekają, że wysoka rentowność produkcji rolnej sprawiła, że na rynku coraz mniej jest okazji do przejęcia zakładów rolnych. Z kolei zwiększenie produkcji cukru do 600 tys. ton będzie wymagać od Astarty przejęć w branży, gdyż obecne założenia produkcji cukru na 2010 rok już przewidują wykorzystanie całych dostępnych mocy produkcyjnych. Należy pamiętać, że istniejące poza Astartą cukrownie na Ukrainie są w znacznie gorszym stanie, co wymagać będzie odpowiednich nakładów inwestycyjnych. Nasza prognoza produkcji na 2010 zakłada produkcję cukru na poziomie 330 tys. ton (+3% vs. Astarta), zbóż i roślin oleistych na poziomie 413,8 tys. (-9% vs. Astarta) oraz mleka na poziomie 50,8 tys. ton (+2% vs. Astarta).

Cersanit (Redukuj)

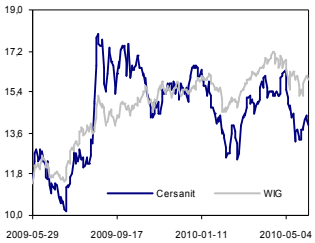
Cena bieżąca: 13,92 PLN **Cena docelowa: 13,63 PLN**

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-01

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 517,3	1 413,6	-6,8%	1 496,3	5,8%	1 605,1	7,3%
EBITDA	339,7	278,7	-18,0%	318,7	14,3%	366,9	15,1%
marża EBITDA	*22,4%*	*19,7%*		*21,3%*		*22,9%*	
EBIT	233,9	162,3	-30,6%	202,5	24,8%	247,3	22,1%
Zysk netto	7,7	-10,3		129,4		139,9	8,1%
P/E	260,6			15,5		14,4	
P/CE	17,7	18,9		8,2		7,7	
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,5	
EV/EBITDA	9,3	11,2		9,6		8,1	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	144,3
MC (cena bieżąca)	2 008,0
EV (cena bieżąca)	3 046,2
Free float	28,1%
Zmiana ceny: 1m	*-15,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-11,1%*
Zmiana ceny: 12m	*8,0%*
Max (52 tyg.)	18,0
Min (52 tyg.)	10,2



W 1Q10 sprzedaż Grupy spadła o 1,2% r/r, a zysk operacyjny był o 16,1% r/r niższy. Na sprzedaż i wyniki operacyjne wpływ miała umacniająca się złotówka oraz niesprzyjające warunki pogodowe w styczniu i lutym bieżącego roku. Wysoki wynik netto (58,7 mln PLN), to efekt przeszacowania portfela zagranicznych kredytów. Podtrzymujemy, że rok 2010 na rynku krajowym będzie dla producentów ceramiki łazienkowej okresem stabilizacji zarówno pod względem cen jak i wielkości sprzedaży. Z rynków eksportowych jak na razie tylko w Rosji spostrzec można ożywienie handlu. Pozostałe kraje eksportowe zbliżają się obecnie do lokalnych minimów i naszym zdaniem dopiero kolejny rok przynieść może zwiększenie poziomu sprzedaży. Spółka nawet przy optymistycznej prognozie zwiększenia przychodów w drugiej połowie roku notowana jest na bieżący rok ze wskaźnikami P/E 15,5 i EV/EBITDA 9,6. Naszym zdaniem zarówno ożywienie na rynku rosyjskim jak i zwiększenie sprzedaży na Ukrainie są już odzwierciedlone w cenie. Obecne kursy walutowe na dzień publikacji raportu wpłynęłyby na przeszacowanie portfela kredytów w kwocie +62,1 mln PLN (na dzień 31.12.2009 Spółka posiadała równowartość 1,1 mld PLN kredytów w walutach obcych), co negatywnie przełożyłoby się na wyniki 2Q10.

Spółka opuszcza indeks WIG20

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie poinformowała, że po sesji 14 maja bieżącego roku PZU weszło do indeksu WIG20 w miejsce Cersanitu.

Wyniki 1Q2010

Wyniki ze sprzedaży Spółki Cersanit w 1Q2010 były o 3,2% wyższe od naszych oczekiwań i o 1,1% niższe niż oczekiwał rynek. Słaba sprzedaż miała miejsce w segmencie płytek ceramicznych (-1,4% r/r), oraz artykułów około ceramicznych (-26,3% r/r). Wyższe niż rok wcześniej przychody wygenerował segment ceramiki sanitarnej (+13,9% r/r). Na słabsze wyniki sprzedażowe wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe, jakie miały miejsce w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku. Wciąż utrzymująca się wysoka konkurencja na rynku przyczyniła się do spadku marży brutto ze sprzedaży z 40,1% w 1Q2009 do 39,7% w 1Q2010. To, wraz wyższymi o 5% rok do roku kosztami sprzedaży przełożyło się na niższy od oczekiwanego wynik operacyjny (-12,9 vs. DI BRE i -16,1% vs. konsensus PAP). Na wyższe wartości zysku brutto i zysku netto wpłynął czynnik jednorazowy związany z dodatnimi różnicami kursowymi w wysokości 56,8 mln PLN. Znacząca część dodatniego wpływu powyższego efektu związana była z przeszacowaniem wartości portfela kredytów w EUR. Gdyby nie wynik na różnicach kursowych, to wynik brutto wyniósłby około 12,9 mln PLN, a wynik netto 10,5 mln PLN.

Sprzedaż, jak i rentowność operacyjna Cersanitu w 1Q2010 są wysoce rozczarowujące. Mimo naszych konserwatywnych założeń co do wyniku operacyjnego, ten jest gorszy od naszych wcześniejszych przewidywań.

Famur (Trzymaj)

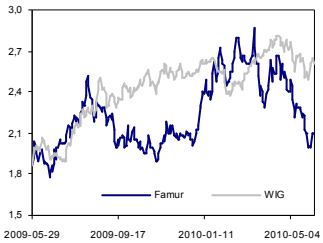
Cena bieżąca: 2,09 PLN **Cena docelowa: 2,03 PLN**

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	625,6	-10,0%	605,4	-3,2%
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	99,7	-25,4%	157,1	57,6%
marża EBITDA	*18,3%*	*19,2%*		*15,9%*		*26,0%*	
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	66,5	-34,1%	120,7	81,6%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	57,2	-1,4%	97,2	70,0%
P/E	17,0	17,3		17,6		10,3	
P/CE	10,7	11,1		11,1		7,5	
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2	
EV/EBITDA	5,5	8,2		9,9		5,7	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	481,5
MC (cena bieżąca)	1 006,3
EV (cena bieżąca)	987,1
Free float	11,8%
Zmiana ceny: 1m	*-16,1%*
Zmiana ceny: 6m	*2,0%*
Zmiana ceny: 12m	*5,0%*
Max (52 tyg.)	2,9
Min (52 tyg.)	1,8



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki pierwszego kwartału były słabe. Przychody spadły o 42,6% r/r, a wynik operacyjny o 82,7% r/r. Wynik netto wyniósł 21,0 mln PLN i gdyby wyłączyć dywidendę za 2009 rok od Spółek nie objętych konsolidacją, to byłby on o 19,3% niższy r/r. Obecnie rosnące ceny węgla energetycznego i koksującego na światowych rynkach oraz spadek importu rosyjskiego węgla do Polski pozytywnie wpływa na płynność finansową polskich kopalń. Spodziewamy się, że dzięki temu spółki w przyszłości będą chętniej zwiększały wydatki inwestycyjne. Nie bez znaczenia będzie zatwierdzony przez Komisję Europejską program pomocy rządu w kwocie 400 mln PLN na 2010 rok. Spodziewamy się, że poprawiająca się sytuacja finansowa polskich spółek węglowych pozytywnie wpływać będzie na wyniki drugiego półrocza w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa. W pozostałych segmentach oczekujemy powolnego odbudowywania poziomu przychodów. Oczekujemy, że za sprawą stosunkowo wysokiej bazy 2Q2009 przekroczenie zeszłorocznego wyniku operacyjnego i netto będzie dla Spółki niemożliwe. Naszym zdaniem dopiero wyniki trzeciego kwartału pokazać mogą poprawę wyników operacyjnych rok do roku.

Górnictwo węgla kamiennego w 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku spółki węglowe (z wyłączeniem LW Bogdanka) osiągnęły wynik netto na poziomie 144,3 mln PLN wobec 12,4 mln PLN straty w analogicznym okresie rok wcześniej. Dobre wyniki zostały osiągnięte głównie za sprawą Jastrzębskiej Spółki Węglowej, która w wymienionym okresie osiągnęła wynik netto na poziomie 117 mln PLN, w wyniku lepszej koniunktury w sprzedaży węgla koksującego. Wolumenowo wydobycie węgla spadło o 2,1% r/r, a średnia cena węgla spadła o 3% r/r. Mimo mniejszego wydobycia sprzedaż węgla była o 2,5% wyższa r/r. Na inwestycje w pierwszym kwartale 2010 wydano o 33% mniej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Koszty wydobycia węgla zmniejszyły się o 5% r/r.

Dofinansowanie kopalń zaakceptowane przez UE

Na wniosek polskiego rządu Komisja Europejska zaakceptowała program „pomoc inwestycyjna dla sektora górnictwa węgla kamiennego". Pomoc na inwestycje początkowe przyznawana będzie po przeprowadzeniu postępowania konkursowego. Kwota programu opiewa na 400 mln PLN. Dofinansowanie może być przyznane na finansowanie do 30% wartości kosztów kwalifikowanych projektu.

Wypowiedź prezesa Kostempskiego o rynkach eksportowych

Prezes Kostempski (Kopex) w udzielonym wywiadzie powiedział, że na rynku rosyjskim Spółka wciąż może liczyć na kontrakty na dostawę sprzętu górniczego. Dodał jednak, że trwający od dwóch lat w tym kraju kryzys spowodował, że narastają tam postawy protekcjonizmu dla własnych przedsiębiorców. Ma to miejsce, mimo że oferowany przez lokalnych producentów sprzęt jest gorszej jakości. Dodatkowo Rosja promuje własnych producentów zapewniając zwolnienia podatkowe i pomoc w sfinansowaniu transakcji. Dodatkowym zagrożeniem na tym rynku są kontrahenci chińscy, którzy zamiast 2-3 letniego kredytu inwestycyjnego i ubezpieczenia, jak ma to miejsce w przypadku Kopexu, oferują kredyty 10 letnie z gwarancją państwa. Bardzo konkurencyjne sposoby finansowania transakcji przez kontrahentów chińskich na rynkach eksportowych mogą dodatkowo zaostrzyć walkę o zlecenia. Firmy chińskie mają finansowanie własnego rządu poprzez co mogą składać oferty z odroczonym terminem zapłaty za dostarczony sprzęt.

Wyniki 1Q2010

Przychody ze sprzedaży w 1Q2010 były o 15,5% niższe niż się spodziewaliśmy. Najbardziej, bo aż o 66,5% r/r spadły przychody segmentu związanego z produkcją maszyn górniczych. Równie wysokie obniżenie sprzedaży miało miejsce w segmencie innych urządzeń dla

górnictwa (-43,6% r/r). Spadek przychodów związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa jest pochodną z jednej strony wysokiego poziomu konkurencji w trzecim i czwartym kwartale na krajowym rynku dóbr inwestycyjnych dla przemysłu wydobywczego, z drugiej ograniczenia zakupów kopalni wskutek niepewności co do sprzedaży węgla do energetyki zawodowej. Wpływ na spadek przychodów segmentu miała również polityka Grupy nastawiona na pozyskiwanie wysoko rentownych kontraktów, które zapewniają terminowe realizowanie płatności. Wysoką ujemną dynamikę sprzedaży posiadał również segment urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-56,0% r/r). Było to wynikiem umocnienia się złotówki w stosunku do EUR (ponad 80% przychodów jest sprzedawane w EUR) oraz braku nowych zamówień przy powolnym wygasaniu wcześniej zdobytych kontraktów. Przychody spadły również w segmencie odlewów (-44,3% r/r). Było to skutkiem drastycznego obniżenia zamówień od głównych odbiorców produktów w tym przemysłu motoryzacyjnego i samochodowego. Jedynym segmentem, jaki zanotował wzrost wyników sprzedażowych w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej, były przychody związane z działalnością pozostałą. Było to związane ze sprzedażą węgla, jaki Spółka otrzymała od Katowickiego Holdingu Węglowego w wyniku rozliczenia objętych obligacji węglowych. Dyskonto związane z obligacjami księgowane jest w części finansowej rachunku zysków i strat, podczas gdy sprzedaż węgla odbywa się na zerowej marży na poziomie przychodów i kosztów. Wynik operacyjny w pierwszym kwartale wyniósł 11,3 mln PLN i był o 82,7% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wpływ na obniżenie wyniku operacyjnego miał spadek przychodów ze sprzedaży oraz mniejsza rentowność segmentów urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-30,5pp r/r) oraz odlewów (-20,3pp r/r). Nie bez znaczenia było również umocnienie się złotówki w stosunku do EUR, gdyż Spółka wynik na transakcjach zabezpieczających księguje na poziomie wyniku finansowego. Wyższy o 32,4% r/r poziom zysku netto to zasługa przede wszystkim dywidendy za 2009 rok otrzymanej od spółek zależnych nieobjętych konsolidacją. Wpłynęła ona na wynik netto w kwocie 8,3 mln PLN. Gdyby nie ten efekt to zysk netto byłby o 19,3% niższy r/r. Podsumowując, wyniki za pierwszy kwartał, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, są słabe na poziomie operacyjnym.

Węglokoks buduje grupę zaplecza dla górnictwa

Po uzyskaniu wyłączności na negocjacje w sprawie kupna katowickiego Remagu pojawiają się spekulacje, że Węglokoks mógłby zbudować grupę zaplecza górniczego. Mówi się, że do Remagu mogłyby dołączyć Huta Łabędy i borykający się z poważnymi problemami finansowymi Glinik. Huta Łabędy jest producentem obudów chodnikowych, stropnic oraz strzemion do obudów chodnikowych. Glinik z kolei jest producentem obudów ścianowych. Dotychczas Kompania Węglowa, do której została włączona Huta Łabędy nie była zdeterminowana do sprzedaży nowego podmiotu w grupie. Tym niemniej nie wykluczono sprzedaży spółki w przyszłości. Glinik z kolei jest bardzo bliski bankructwa i szuka obecnie partnera strategicznego mogącego zapewnić pomoc producentowi obudów ścianowych.

KHW i Jastrzębska na giełdę w 2011 roku

Ministerstwo Gospodarki spodziewa się, że debiut Katowickiego Holdingu Węglowego powinien nastąpić w drugiej połowie 2011 roku, a Jastrzębskiej Spółki Węglowej w pierwszej połowie 2011 roku. Ministerstwo zapowiedziało jednocześnie, że będzie chciało utrzymać w spółkach węglowych pakiet kontrolny. Pozyskanie kapitału na giełdzie przez spółki węglowe pozytywnie wpływać będzie na poziom inwestycji kopalnianych. Między innymi Katowicki Holding Węglowy w związku z planowanym debiutem giełdowym zakłada budowę megakopalni w miejsce obecnie istniejących pojedynczych spółek wydobywczych. Przełoży się to na niższe koszty funkcjonowania.

Akcjonariusz Famuru ma 91,3% Pemugu

17 maja zakończył się proces zapisów na sprzedaż akcji Pemug w wezwaniu ogłoszonym przez AB Consulting. Akcjonariusz Famuru posiada obecnie 91,3% akcji Pemug. Przejęta Spółka zajmuje się kompleksową realizacją obiektów przemysłowych, obiektów użyteczności publicznej i dostawami urządzeń dla przemysłu wydobywczego, górniczego i energetycznego. Spółka specjalizuje się w usługach dla przemysłu wydobywczego w tym budową zakładów odwadniania, wzbogacania minerałów i przeróbki węgla. Przejęcie Spółki Pemug uzupełni ofertę Grupy Famur o świadczenie usług górniczych. Wpłynie to na możliwość startu w przetargach na realizację kompleksowych projektów wydobywczych, również na rynkach zagranicznych.

Kęty (Trzymaj)

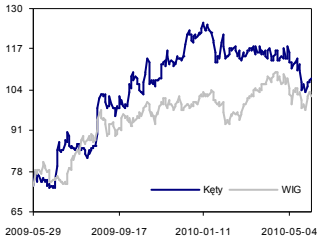
Cena bieżąca: 108 PLN **Cena docelowa: 120,36 PLN**

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-02-24

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	1 193,2	7,8%	1 266,9	6,2%
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	189,7	0,8%	207,3	9,3%
marża EBITDA	*16,1%*	*17,0%*		*15,9%*		*16,4%*	
EBIT	126,7	124,0	-2,1%	123,4	-0,5%	138,6	12,4%
Zysk netto	61,2	71,1	16,2%	88,4	24,4%	100,8	14,0%
P/E	16,3	14,0		11,3		9,9	
P/CE	8,1	7,4		6,4		5,9	
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1	
EV/EBITDA	7,3	6,4		6,5		5,8	
Dyield (%)	4,2	0,0		3,6		4,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	9,2
MC (cena bieżąca)	996,4
EV (cena bieżąca)	1 227,9
Free float	53,9%
Zmiana ceny: 1m	*-8,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-6,1%*
Zmiana ceny: 12m	*44,5%*
Max (52 tyg.)	125,4
Min (52 tyg.)	72,8



Mimo, że na koniec maja średnia cena zakupu aluminium w USD w 2Q2010 była o 1,1% q/q niższa, to na skutek osłabienia się PLN do USD (6,3% q/q), cena aluminium w złotówkach była o 7,1% q/q wyższa. Cena surowca wyrażona w EUR była średnio o 7,6% wyższa r/r, czyli wzrosła bardziej niż cena aluminium w złotówkach. Sprawia to, że mimo znaczącego spadku wartości złotówki do dolara wciąż cena zakupywanego surowca w Polsce była jak dotychczas w 2Q2010 relatywnie bardziej atrakcyjna niż dla europejskich konkurentów. Gdyby jednak złotówka dalej osłabiałaby się do dolara, to istnieje zagrożenie, że cena zakupywanego surowca będzie relatywnie wyższa w PLN niż w EUR. To sprawiać będzie, że produkcja na terenie kraju będzie mniej rentowna niż ta oferowana przez zachodnioeuropejską konkurencję. Szybsze osłabianie się złotówki do dolara niż do EUR może być sygnałem do rozważenia sprzedaży akcji przed prognozą wyników za 2Q2010 i podkupienie akcji przed dniem 14 lipca, na który to został ustalony dzień ustalenia prawa do dywidendy (DY 3,7%).

Dywidenda 4 sierpnia

WZA Kęt zdecydowało o wypłacie dywidendy 4 PLN na akcję z zysku za 2009 rok (DY 3,7%). Akcjonariusze ustalili, że dniem prawa do dywidendy będzie 14 lipca 2010 roku, a dniem jej wypłaty 4 sierpnia 2010 roku. WZA przyjęło również strategię Zarządu na 2015 rok zakładającą osiągnięcie w tym roku 1,9 mld PLN przychodów i 325 mln PLN EBITDA.

Wyniki 1Q2010

Przychody ze sprzedaży Grupy Kęty w 1Q2010 były o 2,9% wyższy niż wynikało to z naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyły wyniki sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych (+36,5% r/r) oraz opakowań giętkich (+0,9% r/r). Słabe wyniki pokazały segmenty systemów aluminiowych (-12,8% r/r), akcesoriów budowlanych (-43,9% r/r) oraz usług budowlanych (-13,0% r/r). Gorsze niż zeszłoroczne wyniki trzech ostatnich wymienionych segmentów były wynikiem niesprzyjających warunków pogodowych w dwóch pierwszych miesiącach bieżącego roku. Skutkiem tego było zatrzymanie prac w budownictwie i mniejsze zamówienia na produkty oferowane w ramach grupy. Wynik operacyjny Grupy w 1Q2010 jest na poziomie 15,2 mln PLN, czyli 49,5% niższym niż miało to miejsce w analogicznym okresie rok wcześniej. Gdyby jednak uwzględnić wynik transakcji hedgingowych, księgowanych w wynikach z działalności finansowej, to spadek wyniku z działalności operacyjnej wyniósłby jedynie 17% r/r.

Kopex (Trzymaj)

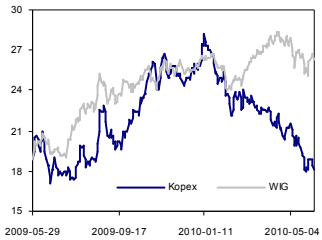
Cena bieżąca: 18,15 PLN **Cena docelowa: 18,46 PLN**

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 448,7	5,8%	2 547,3	4,0%
EBITDA	236,0	217,1	-8,0%	232,2	7,0%	265,5	14,4%
marża EBITDA	*11,9%*	*9,4%*		*9,5%*		*10,4%*	
EBIT	174,9	145,3	-16,9%	143,8	-1,1%	173,7	20,8%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	80,6	-7,6%	113,6	40,9%
P/E	14,4	15,5		16,7		11,9	
P/CE	8,4	8,5		8,0		6,6	
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5	
EV/EBITDA	6,7	8,1		7,4		6,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	74,3
MC (cena bieżąca)	1 349,1
EV (cena bieżąca)	1 728,0
Free float	28,5%
Zmiana ceny: 1m	*-15,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-28,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-11,9%*
Max (52 tyg.)	28,3
Min (52 tyg.)	17,1



Rosnące ceny węgla energetycznego i koksującego na światowych rynkach oraz spadek importu rosyjskiego węgla do Polski pozytywnie wpływa na płynność finansową polskich kopalń. Te z kolei, przy sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym będą bardziej skłonne do zwiększania inwestycji w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa w celu nie tylko udostępniania nowych złóż, ale również wymiany starego, nieefektywnego sprzętu. Pozytywnie wpływać na to będzie zatwierdzony przez Komisję Europejską program pomocowy Rządu w kwocie 400 mln PLN. Dotyczy on nowych inwestycji, a środki muszą być wydane do końca 2010 rok. Oceniamy również, że poprawiające się otoczenie makroekonomiczne na rynkach eksportowych, związane z rosnącymi cenami węgla i większymi wolumenami eksportu węgla, skłaniać będzie spółki węglowe do kontynuacji wcześniej wstrzymanych inwestycji. Według naszych wstępnych szacunków drugi kwartał wciąż powinien być operacyjnie rok do roku gorszy (EBIT -28% r/r). Naszym zdaniem poprawy wyników należy oczekiwać w trzecim kwartale (EBIT +2% r/r). Głównymi zagrożeniami dla rezultatów jest brak zamówień zależnego Tagoru oraz potencjalna strata wynikająca z rozwiązania kontraktów walutowych jeśli zerwano by kontrakt z kontrahentem Argentyńskim (strata 10-15 mln PLN). Zdobycie większego kontraktu na wykonanie obudów ścianowych lub upadek głównego konkurenta z branży na rynku lokalnym może być sygnałem do kupna akcji Spółki.

Górnictwo węgla kamiennego w 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku spółki węglowe (z wyłączeniem LW Bogdanka) osiągnęły wynik netto na poziomie 144,3 mln PLN wobec 12,4 mln PLN straty w analogicznym okresie rok wcześniej. Dobre wyniki zostały osiągnięte głównie za sprawą Jastrzębskiej Spółki Węglowej, która w wymienionym okresie osiągnęła wynik netto na poziomie 117 mln PLN, w wyniku lepszej koniunktury w sprzedaży węgla koksującego. Wolumenowo wydobycie węgla spadło o 2,1% r/r, a średnia cena węgla spadła o 3% r/r. Mimo mniejszego wydobycia sprzedaż węgla była o 2,5% wyższa r/r. Na inwestycje w pierwszym kwartale 2010 wydano o 33% mniej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Koszty wydobycia węgla zmniejszyły się o 5% r/r.

Dofinansowanie kopalń zaakceptowane przez UE

Na wniosek polskiego rządu Komisja Europejska zaakceptowała program „pomoc inwestycyjna dla sektora górnictwa węgla kamiennego". Pomoc na inwestycje początkowe przyznawana będzie po przeprowadzeniu postępowania konkursowego. Kwota programu opiewa na 400 mln PLN. Dofinansowanie może być przyznane na finansowanie do 30% wartości kosztów kwalifikowanych projektu.

Wypowiedź prezesa Kostempskiego o rynkach eksportowych

Prezes Kostempski (Kopex) w udzielonym wywiadzie powiedział, że na rynku rosyjskim Spółka wciąż może liczyć na kontrakty na dostawę sprzętu górniczego. Dodał jednak, że trwający od dwóch lat w tym kraju kryzys spowodował, że narastają tam postawy protekcjonizmu dla własnych przedsiębiorców. Ma to miejsce, mimo że oferowany przez lokalnych producentów sprzęt jest gorszej jakości. Dodatkowo Rosja promuje własnych producentów zapewniając zwolnienia podatkowe i pomoc w sfinansowaniu transakcji. Dodatkowym zagrożeniem na tym rynku są kontrahenci chińscy, którzy zamiast 2-3 letniego kredytu inwestycyjnego i ubezpieczenia, jak ma to miejsce w przypadku Kopexu, oferują kredyty 10 letnie z gwarancją państwa. Bardzo konkurencyjne sposoby finansowania transakcji przez kontrahentów chińskich na rynkach eksportowych mogą dodatkowo zaostrzyć walkę o zlecenia. Firmy chińskie mają finansowanie własnego rządu poprzez co mogą składać oferty z odroczonym terminem zapłaty za dostarczony sprzęt.

Wyniki 1Q2010

Wyniki ze sprzedaży za 1Q2010 są o 10,1% wyższe niż się wcześniej spodziewaliśmy. Najbardziej, bo aż o 321,5% wzrosły przychody segmentu związanego z handlem węglem. Było to związane z rozliczeniem obligacji węglowych wyemitowanych przez Katowicki Holding Węglowy. Równie wysokie okazały się być przychody segmentu handlu energią, co związane było z niskimi temperaturami w dwóch pierwszych miesiącach bieżącego roku. Wpłynęło to na wyższy wolumen obrotu energią elektryczną. Dwucyfrową rok do roku dynamikę przychodów wygenerował segment usług górniczych (+24,1 r/r), co było związane z dużą ilością realizowanych kontraktów związanych z budownictwem górniczym. Kontrakt dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej za ponad 180,5 mln PLN nie był jeszcze rozliczany w wynikach za pierwszy kwartał. Segment maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego wygenerował przychody o 18,9% r/r niższe, co było związane z mniejszą ilością nowo pozyskiwanych kontraktów w trzecim i czwartym kwartale 2009 roku. Sprzedaż segmentu urządzeń elektronicznych i elektrycznych była o 27,8% r/r niższa, na co z pewnością wpływ miała dekoniunktura na rynkach eksportowych oraz umocnienie złotówki w stosunku do obcych walut. Sprzedaż w segmencie odlewów wciąż była mało satysfakcjonująca, a przychody spadły o 35,5% r/r. W sumie zysk operacyjny wyniósł 23,4 mln PLN i był o 60% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Przyczyną tego oprócz spadków rentowności segmentów obrotu energią i urządzeń elektrycznych i elektronicznych były również wyższe o 81,6% r/r koszty sprzedaży. Te ostatnie wynikały również z kosztów transakcyjnych związanych z przesyłką i opłatami celnymi kontraktu Chińskiego (9 mln PLN). Wynik netto wyniósł w sumie 8,9 mln PLN i był o 75% r/r niższy. Na wynik netto dodatkowo negatywny wpływ miał wynik na różnicach kursowych -8,0 mln PLN. Wyniki za pierwszy kwartał bieżącego roku są słabe, o czym przestrzegaliśmy inwestorów już wcześniej.

Węglokoks buduje grupę zaplecza dla górnictwa

Po uzyskaniu wyłączności na negocjacje w sprawie kupna katowickiego Remagu pojawiają się spekulacje, że Węglokoks mógłby zbudować grupę zaplecza górniczego. Mówi się, że do Remagu mogłyby dołączyć Huta Łabędy i borykający się z poważnymi problemami finansowymi Glinik. Huta Łabędy jest producentem obudów chodnikowych, stropnic oraz strzemion do obudów chodnikowych. Glinik z kolei jest producentem obudów ścianowych. Dotychczas Kompania Węglowa, do której została włączona Huta Łabędy nie była zdeterminowana do sprzedaży nowego podmiotu w grupie. Tym niemniej nie wykluczono sprzedaży spółki w przyszłości. Glinik z kolei jest bardzo bliski bankructwa i szuka obecnie partnera strategicznego mogącego zapewnić pomoc producentowi obudów ścianowych.

KHW i Jastrzębska na giełdę w 2011 roku

Ministerstwo Gospodarki spodziewa się, że debiut Katowickiego Holdingu Węglowego powinien nastąpić w drugiej połowie 2011 roku, a Jastrzębskiej Spółki Węglowej w pierwszej połowie 2011 roku. Ministerstwo zapowiedziało jednocześnie, że będzie chciało utrzymać w spółkach węglowych pakiet kontrolny. Pozyskanie kapitału na giełdzie przez spółki węglowe pozytywnie wpływać będzie na poziom inwestycji kopalnianych. Między innymi Katowicki Holding Węglowy w związku z planowanym debiutem giełdowym zakłada budowę megakopalni w miejsce obecnie istniejących pojedynczych spółek wydobywczych.

Sprzedaż Spółki odpowiedzialnej za projekty Biogazowni

Spółka poinformowała, że w dniu 21 maja 2010 roku sprzedane zostały wszystkie posiadane akcje w Spółce Kopex Polskie Biogazownie S.A. Przedmiotem działalności Spółki jest budowa i eksploatacja biogazowni oraz organizacja finansowania inwestycji. Kwota za jaką zostały sprzedane akcje, to 1,2 mln PLN. Wcześniej Zarząd zapowiadał wstrzymanie się w realizacji projektu związanego z Biogazowniami. Sprzedaż Spółki zawiązanej w celu prowadzenia takiej działalności oznacza wycofanie się z projektów budowy biogazowni.

Objęcie obligacji od KHW

Spółka poinformowała o objęciu obligacji węglowych od KHW o wartości nominalnej 45 mln PLN. Cena zakupu wyniosła 43,5 mln PLN. Termin wykupu ustalony został na 29 listopada 2010 roku.

Zgoda UOKIK na przejęcie Ryfamy

UKOIK zgodził się na przejęcie przez Kopex producenta przenośników zgrzebłowych – spółki Ryfama. Po przeprowadzeniu transakcji zakupu Kopex będzie posiadał 89,87% w kapitale zakładowym Ryfamy.

Mondi (Trzymaj)

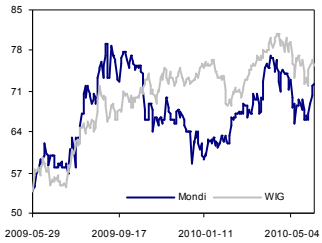
Cena bieżąca: 67,9 PLN **Cena docelowa: 67,3 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	1 799,9	32,3%	1 986,1	10,3%
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	413,5	89,7%	493,3	19,3%
marża EBITDA	*21,7%*	*16,0%*		*23,0%*		*24,8%*	
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	242,2	143,1%	323,0	33,4%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	195,7	174,1%	279,0	42,6%
P/E	24,0	47,5		17,3		12,2	
P/CE	13,5	17,9		9,3		7,6	
P/BV	3,2	2,9		2,5		2,4	
EV/EBITDA	12,1	18,7		9,8		8,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		7,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	50,0
MC (cena bieżąca)	3 395,0
EV (cena bieżąca)	4 036,6
Free float	19,0%
Zmiana ceny: 1m	*-0,8%*
Zmiana ceny: 6m	*6,5%*
Zmiana ceny: 12m	*27,0%*
Max (52 tyg.)	79,0
Min (52 tyg.)	57,0



Obecna cena rynkowa osiągnęła wyznaczony przez nas poziom ceny docelowej. Biorąc to pod uwagę podwyższamy rekomendację inwestycyjną z redukuj do trzymaj. Słabe wyniki za 1Q2010 będą poprawiać się w kolejnych kwartałach na co wpływ będzie miało: osłabienie PLN w stosunku do EUR i dalszy wzrost cen papieru w EUR. Podtrzymujemy opinię, że niekorzystny dla spółki jest gwałtowny wzrost cen makulatury, która stanowi podstawowy surowiec, szczególnie po rozbudowaniu mocy produkcyjnych właśnie w obszarze papierów makulaturowych, ale również wzrost cen drewna co pokazały wyniki 1Q. Zawężenie się marży ma naszym zdaniem charakter długoterminowy i jest efektem rozbudowy mocy wytwórczych w regionie.

Słabe wyniki za 1Q2010

Przy przychodach na poziomie 473,4 mln PLN spółka wypracowała 69,3 mln PLN EBITDA, 31,12 mln PLN EBIT i 17,769 mln PLN zysku netto. Z wyjątkiem przychodów wszystkie pozostałe pozycje są słabsze niż nasze oczekiwania (odpowiednio: 469,7/101,0/58,2/41,7 mln PLN). Za 12% wzrost przychodów q/q odpowiada przede wszystkim wzrost cen papieru (+9,8% q/q - średnia ważona dla portfela produktów) oraz wzrost wolumenu sprzedaży – dzięki rosnącej produkcji na nowej maszynie MP7. Zwracamy jednak uwagę, że przy rosnącej produkcji papieru makulaturowego (+12 tys. ton) i papieru workowego (+1,9 tys. ton) spółka ograniczyła produkcję innego asortymentu (-9,5 tys. ton), stąd wzrost łącznego wolumenu produkcji w stosunku do 4Q jest niższy niż zakładaliśmy. Oczekiwaliśmy również, że produkcja na maszynie MP7 będzie wyższa. Wszystkie te elementy stwarzają ryzyko, że spółka włączając do produkcji nowe moce ograniczy jednak część starych a tegoroczny wolumen produkcji i sprzedaży papieru będzie niższy niż zakładaliśmy w naszej prognozie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rosną koszty zakupu makulatury, która w stosunku do 4Q2009 była droższa o 22% (+189% r/r). Niespodziewanie spółka podała, że również koszt zakupu drewna wzrósł w stosunku do 4Q o 20% (sosnowego, brzozowego +16%). Zgodnie z wcześniejszymi informacjami spółka nie miała otwartych transakcji zabezpieczających, które wpływałyby na wyniki za 1Q. Podsumowując wyniki za 1Q można stwierdzić, że spółka ma i będzie miała dalej problem z rosnącymi (szybciej niż cena finalnego produktu) kosztami surowca (makulatura ale również drewno). W związku z optymalizacją wykorzystania mocy wytwórczych spółka najprawdopodobniej ograniczy produkcję części asortymentu, czego nie zakładaliśmy w dotychczasowych prognozach.

Budownictwo

Produkcja budowlana w kwietniu

Według danych GUS produkcja budowlano-montażowa (w cenach stałych) była w kwietniu br. o 6,1% niższa niż przed rokiem i o 18,0% wyższa w porównaniu z marcem br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 7,7% niższym niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku i o 2,1% wyższym w porównaniu z lutym br. Prezentowane dane to dane skumulowane. Zauważalne jest, że po mocnej zimie, produkcja budowlano-montażowa przyspiesza. W marcu dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła -10,8% r/r.

Problemy powodowane przez powódź

Wybrane spółki przyznają, że w wyniku powodzi niektóre place budów zostały podtopione. Hydrobudowa Polska wskazuje na budowę kanalizacji w Tychach, plac budowy niewielkiej oczyszczalni ścieków w Bieruniu. Szkody dopiero będzie można oszacować po ustąpieniu wody. Wszystkie budowy spółki są jednak ubezpieczone. W związku z zalaniem placów budów, do przerwania prac na A1 i A4 zostały zmuszone konsorcja z udziałem Polimexu Mostostalu. Przedstawiciele zapewniają jednak, że zdarzenie nie będzie miało wpływu na wyniki (spółka jest ubezpieczona) i ewentualne opóźnienia będzie się dało nadrobić. Budimex jest w trakcie inwentaryzacji szkód. Szkody to znaczne rozmoczenie gruntów, przypadki szkód budowlanych w nasypach drogowych i przypadki zalania wykopów. Prezes spółki przyznaje, że wszystkie kontrakty są ubezpieczone. Czas opóźnień związanych ze zdarzeniami powodziowymi i ich usuwaniem nie powinien wpłynąć na ewentualne kary na kontraktach. Kontrakty mają klauzule umożliwiające wydłużenie terminu zakończenia kontraktów, w przypadku podobnych sytuacji. Pol-Aqua powódź dotknęła na budowie Mostu Północnego. Spółka musiała wycofać część sprzętu, jednak prace były kontynuowane. Powódź nie generuje ryzyka opóźnień na tej budowie. Ryzyka też nie widać na placu budowy Stadionu Narodowego.

Opóźnienia na kontraktach drogowych spowodowane powodzią

GDDKiA zapewnia, że mimo powodzi, zdąży z budową dróg na Euro 2012. Mimo to, na pewnych odcinkach dróg będą opóźnienia. Najdłuższe, szacowane na 6 miesięcy opóźnienie, dotyczy odcinka autostrady A8 będącego obwodnicą Wrocławia. Planowanym terminem oddania był Q4 2010. Pełnymi danymi wykonawca inwestycji, czyli Strabag, dysponować będzie dopiero w najbliższym czasie. W skład konsorcjum, którego liderem jest Strabag, wchodzi Mostostal Warszawa (2-gi odcinek obwodnicy Wrocławia). Duże opóźnienia grożą też odcinkowi A1 Piekary Śląskie – Maciejów (Dragados). Planowany termin oddania to Q4 2011, ale inwestycja może być opóźniona o 4 miesiące. Na pozostałych inwestycjach opóźnienie średnio może wynieść do 6 tygodni – dodaje GDDKiA.

Budownictwo drogowe

Strabag jako pierwszy stara się o rewizję w górę ceny kontraktu drogowego

Szef polskiego oddziału Strabag przyznaje, że wzrosły koszty oraz zakres robót w ramach budowy odcinka A2, w związku z tym, będzie starać się o aneks do umowy z GDDKiA. We wrześniu 2009 spółka wygrała przetarg na budowę jednego z odcinków A2 z kwotą 643,8 mln PLN. Obecnie stara się o dodatkowe 50-60 mln PLN. Wyliczenia są wstępne, firma ciągle szacuje, o ile wzrosły koszty realizacji. Strabag przyznaje, że koszty zwiększa wyższa liczba ekranów akustycznych, które spółka musi ustawić wzdłuż trasy. Istnieje na tym etapie rozbieżność z programem funkcjonalno-użytkowym wykonanym przez Strabag na podstawie dokumentacji GDDKiA. Szef koncernu przyznaje, że wyższą liczbę ekranów wymusiła analiza ruchu, która wykazała, że drogą będzie jeździć więcej tirów. Analiza geologiczna wskazuje też na konieczność wymiany części gruntu pod nawierzchnią drogi lub wzmocnienia go betonem. Szef oddziału Strabag przyznaje, że gdyby wiedział o takich okolicznościach, cena ofertowa byłaby wyższa. Z wiadomości prasowych wynika, że pozostałe firmy również mogą występować z żądaniami zwiększenia wartości umów. Przedstawicielka Mostostalu Warszawa przyznaje, że spółka jest w trakcie analizy dokumentacji. Nie można wykluczyć wystąpienia o dodatkowe wynagrodzenie. Również Budimex analizuje sytuację, spółka liczy, że za 2-3 tygodnie będzie świadoma, jak się ona przedstawia. Przedstawiciel GDDKiA uważa, że w sprawie rewizji budżetów kontraktów na GDDKiA nie toczą się żadne negocjacje, całość ryzyka z przygotowaniem i realizacją budowy leży po stronie wykonawców. Nie ma powodów do zwiększenia kosztów GDDKiA.

Budownictwo energetyczne

Hitachi wraca do walki o bloki w Opolu

Konsorcjum firm SNC i Hitachi zostało odrzucone na wstępnym etapie przetargu na budowę bloków w Opolu. Po niepowodzeniu odwołania do KIO, konsorcjum wniosło sprawę do sądu i wygrało. Według harmonogramu PGE, przetarg miał być rozstrzygnięty już jesienią. Na przełomie Q3 i Q4 2010 miała być podpisana umowa z wybranym generalnym wykonawcą.

Budownictwo kolejowe

Wydatki PKP PLK w 2010 i 2011 roku

Prezes PKP PLK, po mroźnej zimie, obniżył szacunki wydatków PKP PLK w 2010 roku. Szacunki zostały obniżone z 5,7 mld PLN do 4,8 mld PLN. W 4 pierwszych miesiącach roku wydatki PKP PLK wynosiły jedynie 361 mln PLN. Według prezesa Trakcji Polskiej, poziom tegorocznych wydatków będzie nawet o 30% niższy niż w 2009 roku, kiedy to PKP PLK wydała 3,36 mld PLN. Nakłady mogą wynieść nawet 2-2,3 mld PLN. Wpływ na to mają opóźnienia w rozstrzyganiu przetargów. Wydatki PKP PLK mają za to szansę przekroczyć 5 mld PLN w 2011 roku.

ABM Solid

Dwucyfrowy wzrost przychodów i 4% rentowności

Prezes ABM Solid na łamach telewizji przyznał, że w 2010 roku oczekuje dwucyfrowego wzrostu przychodów i 4% rentowności. Grupa ABM Solid ma zakontraktowane 350 mln PLN na rok 2010. Do końca roku portfel może się jeszcze powiększyć o umowy o wartości 100 mln PLN.

ABM Solid przejmuje sporą spółkę

ABM Solid podpisał umowę przedwstępną kupna pakietu ponad 50% akcji firmy, której obroty oscylują wokół 100 mln PLN. Firma zajmuje się robotami inżynieryjnymi, instalacyjnymi, budownictwem drogowym i mostowym. Do połączenia dojdzie w Q3 lub Q4 2010. Przejęcie ma być finansowane środkami własnymi i kredytem. Decyzje zapadną w najbliższych tygodniach.

Energoinstal

Kontrakt na 60,4 mln PLN

Energetyka Cieplna Opolszczyzny podpisała kontrakt z konsorcjum Energoinstal i Warbud na przebudowę źródła ciepła w Opolu – budowę układu wysokosprawnej kogeneracji. Wartość oferty to 60,4 mln PLN (29,4% prognozowanych przychodów na rok 2010). Jedynym konkurentem było konsorcjum Rafako i Elektrobudowa, które oferowało niższą o nieco ponad 5% cenę, jednak znacznie gorzej ocenione zostały parametry techniczne oferty. Oferty dwóch pozostałych konsorcjów zostały odrzucone.

Energomontaż Północ

Słabe wyniki 1Q

W 1Q 2010 Energomontaż Północ zanotował w ujęciu r/r około 20% spadek przychodów i przy sprzedaży 67,4 mln PLN wygenerował 4,2 mln PLN straty netto. Jedną z głównych przyczyn była strata na kontrakcie na Węgrzech (ponad 4 mln PLN), zawiniła też śnieżna i mroźna zima, zmniejszająca się ilość zamówień na rynku i wyczerpywanie się inwestycji w sektorze chemicznym.

Instal Kraków

Kontrakt za 37,5 mln PLN, spora konkurencja w „energetyce”

Instal Kraków podpisał kontrakt na budowę akumulatora ciepła w EC Kraków za 37,3 mln PLN (12% ubiegłorocznych przychodów). Budowa potrwa do końca 2011 roku. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że o przetarg starało się aż 13 firm i konsorcjów, w tym: konsorcjum PBG, Vertex i Remak Rozruch (41,7 mln PLN), Mostostal Zabrze (44,5 mln PLN), Pol-Aqua (38,8 mln PLN), Mostostal Warszawa, Mostostal Płock i Automatyka (42,3 mln PLN), Polimex Mostostal (44,1 mln PLN), Naftobudowa (44,9 mln PLN). Z technicznego punktu widzenia akumulator ciepła to instalacja zbliżona do wielkiego zbiornika wody, w którym, zależnie od potrzeby, rośnie lub spada udział gorącej wody. Generalnie, instalacja ma więc bardzo wiele wspólnego z budownictwem wodnym.

Instal Kraków rozpoczyna budowę inwestycji Nowy Przewóz 2

Instal Kraków zakontraktował budowę 5 budynku przy ul. Przewóz w Krakowie. Kontrakt o wartości 16,7 mln PLN obejmuje budowę 5-ego budynku inwestycji Nowy Przewóz oraz budynku garażu nadziemnego. Szacujemy, że w całej inwestycji Nowy Przewóz 2 powstanie 15 tys. PUM mieszkań, czyli około 272 lokali. W budynku 5 może powstać około 70 mieszkań.

Mostostal Zabrze

Bardzo słabe wyniki Q1 2010

Wyniki Q1 2010 Mostostalu Zabrze są bardzo słabe. Na poziomie Grupy bardzo niska była marża brutto ze sprzedaży 7,5%, marża EBIT zaś, nawet po potencjalnych przychodach operacyjnych netto, wyniosła jedynie 0,6%. Ze względu na duże koszty finansowe netto, wynik

brutto przed opodatkowaniem wyniósł -2,75 mln PLN, dodatni zaksięgowany podatek zaś spowodował stratę netto w wysokości 6,1 mln PLN. Na poziomie jednostkowym wyniki są jeszcze słabsze, naszą uwagę zwraca bardzo słaba marża brutto na sprzedaży 3,6% i ujemna marża EBIT (-2,8%). Marża brutto ze sprzedaży pozostałych konsolidowanych jednostek również istotnie spadła i wyniosła 10%. W segmentach działalności widać znaczne pogorszenie wyniku z działalności montażowo-produkcyjnej. W komentarzu do sprawozdania spółka pisze: „trzeba pamiętać, że w portfelu zamówień Emitenta dominują kontrakty pozyskane w trybie zamówień publicznych, przyjmujących jedynie kryteria cenowe, a więc wygrane dzięki założonej niskiej rentowności. Znaczna część kontraktów ma jednocześnie innowacyjny charakter, co jest jednoznaczne z ponadprzeciętnym i bardzo wysokim ryzykiem realizacyjnym, zarówno w odniesieniu do kosztów, jak i terminów".

Szef rady nadzorczej o portfelu zamówień i wynikach Q1 2010

Aktualnie portfel zleceń Mostostalu Zabrze wypełniony jest w 100%. W efekcie, spółka co najmniej powtórzy ubiegłoroczne przychody, możliwy jest nawet wzrost obrotów o 20% r/r. W ramach komentarza do wyników szef rady nadzorczej przyznaje, że gdyby w Q1 2010 firma rozliczyła zakończenie jednego ze zleceń zagranicznych, zaprezentowałaby pokaźny zysk. Szef rady nadzorczej nie przewidywał tak dużego wpływu zimy na wyniki Q1 2010. Trwają negocjacje z właścicielami firmy generującej 300 mln PLN przychodów rocznie. 16 czerwca odbędzie się WZA, które ma wyrazić zgodę na skup 22,4 mln akcji.

Naftobudowa

180 mln PLN w portfelu na rok 2010

W portfelu zleceń Naftobudowy znajdują się obecnie zlecenia za 280 mln PLN, z czego na lata przyszłe przypada 100 mln PLN. W kontekście wyników za Q1 2010, prezes spółki tłumaczy, że gdyby nie ujemne różnice kursowe, marża netto w Q1 wyniosłaby 7%. Celem na cały rok jest marża netto na poziomie 5%. Już Q2 2010 powinien być lepszy r/r, zaś znacznej poprawy zarząd spodziewa się po wynikach Q3 i Q4 2010. W Q1 2010 udział eksportu w przychodach stanowił 70%.

PA Nova

Jest finansowanie budowy galerii w Przemyślu

PA Nova pozyskała finansowanie na budowę galerii handlowej w Przemyślu. Kredyt z banku PKO BP w wysokości 81,3 mln PLN pokryje 80% kosztu projektu. Spółka pozyskała też kredyt obrotowy na 8 mln PLN. Do tej pory spółka wydała na inwestycję 78 mln PLN. W związku z tym pierwsza transza kredytu w wysokości 24 mln PLN wpłynie do kasy PA Nova, pozostała zaś część będzie finansowała prace budowlane. W czerwcu spółka podejmie decyzje w sprawie ewentualnej nowej emisji akcji. W II połowie 2010 roku PA Nova rozpocznie prace przy 3 nowych obiektach o wartości 65 mln PLN, a na przełomie 2010 i 2011 roku rozpocznie się kolejny nowy projekt o wartości 25 mln PLN. W Q2 2010 spółka będzie rozliczać dwa kontrakty, w Q3 2010 jeden. Kwartały te będą gorsze niż Q1 2010. Lepszy za to, tradycyjnie, powinien być Q4 2010.

Pol-Aqua

Słabe wyniki Q1 2010

Pol-Aqua zaprezentowała bardzo słabe wyniki Q1 2010. Przychody wyniosły 227,6 mln PLN (Q1 2009: 335,3 mln PLN), zysk brutto na sprzedaży 4,4 mln PLN (marża: 1,9%), zysk na sprzedaży -13,2 mln PLN (marża: -5,8%), EBIT -10,9 mln PLN, strata netto zaś 14,0 mln PLN. Wynik segmentów działalności był następujący. Budownictwo: przychody: 187,9 mln PLN, strata netto: 6,2 mln PLN. Generalne wykonawstwo: przychody 21,6 mln PLN, strata netto: 3,4 mln PLN. Pozostałe: przychody: 21,5 mln PLN, strata netto: 4,4 mln PLN.

Remak

Wyniki Q1 2010

Remak w Q1 2010 wygenerował 38,9 mln PLN przychodów, 3,6 mln PLN EBIT i 1,6 mln PLN zysku netto. Marża brutto na sprzedaży wyniosła aż 15,4%. Duży wpływ na wynik miały ujemne różnice kursowe. Niskie przychody zarząd tłumaczy m.in. czasowym wstrzymaniem jednego z kontraktów realizowanych w Niemczech, z powodu wad konstrukcyjnych montowanego przez Remak kotła. Prace mają być wznowione najwcześniej w sierpniu.

Budimex (Sprzedaj)

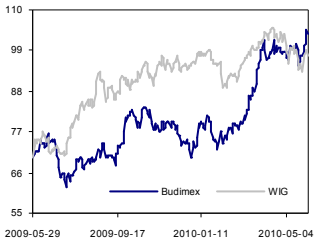
Cena bieżąca: 103,5 PLN **Cena docelowa: 85,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-29

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 419,2	34,3%	4 548,0	2,9%
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	238,3	7,5%	221,8	-6,9%
marża EBITDA	*4,0%*	*6,7%*		*5,4%*		*4,9%*	
EBIT	107,9	200,5	85,7%	216,2	7,8%	199,3	-7,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	185,3	6,7%	161,5	-12,9%
P/E	28,2	15,2		14,3		16,4	
P/CE	22,8	13,6		12,7		14,4	
P/BV	4,7	4,5		4,4		4,1	
EV/EBITDA	18,1	8,7		11,4		11,4	
Dyield (%)	0,0	5,6		6,6		4,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	25,5
MC (cena bieżąca)	2 642,4
EV (cena bieżąca)	2 711,6
Free float	36,8%
Zmiana ceny: 1m	*4,9%*
Zmiana ceny: 6m	*31,3%*
Zmiana ceny: 12m	*43,9%*
Max (52 tyg.)	104,5
Min (52 tyg.)	62,0



Pod koniec kwietnia Budimex zaprezentował wyniki kwartalne za Q1 2010, które z czasem okazały się najlepsze na tle branży. Przyczyną bardzo dobrych wyników w Q1 2010 była duża, największa w roku, ilość przekazanych lokali. Bardzo duża liczba przekazań lokali w 2010 roku gwarantuje poprawę wyników r/r. W Q1 2010 dała się zauważyć tendencja spadkowa gotówki netto w spółce. Uważamy, że w kolejnych kwartałach tendencja ta będzie kontynuowana. Spadek gotówki netto nastąpi wcześniej niż oczekiwane w 2011 roku pogorszenie wyników spółki. Obecnie kurs Budimexu zachowuje się bardzo dobrze, co związane jest naszym zdaniem z zaplanowaną na czerwiec wypłatą bardzo dużej dywidendy (yield = 6,7%). Sytuacja jest bardzo podobna do tej, która miała miejsce w roku ubiegłym. Wówczas również, w okresie korekty na GPW, akcje spółki zachowywały się bardzo dobrze, w oczekiwaniu na dywidendę. Uważamy, że akcje Budimexu są drogie, a polityka agresywnego pozyskiwania kontraktów w latach 2009-2010 może generować ryzyka związane z wynikami w kolejnych latach. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj. Uważamy, że najlepszym momentem na sprzedaż akcji jest okres poprzedzający wypłatę dywidendy. Sądzimy, że po jej wypłacie liczba sprzedających akcje spółki może rosnąć.

Kontrakt drogowy za 1,42 mld PLN

Budimex podpisał z GDDKiA kontrakt na budowę odcinka autostrady A4 Dębica Pustynia – węzeł Rzeszów Zachodni. Wartość kontraktu to 1,42 mld PLN (33% prognozowanych przychodów na rok 2010). Warunki finansowe to zaliczka w wysokości 5% wartości kontraktu, gwarancja bankowa = 5% wartości kontraktu, gwarancja dobrego wykonania = 5% wartości kontraktu, płatność 49 dni od otrzymania faktury.

Wybór oferty za 275,5 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę Budimexu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę odcinka drogi ekspresowej S-3 na odcinku Międzyrzecz Południe – węzeł Sulechów. Wartość kontraktu to 275,5 mln PLN (6,4% przychodów prognozowanych na rok 2010). Prace potrwają 25 miesięcy.

Kontrakt drogowy za 252,1 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 na odcinku blisko 5 kilometrów (węzeł Stryków). Wartość kontraktu to 252,1 mln PLN (5,9% przychodów spółki prognozowanych na rok 2010). Termin zakończenia prac przypada na listopad 2011.

Budimex wraca na Okęcie

Oferta konsorcjum Budimexu i Ferrovialu została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na przebudowę/modernizację pasu startowego lotniska na Okęciu w Warszawie. Wartość kontraktu to 73,5 mln PLN (1,7% możliwych do wygenerowania przychodów w 2010 roku). Prace potrwają 14 miesięcy.

Kontrakt drogowy za 46,5 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z Dolnośląską Służbą Dróg i Kolei na przebudowę drogi wojewódzkiej nr 352. Wartość kontraktu to 46,5 mln PLN (1,1% przychodów Budimexu prognozowanych na rok 2010). Termin realizacji to 24 miesiące.

Uchwała o wypłacie dywidendy, yield = 6,7%

ZWZA Budimexu podjęło uchwałę o wypłacie 173,6 mln PLN w formie dywidendy (yield = 6,7%, 6,8 PLN na akcję). Dzień dywidendy to 7 czerwca 2010, zaś termin wypłaty dywidendy ustalono na 21 czerwca 2010 roku.

Nowe projekty Budimex Nieruchomości

W sprzedaży jest już Osiedle Nad Wilgą II z 72 mieszkaniami o powierzchni 33-84 m2. Inwestycja znajduje się w Krakowie (Łagiewnik). Obecnie nie znajduje się w sprzedaży kolejny projekt dewelopera, Myśliwska I, przy ul. Myśliwskiej w Krakowie (71 lokali). Nowe inwestycje w Poznaniu i Warszawie mają ruszyć w drugiej połowie bieżącego roku.

Centrum Klima (Kupuj)

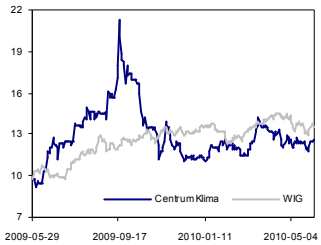
Cena bieżąca: 12,7 PLN **Cena docelowa: 15,1 PLN**

Analityk:Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	75,4	5,1%	92,8	23,1%
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,0	14,2%	15,5	40,2%
marża EBITDA	*14,7%*	*13,5%*		*14,6%*		*16,7%*	
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	11,8%	11,6	29,0%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	8,0	18,9%	10,0	25,3%
P/E	9,2	16,1		13,6		7,0	
P/CE	8,1	13,0		10,8		5,0	
P/BV	1,7	1,8		1,3		0,8	
EV/EBITDA	6,7	8,6		9,0		3,7	
Dyield (%)	4,3	1,5		1,8		2,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	8,5
MC (cena bieżąca)	108,2
EV (cena bieżąca)	98,8
Free float	39,2%
Zmiana ceny: 1m	*0,4%*
Zmiana ceny: 6m	*3,3%*
Zmiana ceny: 12m	*39,0%*
Max (52 tyg.)	21,3
Min (52 tyg.)	9,1



Wyniki Centrum Klima za Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań, głównie na poziomie wygenerowanych przez spółkę marż. Główną przyczyną niższych marż są opóźnienia w przenoszeniu wzrostu cen towarów kupowanych przez spółkę zagranicą i materiałów (stal) na ceny produktów. Opóźnienie to, w zależności od typu klienta, to od 1 do 2-3 miesięcy. Sądzimy, że wpływ rosnących cen towarów i materiałów w mniejszym stopniu będzie oddziaływał na wyniki Q2 2010, Q3 i Q4 2010 nie powinien zaś już występować. Pomimo niższych marż, pozytywnie na tle branży oceniamy poziom przychodów. Skumulowana produkcja budowlano montażowa spadła w Q1 2010 o 10,8%, podczas gdy przychody Centrum Klima nie zmieniły się. Rodzi to nadzieje, że mocnemu odbiciu produkcji budowlano-montażowej będzie towarzyszył znaczny, wyższy niż zakładamy w prognozach, wzrost przychodów. Na wyższy niż zakładany wzrost przychodów dodatkowo mogą przełożyć się wyższe ceny towarów i materiałów. Mimo gorszych niż zakładaliśmy wyników Q1 2010, podtrzymujemy prognozę wyników całorocznych. Potencjalnych zaskoczeń pozytywnych upatrujemy się również w transakcjach przejęć innych spółek. Na ten cel Centrum Klima chce przeznaczyć 10 mln PLN. Przejęcia mają na celu rozszerzenie sieci dystrybucji spółki na kolejne miasta / regiony. Przy pozytywnym wyniku due dilligence, transakcja może mieć miejsce już w Q3 2010. Przejęcia powinny być dokonywane z dwu cyfrowym dyskontem do wyceny rynkowej Centrum Klima. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2010

Wyniki Centrum Klima są zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie przychodów i marży brutto na sprzedaży. Przychody w Q4 2009 były jedynie o 2,4% niższe niż oczekiwaliśmy, różnica wystąpiła głównie w segmencie dystrybucji. Odchylenie na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wyniosło niecały 1% (marża: 27,3%, oczekiwaliśmy 26,8%). Koszty ogólne okazały się o 84 tys. PLN wyższe od prognoz, co wynika z zatrudnienia nowych pracowników w segmencie produkcji. Okres od zatrudnienia pracownika do rozpoczęcia przez niego w pełni efektywnej pracy trwa około 3 miesięcy. O 173 tys. PLN wyższe niż prognozowaliśmy okazały się pozostałe koszty operacyjne. Pozostałe przychody finansowe były o 20 tys. PLN wyższe niż oczekiwaliśmy. Ostatecznie, zysk przed opodatkowaniem wyniósł 1,67 mln PLN (prognoza: 1,95 mln PLN). Znacznie niższy niż oczekiwaliśmy okazał się zaksięgowany podatek dochodowy (47 tys. PLN, prognozowaliśmy 370 tys. PLN). Ostatecznie zysk netto wyniósł 1,62 mln PLN (prognoza: 1,575 mln PLN).

Przedstawiciele branży o rynku wentylacji

Członek Stowarzyszenie Polskiej Wentylacji dostrzega od 2-3 miesięcy istotne ożywienie, które wiąże się z rozpoczęciem nowych inwestycji. Ponadto, właściciele lokalów użytkowych dążą do zainstalowania klimatyzacji w celu wzrostu standardu obiektu. Prezes firmy Smay dostrzega na razie jedynie zwiększoną liczbę zapytań ofertowych. Może to być jednak zwiastunem nadchodzącego ożywienia. Walka cenowa w branży budowlanej wywiera presję na ceny w branży wentylacyjnej oraz kompleksowość oferty. Oferta większości firm uległa poszerzeniu. W okresie spowolnienia niektórzy konkurenci zaczęli stosować dumping cenowy. Wyniki firm zachowywały się różnie – niektóre firmy zanotowały wzrost obrotów, większość firm jednak notowała ich spadek. Dotyczy to głównie firm z największą ekspozycją na rynek deweloperski.

Decyzja o wypłacie dywidendy

ZWZA zdecydowało o wypłacie 3,8 mln PLN (0,45 PLN na akcję, yield = 3,6%) w formie dywidendy. Dzień dywidendy to 7 czerwca 2010, termin wypłaty dywidendy zaś – 17 czerwca 2010.

Elektrobudowa (Trzymaj)

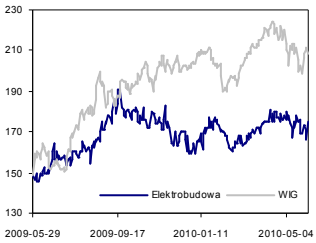
Cena bieżąca: 175 PLN **Cena docelowa: 169,2 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-12

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%
marża EBITDA	*9,7%*	*11,3%*		*9,4%*		*9,4%*	
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%
P/E	13,8	15,2		16,9		15,2	
P/CE	12,2	12,9		13,7		12,3	
P/BV	3,3	2,9		2,6		2,3	
EV/EBITDA	9,4	9,1		11,2		10,1	
Dyield (%)	1,4	1,8		1,9		2,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	4,7
MC (cena bieżąca)	830,8
EV (cena bieżąca)	720,9
Free float	36,7%
Zmiana ceny: 1m	*-2,0%*
Zmiana ceny: 6m	*2,9%*
Zmiana ceny: 12m	*16,7%*
Max (52 tyg.)	191,0
Min (52 tyg.)	146,0



Wyniki Q1 2010 są nieznacznie gorsze niż nasze oczekiwania, prognoza całoroczna pozostaje jednak niezagrożona. Główną przyczyną odchyleń jest ujemny wynik segmentu automatyki (1 mln PLN straty na poziomie EBIT). Strata EBIT w segmencie automatyki to wynik bardzo niskich przychodów wygenerowanych w Q1 2010. Ujemny wynik pozostaje do odwrócenia w kolejnych kwartałach. Prognoza 10% rentowności EBIT w segmencie pozostaje niezagrożona. W komentarzu do sprawozdania finansowego zarząd Elektrobudowy przyznaje, że wyniki Q1 2010 nie wskazują na zagrożenie prognozy wyników w 2010 roku, zakładającej 697,7 mln PLN przychodów i 44,4 mln PLN zysku netto. Zgadzamy się z tym stwierdzeniem. Pomimo gorszych niż oczekiwane wyników Q1 2010, również nie dostrzegamy na razie czynników ryzyka w stosunku do naszej prognozy, która jest wyższa niż konserwatywne oczekiwania zarządu (przychody: 683,5 mln PLN, wynik netto: 49,1 mln PLN). Sytuacja fundamentalna Elektrobudowy rozwija się zgodnie z oczekiwaniami. W celu wykonania prognozy, do zdobycia pozostały jeszcze kontrakty do wykonania w tym roku w wysokości około 180 mln PLN. Perspektywa poprawy wyników związana z inwestycjami w energetyce objawi się dopiero w wynikach 2012/2013 roku. Nie dostrzegamy w obecnej chwili istotnych czynników, które mogłyby w znacznym stopniu wpływać na wycenę firmy. Podtrzymujemy nasze prognozy i rekomendację trzymaj.

Wyniki Q1 2010

Wyniki Q1 2010 są gorsze niż oczekiwaliśmy, głównie ze względu na słaby wynik w segmencie automatyki. Przychody w Q1 2010 okazały się wyższe niż nasze oczekiwania o około 14%, niższa natomiast była marża brutto ze sprzedaży (8,5%, prognoza: 9,7%). Marża brutto ze sprzedaży jest najniższa od Q4 2008. Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się kosztów ogólne (3,4 mln PLN, prognoza: 4,1 mln PLN). Pozostała działalność operacyjna przyniosła 0,9 mln PLN straty, a nie, jak oczekiwaliśmy 1,3 mln PLN zysku. W efekcie, EBIT okazał się o 18,5% niższy niż prognozowaliśmy. W podziale na segmenty działalności wyróżnia się bardzo słaby wynik w segmencie automatyki. Ujemny wynik w wysokości 1 mln PLN straty na poziomie EBIT to wynik bardzo niskich przychodów. O całoroczną prognozę wyników spółek z segmentu nie należy się jednak obawiać, portfel zamówień na następne kwartały jest bardzo dobry. W efekcie sądzimy, że słaby wynik Q1 2010 w segmencie będzie w kolejnych kwartałach odwracany. Podtrzymujemy prognozę rentowności EBIT w segmencie na poziomie 10% w 2010 roku. Rentowności w pozostałych segmentach nie odbiegają bardzo istotnie od poziomów rentowności generowanych przez Elektrobudowę. Wynik EBIT obniża strata jednostek powiązanych (spółki rosyjskie) w wysokości 0,3 mln PLN (zakładaliśmy 0 mln PLN). Znacznie niższa niż prognozowaliśmy (6,6%) jest efektywna stopa podatkowa. Ostatecznie, wynik netto za Q1 2010 jest o około 10,5% niższy, niż zakładaliśmy.

Erbud (Trzymaj)

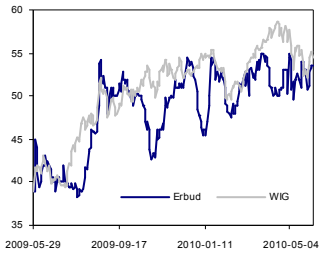
Cena bieżąca: 53,5 PLN **Cena docelowa: 54,6 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-11

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%
marża EBITDA	*6,4%*	*7,2%*		*5,5%*		*4,9%*	
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%
P/E	72,3	16,1		13,1		13,5	
P/CE	42,4	13,6		11,7		12,0	
P/BV	3,3	2,9		2,4		2,1	
EV/EBITDA	9,8	7,9		9,3		8,8	
Dyield (%)	0,0	0,2		1,0		1,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	12,6
MC (cena bieżąca)	672,5
EV (cena bieżąca)	621,5
Free float	14,1%
Zmiana ceny: 1m	*-2,6%*
Zmiana ceny: 6m	*4,9%*
Zmiana ceny: 12m	*21,6%*
Max (52 tyg.)	55,0
Min (52 tyg.)	38,3



Wyniki Erbudu w Q1 2010 są zbliżone do naszych oczekiwań. Wyższa niż oczekiwaliśmy okazała się marża brutto ze sprzedaży, niestety, wyższe były też koszty ogólne. Po uwzględnieniu niższych niż prognozowane przychodów, wynik i oczekiwania na poziomie zysku ze sprzedaży po kosztach ogólnych są bardzo zbliżone. Na poziomie zysku netto negatywne odchylenie to efekt ujemnych różnic kursowych (2 mln PLN). Ujemne różnice kursowe nie powinny występować w kolejnych kwartałach. W podziale segmentowym wyniku nie dostrzegamy czynników ryzyka. Podsumowując, ani wyniki, ani bieżący rozwój sytuacji w spółce nie wpływa na zmianę naszej wyceny i przesłania inwestycyjnego. Większe zmiany w sytuacji spółki mogą mieć miejsce w II połowie 2010. W 2009 roku Erbud przyjął strategię koncentracji na małych i średnich, krótkich kontraktach. Takimi kontraktami trudno zbudować bardzo wysokie przychody. Pytaniem pozostaje, czy w II połowie 2010 roku konkurencja w branży spadnie i czy Erbud zwiększy zainteresowanie pozyskiwaniem dużych zleceń. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy na rok 2011 zakładają marże na poziomie wyższym, niż w przypadku innych spółek. Spółka nie posiada jeszcze wielu zleceń na rok kolejny. Podtrzymujemy nasze prognozy i rekomendację trzymaj.

Wyniki Q1 2010

Przychody Erbudu są nieznacznie niższe od naszych oczekiwań. Odchylenie wystąpiło głównie w segmencie działalności eksportowej i deweloperskiej. Wynik brutto ze sprzedaży jest lepszy od naszych oczekiwań (marża: 11,2%, prognoza: 9,2%). W podziale segmentowym zwraca uwagę bardzo dobry wynik brutto na sprzedaży generalnego wykonawstwa w kraju. Uważamy, że tak dobry rezultat wynika z realizacji głównie starych, wysoko marżowych zleceń. Bardzo niski jest wynik brutto ze sprzedaży w segmencie eksportu, to jednak ma naszym zdaniem uzasadnienie. W ramach działalności eksportowej spółki Erbudu realizują głównie stany surowe, a ten etap budowy pozostawał pod mocnym wpływem surowej zimy. W Q1 2010 o słabym wyniku brutto zaważyły prawdopodobnie niskie przychody połączone z pewną bazą kosztów o charakterze stałym. Niższy niż oczekiwaliśmy jest wynik działalności deweloperskiej (gorsza niż oczekiwana struktura przekazań lub efekt kosztów stałych). Bieżące rezultaty działalności deweloperskiej są dobre (około 50 mieszkań sprzedanych w Q1 2010). Wynik budownictwa drogowego jest pod wpływem efektu zimy (niskie przychody). Pozytywne zaskoczenie na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży jest niwelowane przez wyższe niż oczekiwane koszty ogólne (13,6 mln PLN, prognoza: 9,9 mln PLN). W komentarzu do sprawozdania zarząd Erbudu tłumaczy, że na wyższe koszty ogólne wpłynęło m.in. utworzenie nowych segmentów działalności (budownictwo energetyczne, konstrukcje stalowe). Wyższe niż oczekiwaliśmy są pozostałe przychody operacyjne netto (0,9 mln PLN, prognoza: pozostałe koszty operacyjne = 0,3 mln PLN). Ostatecznie, wynik na sprzedaży po kosztach ogólnych, po korekcie o niższe przychody, jest bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Pozostałe zdarzenia operacyjne kompensują efekt niższych przychodów, w efekcie, EBIT nominalnie jest bardzo zbliżony do naszych prognoz. Zamiast pozostałych przychodów finansowych w wysokości 0,4 mln PLN Erbud wygenerował pozostałe koszty finansowe netto w kwocie 1,9 mln PLN. Za powstałą rozbieżność odpowiedzialne są ujemne różnice kursowe (2 mln PLN, z czego 75% to niezrealizowane ujemne różnice kursowe). Ujemne różnice kursowe powodują odchylenie na poziomie wyniku netto.

Oczekiwania zarządu co do wyników 2010 roku

Zarząd oczekuje co najmniej 1 mld PLN przychodów, 4-5% rentowności netto i 5-6% rentowności operacyjnej w 2010 roku. Erbud negocjuje umowy o wartości 5 mld PLN. Priorytetem nie jest zwiększanie przychodów za wszelką cenę, ale utrzymanie wysokiej rentowności. W tym roku Erbud planuje przeznaczyć 20-30 mln PLN na projekty komercyjne. Spółka planuje także rozwijać spółki Ersteel (produkcja konstrukcji stalowych) i firmę Erbud-Energetyka.

Kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu (118 mln PLN)

Erbud podpisał z Wojewodą Podkarpackim kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Wartość zlecenia to 118,6 mln PLN (9,7% prognozowanych przychodów na rok 2010). Termin wykonania prac to 36 miesięcy.

Uchwała w sprawie programu motywacyjnego

Zarząd Erbudu podjął uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego z wyłączeniem prawa poboru w postaci emisji do 50 tys. nowych akcji. Cena emisyjna to 11 PLN. Łączny koszt programu motywacyjnego, czyli różnica między ceną rynkową a emisyjną, pomnożona przez maksymalną liczbę emitowanych akcji, to 2,15 mln PLN.

Malutki kontrakt za 8,45 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt na roboty dodatkowe w ramach budowy centrum handlowego w Wałbrzychu. Wartość zlecenia to 8,45 mln PLN (0,7% przychodów prognozowanych na rok 2010). Łączna wartość kontraktu na budowę obiektu sięga 255 mln PLN. Dodatkowo Erbud wybuduje też w tym samym obiekcie kino dla Cinema City za 10,3 mln PLN.

Mostostal Warszawa (Akumuluj)

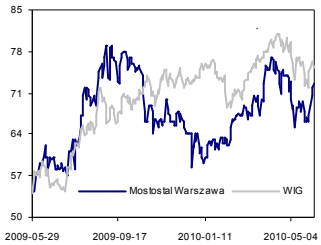
Cena bieżąca: 72,4 PLN **Cena docelowa: 78,2 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	2 211,3	2 700,8	22,1%	2 731,7	1,1%	3 018,4	10,5%
EBITDA	144,8	211,7	46,2%	168,8	-20,2%	156,3	-7,4%
marża EBITDA	*6,5%*	*7,8%*		*6,2%*		*5,2%*	
EBIT	121,9	183,8	50,8%	131,8	-28,3%	118,4	-10,2%
Zysk netto	81,1	120,3	48,4%	107,4	-10,7%	94,8	-11,7%
P/E	17,9	12,0		13,5		15,3	
P/CE	13,9	9,8		10,0		10,9	
P/BV	4,3	3,0		2,7		2,5	
EV/EBITDA	8,7	5,6		7,5		7,9	
Dyield (%)	0,4	0,0		4,2		3,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	20,0
MC (cena bieżąca)	1 448,0
EV (cena bieżąca)	1 258,6
Free float	28,9%
Zmiana ceny: 1m	*-0,8%*
Zmiana ceny: 6m	*6,5%*
Zmiana ceny: 12m	*27,0%*
Max (52 tyg.)	79,0
Min (52 tyg.)	57,0



Wyniki Mostostalu Warszawa za Q1 2010 są istotnie lepsze, niż zakładał konsensus prognoz i jednocześnie gorsze, niż przewidywała nasza prognoza. Naszą uwagę zwraca głównie niska marża brutto na poziomie jednostkowym (5,9%). Niższa marża to wynik korekty w dół rentowności kontraktów w toku (wycena kontraktów długoterminowych) oraz niższych przychodów q/q (efekt zimy). Bardzo dobry wynik zaprezentowały pozostałe jednostki Grupy. Uważamy, że w przyszłym kwartale tak bardzo dobre wyniki pozostałych firm, ani słaby wynik jednostki, nie będą powtarzalne. Nie możemy wykluczyć, że prognozy wyników finansowych w 2010 roku będą korygowane w dół. Mostostal Warszawa nie poprawi wyników r/r jak Budimex. Mimo to uważamy, że spółka ma dobrą pozycję rynkową, atrakcyjne perspektywy rozwoju (energetyka), duże zasoby gotówkowe. W roku 2009 i w I połowie 2010 roku Mostostal przyjął ostrożną, defensywną strategię koncentracji na małych kontraktach z segmentu publicznego. Strategia Mostostalu przypomina strategię Erbudu. Uważamy, że wraz ze spadkiem konkurencji w branży i wzrostem kosztów budowy spółka będzie bardziej aktywnie starać się o duże zlecenia. W zasięgu ręki pozostają m.in. kontrakty z dziedziny budownictwa energetycznego. Spółka stopniowo buduje kompetencje w tej dziedzinie, co może zaowocować pozyskaniem dużych zleceń już w połowie 2010 roku (zlecenia modernizacyjne w Bełchatowie). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2010

Przychody Grupy Mostostal Warszawa okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i konsensusu prognoz, niższa jest jednak marża brutto na sprzedaży (8,6%, prognoza: 10,1%). Źródłem niższej rentowności Grupy jest Mostostal Warszawa (wyniki jednostkowe, marża brutto = 5,9%). Niski wynik jednostki spowodowany jest przez rewizję w dół budżetów kontraktów, która miała miejsce w Q1 2010. Rewizja budżetów kontraktów dotyczy także wykazanych wcześniej dodatnich wyników na kontraktach. Wyniki Grupy poprawiają pozostałe jednostki. W kolejnych kwartałach oczekujemy lepszych wyników jednostki i gorszych wyników pozostałych firm. Koszty ogólne Grupy są niemal dokładnie zbliżone do naszych oczekiwań (22,2 mln PLN, prognoza: 22,4 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wynoszą 0,7 mln PLN (prognoza: 1,8 mln PLN). Znacznie wyższe niż oczekiwaliśmy są pozostałe przychody finansowe netto (4,5 mln PLN, prognoza: 0,8 mln PLN). Pozytywny wpływ działalności finansowej częściowo neutralizuje wysoka efektywna stopa podatkowa (27%, prognoza: 19%). Wynik akcjonariuszy mniejszościowy wyniósł 1,3 mln PLN (prognoza: 5,0 mln PLN). Tak niski wynik akcjonariuszy mniejszościowych nas zaskakuje, w kontekście podziału wyniku brutto pomiędzy poszczególne jednostki Grupy. Sam Mostostal Płock i Remak powinny wygenerować 2,6 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Nie można wykluczyć, że zysk akcjonariuszy mniejszościowych obniża bardzo słaby wynik Terramost, czy AMK Kraków.

Wady wykryte w zrealizowanym odcinku drogi S7

W drodze S7 na odcinku Jedlińsk – Radom o długości 15,6 km (kontrakt realizowany przez Mostostal Warszawa i Acciona Infraestructuras w okresie 06.2006 – 01.2008) pojawiły się pęknięcia. Inspektorzy GDDKiA zbadali 8 próbek asfaltu, wnioski są dla wykonawcy negatywne (m.in. warstwa asfaltu jest zbyt cienka). Wykonawca otrzymał listę niedociągnięć, które powinny zostać poprawione w ramach gwarancji. Wykonawca twierdzi, że grubość asfaltu jest właściwa, nie uchyla się jednak od napraw gwarancyjnych. Wg. GDDKiA i Mostostalu jest jeszcze za wcześnie, aby szacować koszty napraw. Kontrakt na budowę drogi podpisany został 6 lipca 2006. Jego wartość to 407,1 mln PLN, z czego 95% przypada na Acciona Infraestructuras, zaś 5% (20,4 mln PLN) na Mostostal Warszawa.

Najkorzystniejsza oferta za 31,9 mln PLN

Mostostal Warszawa złożył najkorzystniejszą ofertę na przebudowę dworca Gdynia Główna.

Wartość oferty to 31,9 mln PLN (1,2% prognozowanych przychodów na rok 2010). W przetargu startowały również Hydrobudowa Polska (45,9 mln PLN), Budimex (35,2 mln PLN), Warbud (41,7 mln PLN) i Doraco (44,9 mln PLN). Budżet inwestora wynosił 58,6 mln PLN.

Decyzja o wypłacie dywidendy: 1,4 PLN na akcję

WZA podjęło decyzję o wypłacie dywidendy w wysokości 28 mln PLN, czyli 1,4 PLN na akcję (yield = 2%). Dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 14 czerwca 2010, natomiast terminem wypłaty dywidendy ustala się dzień 1 lipca 2010 roku.

PBG (Redukuj)

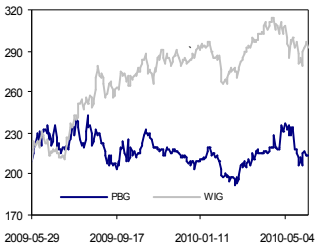
Cena bieżąca: 213,4 PLN **Cena docelowa: 194 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%
EBITDA	270,6	291,7	7,8%	338,9	16,2%	330,8	-2,4%
marża EBITDA	*12,9%*	*11,3%*		*10,3%*		*8,4%*	
EBIT	223,4	286,5	28,2%	288,6	0,7%	280,1	-2,9%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	214,9	2,0%	221,2	2,9%
P/E	18,1	14,5		14,2		13,8	
P/CE	14,0	14,1		11,5		11,2	
P/BV	1,0	2,2		0,9		0,9	
EV/EBITDA	13,8	12,9		10,0		9,8	
Dyield (%)	0,0	0,0		1,4		1,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	14,3
MC (cena bieżąca)	3 050,6
EV (cena bieżąca)	3 385,6
Free float	45,5%
Zmiana ceny: 1m	*-10,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-2,1%*
Zmiana ceny: 12m	*-3,9%*
Max (52 tyg.)	242,9
Min (52 tyg.)	192,0



PBG jest zakładnikiem wysokich oczekiwań. Uważamy, że utrzymanie marż na poziomie dwukrotnie wyższym niż w przypadku innych spółek z branży nie jest możliwe. PBG stara się zapobiec naturalnemu spadkowi wyników finansowych poprzez dynamiczny rozwój w segmencie drogowych i energetycznym. Doświadczenia i kompetencje PBG w tych segmentach są raczej ograniczone. Jednocześnie, PBG sięga po największe i najbardziej prestiżowe kontrakty na rynku. Niestety, kontrakty te cechują się dodatkowo ponad przeciętnym ryzykiem. Zgodnie z prognozą, udział nowych segmentów (energetyka, drogi, działalność deweloperska) w przychodach PBG w 2012 roku wyniesie około 40%. Obecna cena rynkowa w pełni dyskontuje perspektywy wzrostu przychodów PBG (w tym uczestnictwo w budowie 2 bloków energetycznych i ponad 1 mld PLN przychodów z segmentu drogowego w 2012 roku). Zarząd na koniec 2010 roku oczekuje portfela zleceń na poziomie 4,5-6,5 mld PLN. Nasza prognoza zakłada portfel zleceń na koniec 2010 roku w wysokości około 6,25 mld PLN (tzn. jest stosunkowo optymistyczna). Wycena PBG nie dyskontuje całkiem realnych ryzyk związanych ze spadkiem marż na nowych kontraktach. Z uwagi na spadek wyceny spółki, podwyższamy naszą rekomendację do redukuj.

Wyniki Q1 2010

Wyniki PBG za Q1 2010 pozornie zaskakują pozytywnie. Spółka wygenerowała przychody o 34,3% wyższe od naszych założeń i o 25,7% wyższe od konsensusu prognoz. Przy wyższych przychodach niższa od naszych oczekiwań była marża brutto ze sprzedaży (10,4%, prognoza: 11,3%). Koszty zarządu wyniosły 24,8 mln PLN (prognoza: 27,9 mln PLN). Pomimo niższej marży brutto ze sprzedaży, wyższy wolumen przychodów pozwolił na wygenerowanie wyższego EBIT (23,9 mln PLN, prognoza: 11,6 mln PLN, konsensus: 19,6 mln PLN). Wyższy EBIT przyczynił się do znacznie wyższego niż nasze założenia i prognoza wyniku netto. Mimo nominalnego zaskoczenia pozytywnego, nie oceniamy pozytywnie wyników Q1 2010. Zwracamy uwagę, że lepszy rezultat Q1 2010 wynika z niedoszacowania przez nas i przez konsensus przychodów w Q1 2010 w porównaniu do oczekiwanych przychodów kolejnych kwartałów (przeszacowanie efektu zimy). Zwracamy uwagę dodatkowo na niską marżę brutto na sprzedaży (10,4%, prognoza: 11,3%), niższe niż prognozowane koszty zarządu (24,8 mln PLN, prognoza: 27,9 mln PLN), rozwiązanie rezerw na poziomie 8 mln PLN powiększające zysk brutto na sprzedaży, bardzo słaby był wynik segmentu drogowego: 4,4 mln PLN straty netto Aprivia.

PBG: prognoza na rok 2010

Zarząd PBG prognozuje w 2010 roku 3 mld PLN przychodów, 300 mln PLN EBIT i 220 mln PLN zysku netto. Prognoza zarządu naszym zdaniem jest konserwatywna na poziomie przychodów i optymistyczna na poziomie zysku netto.

Hydrobudowa: bez prognozy na rok 2010

Hydrobudowa poinformowała w komunikacie, że przychody spółki w 2010 roku będą zbliżone do poziomu roku 2009 (1,67 mld PLN). Na koniec marca portfel zamówień spółki wynosił 1,9 mld PLN, z czego 1,3 mld PLN przypada na rok 2010. Powyższe szacunki obejmują jedynie obecnie zawarte umowy, tymczasem Hydrobudowa jest partnerem w konsorcjach, które w najbliższych miesiącach prawdopodobnie podpiszą kontrakty o wartości ponad 2,2 mld PLN, w segmencie budownictwa drogowego. Hydrobudowa nie opublikuje w tym roku prognozy wyników rocznych.

Dywidenda z Infry przeznaczona na dywidendę

W 2010 roku PBG planuje sprzedaż spółki zależnej Infra. Przed transakcją na kwotę 8 mln PLN, ze spółki zostanie wypłacona dywidenda w wysokości 43 mln PLN. Dywidenda ta może być przeznaczona na dywidendę PBG za rok 2010, do wypłaty za rok.

Współpraca w ramach energetyki, plany zwiększenia backlogu

Grupa PBG deklaruje, że w ramach budowy bloków gazowych i bloków węglowych będzie współpracowała z różnymi partnerami. W ciągu najbliższych dni możliwe jest podpisanie porozumienia w sprawie wspólnego startu w przetargu na budowę bloku w Kozienicach. Na koniec Q1 2010 w portfelu PBG znajdowały się kontrakty za 4 mld PLN. W oczekiwaniu na podpisanie pozostają kontrakty na kwotę około 2,5 mld PLN w siłach własnych PBG. Ambicją spółki jest, aby portfel zleceń na koniec Q4 2010 wynosił 4,5-6,5 mld PLN.

Umowa z Alstomem w sprawie wspólnego startu w Kozienicach

PBG (partner konsorcjum) zawarło wstępną umowę z Alstomem (lider konsorcjum) w sprawie przygotowania do złożenia wspólnej oferty budowy bloku w elektrowni Kozienice. Oferty na budowę bloku w Kozienicach można składać do połowy czerwca.

Konflikt podwykonawców na budowie Stadionu Narodowego

W większości źródeł prasowych i internetowych pojawiła się wiadomość o możliwym wstrzymaniu prac na części budowy Stadionu Narodowego. Ryzyko to wynika z konfliktu dwóch podwykonawców. Jedna z firm oskarża drugą o brak płatności za wykonywane prace. Wiadomość ta nie ma naszym zdaniem większego znaczenia.

Sprzedaż spółki Infra za 8,45 mln PLN

PBG, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, dokonało sprzedaży wszystkich posiadanych walorów spółki Infra za kwotę 8,45 mln PLN (0,3% kapitalizacji PBG). PBG posiadało prawie 100% akcji Infra.

Do końca roku uruchomienie kopalni kruszyw

Do końca roku spółka zależna PBG zakończy wartą 240 mln PLN inwestycję w uruchomienie kopalni kruszyw w Tłumaczowie w woj. dolnośląskim. Docelowo zakład będzie produkował 3 mln ton kruszyw rocznie. Do tej pory inwestycja pochłonęła 140 mln PLN. Spółka zapewnia finansowanie inwestycji i jest jej generalnym wykonawcą. Spółka posiada w kopalni 18,8% udziałów (główny udziałowcem jest cypryjski fundusz Esmer Holdings Ltd. – 48,8% udziałów).

Polimex Mostostal (Kupuj)

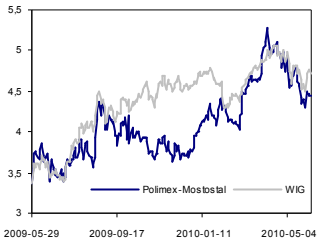
Cena bieżąca: 4,44 PLN **Cena docelowa: 5,16 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 502,5	-6,9%	4 761,1	5,7%
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	311,1	-9,4%	318,6	2,4%
marża EBITDA	*6,9%*	*7,1%*		*6,9%*		*6,7%*	
EBIT	228,1	264,9	16,1%	209,8	-20,8%	217,3	3,6%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	156,5	0,1%	171,7	9,7%
P/E	17,1	13,2		13,2		12,0	
P/CE	10,8	8,8		8,0		7,5	
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,3	
EV/EBITDA	8,8	7,3		8,3		7,6	
Dyield (%)	0,2	0,2		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	463,6
MC (cena bieżąca)	2 058,3
EV (cena bieżąca)	2 580,5
Free float	68,4%
Zmiana ceny: 1m	*-8,3%*
Zmiana ceny: 6m	*15,9%*
Zmiana ceny: 12m	*18,1%*
Max (52 tyg.)	5,3
Min (52 tyg.)	3,4



Uważamy, że wyniki Q1 2010 są raczej słabe. Na naszą ocenę wpływa szereg czynników (odwrócenie rezerw powiększające wynik brutto: 10,5 mln PLN, duży spadek marży i przychodów zewnętrznych w segmencie produkcji: 12,1% marży w Q1 2010, duży ujemny cash flow: - 273,5 mln PLN, słaby wynik pozostałych spółek z Grupy w segmencie produkcji, osiągnięcie wyniku zbliżonego do konsensusu prognoz głównie dzięki zdarzeniom jednorazowym). Ostatecznie, uważamy, że walory Polimexu pozostają atrakcyjne, w kontekście zbliżających się inwestycji sektora energetycznego. Pierwsze rozstrzygnięcia dużych przetargów na modernizację w Bełchatowie (przetargi długoterminowe o wartości po kilkaset mln PLN) będą miały miejsce w czerwcu. Ze względu na podwykonawczy charakter działalności wielu spółek z Grupy, Polimex ma szansę na istotne zwiększenie realizowanych marż w latach 2012+. Z drugiej strony uważamy, że konsensus prognoz wyników Polimexu w 2010 roku jest zbyt optymistyczny. Nasze prognozy przychodów i zysku netto są o odpowiednio 6% i 7,1% niższe od konsensusu oczekiwań rynku. Naszym zdaniem portfel zamówień Polimexu nie pozwala na wzrost przychodów spółki. Czynnikiem ryzyka, m.in. z uwagi na wzrosty cen stali, są marże w segmencie produkcji. W przypadku gorszych wyników segmentu produkcji w kolejnych kwartałach, nie wykluczamy, że wyniki w 2010 roku mogą być o kilka procent niższe nawet od naszych, jednych z niższych na rynku, prognoz. Pomimo czynników ryzyka, uważamy, że szanse związane z rozwojem rynku energetycznego przeważają. W związku ze spadkiem wyceny podnosimy rekomendację inwestycyjną do kupuj.

Wyniki Q1 2010

Przychody Polimexu jedynie nieznacznie różniły się od prognoz, podobnie wynik brutto ze sprzedaży. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11% (9,8% po korekcie o rezerwy potencjalnie wpływające na wynik brutto ze sprzedaży w wysokości 10,5 mln PLN, prognoza: 10,5%). Nie podoba nam się struktura przychodów i wyniku brutto ze sprzedaży w segmentach. Zwracamy uwagę głównie na segment produkcji oraz dróg i kolei. Bardzo słaby wynik Grupa Polimex zaprezentowała w segmencie produkcji. Zwracamy uwagę na niskie przychody (97,4 mln PLN, Q1 2009: 164,0 mln PLN), aż 40,4 mln PLN sprzedaży wewnętrznej (może wskazywać na niski popyt zewnętrzny) oraz bardzo słabą marżę brutto w wysokości 12,1%. Struktura słabego wyniku segmentu produkcji jest następująca: lepszy był wynik zakładu w Siedlcach, słabszy był za to wynik segmentów produkcji pozostałych spółek (Stalfa, Energomontaż Północ, Coifer). Słaby wynik w segmencie produkcji może być pochodną niskich przychodów (efekt zimy, wpływ kosztów stałych), jak i wzrostu cen stali. Bardzo dobra była za to rentowność w segmencie dróg i kolei. Jest ona zdecydowanie wyższa, niż poziom rentowności właściwy dla tej działalności. Uważamy, że wysoka rentowność to albo efekt przyporządkowanych do segmentu odwróconych rezerw, albo efekt bardzo korzystnej mieszkanki realizowanych w Q1 2010 starych kontraktów budowlanych. Koszty ogólne wyniosły w Q1 2010 55,2 mln PLN (prognoza: 55,1 mln PLN). Wynik na sprzedaży wyniósł 30,0 mln PLN (prognoza: 28,3 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły za to 1,85 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 1,3 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe są prawie dokładnie zgodne z oczekiwaniami (11,8 mln PLN, prognoza: 11,7 mln PLN), trochę różna jest jednak ich struktura (niższe koszty odsetkowe, wyższe ujemne różnice kursowe netto). Udział w zyskach jednostek podporządkowanych jest zbliżony do naszych oczekiwań (1,5 mln PLN, prognoza: 1,25 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%. Dużym źródłem odchyleń w stosunku do naszych prognoz jest także wynik akcjonariuszy mniejszościowych. Wyniósł on w Q1 2010 -0,3 mln PLN (prognoza: 3,45 mln PLN, Q1 2009: 6,6 mln PLN). Na niski wynik akcjonariuszy mniejszościowych wpłynęły głównie spółki produkcyjne oraz segmenty produkcji wybranych spółek zależnych (np. Energomontaż Północ).

Polimex raczej nie zrealizuje celu wzrostu przychodów o 10% r/r

Prezes Polimexu przyznaje, że plan 10-procentowego zwiększenia przychodów w 2010 roku może być zagrożony. Nie oznacza to jednak, że sprzedaż będzie niższa od zeszłorocznej. Prezes podtrzymuje plan zwiększenia zysku netto o 10% r/r, przyznając jednocześnie, że wolniejsze niż zakładał zarząd będzie też dochodzenie do rentowności 4% netto. Związane jest to z opóźnieniami w procesie konsolidacji spółek zależnych. Prezes oczekuje, że rentowność netto w Q2 2010 wyniesie 3% (Q1 2010: 2,2%). NWZA w związku z inkorporacją spółek zależnych mają się odbyć na przełomie czerwca i lipca, co pozwoliłoby na konsolidację udziałów akcjonariuszy mniejszościowych od Q4 2010.

Wybór oferty za 120 mln PLN w siłach własnych

PKP PLK wybrała ofertę konsorcjum firm Feroco, Torpol, ZRK – Dom, PUT Intercor na modernizację LCS Ciechanów (2-ga część modernizacji). Wartość całego kontraktu to 397,7 mln PLN, z tego zaś 120 mln PLN przypada na Torpol, spółkę zależną Polimex Mostostal. 120 mln PLN to około 2,7% prognozowanych przychodów na rok 2010. Termin wykonania prac to 24 miesiące.

Najkorzystniejsza oferta za 60 mln PLN

Oferta Polimexu na budowę Centrum Innowacji i Zaawansowanych Technologii Politechniki Lubelskiej została uznana za najkorzystniejszą. Wartość oferty to 59,8 mln PLN (1,3% prognozowanych na rok 2010 przychodów).

Sytuacja w segmencie produkcji

Fabryka wyrobów stalowych na Ukrainie ruszy później, niż planowała spółka (jesień 2010). Spółka postanowiła nie spieszyć się z budową, póki nie zostanie zbudowany odpowiedni portfel zamówień dla zakładu. W przypadku działalności w Polsce, Q2 2010 pokazuje wzrost popytu na konstrukcje stalowe. Prezes Polimexu szacuje, że pełne wykorzystanie mocy będzie już notowane pod koniec Q3 2010. Potencjał produkcji krat pomostowych wykorzystywany jest już w pełni, zaś ocynkownia pracuje na 75% swych możliwości. Po I półroczu 2010 marża netto Polimexu powinna wynieść 3%.

Kontrolowane opóźnienie na Stadionie Legii

Miasto Warszawa zgodziło się na 44-dniowe opóźnienie w ukończeniu rozbudowy stadionu Legii. Jeśli do tego terminu inwestycja zostanie ukończona, Polimexowi nie zostaną naliczone kary. Opóźnienia to wynik nieścisłości w dokumentacji oraz mroźnej zimy. Polimex składał wniosek o dopuszczenie do 70-dniowego opóźnienia.

Stary zarząd powołany na kolejną kadencję

NWZA powołała zarząd Polimexu w dotychczasowym składzie na okres kolejnej kadencji.

Rafako (Trzymaj)

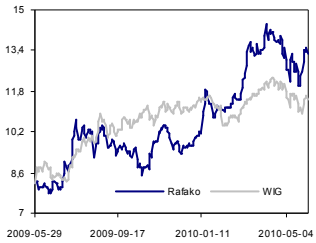
Cena bieżąca: 13,3 PLN **Cena docelowa: 14 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%
marża EBITDA	*6,8%*	*7,0%*		*6,6%*		*5,3%*	
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%
P/E		24,5		18,0		15,4	
P/CE	66,1	18,0		14,2		12,4	
P/BV	2,8	2,5		2,2		1,9	
EV/EBITDA	8,9	10,2		10,0		7,9	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	69,6
MC (cena bieżąca)	925,7
EV (cena bieżąca)	678,3
Free float	21,8%
Zmiana ceny: 1m	*-1,5%*
Zmiana ceny: 6m	*36,4%*
Zmiana ceny: 12m	*67,3%*
Max (52 tyg.)	14,5
Min (52 tyg.)	7,8



Wyniki Q1 2010 są lepsze niż nasze oczekiwania. Nieznacznie wyższa niż zakładaliśmy była marża brutto, niższe były też koszty ogólne działalności. Pomijając nominalne zaskoczenie poziomem wyników, naszą uwagę zwracają ruchy na rezerwach, które pomniejszają wynik brutto na sprzedaży. Mimo to, marża brutto jest nieznacznie wyższa od naszych oczekiwań. Teoretycznie, gdyby rezerwy obciążające wynik brutto na sprzedaży nie zostały utworzone, zysk netto Rafako w Q1 2010 mógłby wynieść nawet 26 mln PLN. My uważamy jednak, że stosowana przez spółkę polityka księgowa zmierza do wygładzania zmienności wyniku operacyjnego i netto. Gdyby nie zaszła konieczność utworzenia rezerw w Q1 2010, Rafako bardziej konserwatywnie podeszłoby do wyceny bieżących kontraktów. Uważamy, że spółka nadal posiada duże, wręcz zbyt duże biorąc pod uwagę potrzeby, rezerwy, które mogą być w przyszłości uwolnione. Zwracamy uwagę m.in. na utrzymujące się bardzo wysokie saldo przychodów przyszłych okresów na bilansie, ale i politykę tworzenia rezerw na kontrakty. Naszym zdaniem duże rezerwy będą utrzymywane aż do potencjalnego zdobycia dużych kontraktów na budowę bloków energetycznych. Pierwsze zaskoczenia pozytywnie mogą pojawić się w czerwcu, wraz z rozstrzyganiem przetargów na modernizacje w elektrowni Bełchatów. Z uwagi na wzrost wyceny i wysokie na tle branży wskaźniki wyceny, obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

Wyniki Q1 2010

Przychody okazały się o 13,1% wyższe od naszych oczekiwań i wyższe niż w roku ubiegłym. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 11,2% (prognoza: 10,8%). Marża brutto skorygowana o rozwiązania rezerw netto (łącznie na kwotę 19,8 mln PLN) wynosi 18%. Niższe niż nasze oczekiwania okazały się koszty ogólne (12,2 mln PLN, prognoza: 14,8 mln PLN, Q1 2009: 13,5 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 1,0 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,75 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto). Ostatecznie, EBIT był aż o 7,5 mln PLN wyższy, niż prognozowaliśmy. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych przychodów finansowych netto w wysokości 4,4 mln PLN). Na odchylenie wyniku od prognoz wpływ miały głównie czynniki związane ze zmiennością kursu walut. Wynik różnic kursowy i wyceny instrumentów pochodnych wyniósł -1,3 mln PLN (oczekiwaliśmy +2,7 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%, niższy o 0,35 mln PLN niż prognozowaliśmy był za to zysk akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, wynik netto jest o 13,6% wyższy od naszych prognoz. Odchylenie na poziomie operacyjnym jest znacznie większe (wpływ wyższych przychodów, wyższych marż i niższych kosztów ogólnych). W komentarzu do raportu za Q1 2010 spółka wypowiada się na temat możliwych czynników wpływających pozytywnie na wyniki Q2 2010. Są to głównie możliwe rozwiązania rezerw.

Rafako zakończyło due dilligence PAK

Rafako biorące udział w procesie prywatyzacji PAK i dwóch kopalni węgla brunatnego, zakończyło due dilligence. Obecnie spółka przystąpi do analizy uzyskanych informacji. Wnioski powinny zostać wyciągnięte w ciągu kilku tygodni. Czas na złożenie oferty spółka ma do końca czerwca. Rafako proponuje wykorzystanie własnej myśli technicznej i kompetencji do zmodernizowania obiektu. Transakcję zamierza sfinansować środkami z wielu źródeł (gotówka, dług, ...).

Umowa na dostawę kotła za 163 mln PLN

Konsorcjum, którego liderem jest Rafako, podpisało umowę z PKE na projekt, dostawę, montaż i uruchomienie kotła na biomasę w Elektrowni Jaworzno III. Wartość umowy to 230 mln PLN, z czego 163 mln PLN przypada na Rafako (około 16% prognozowanych na rok 2010 przychodów).

Kontrakt za 130 mln PLN

Rafako podpisało kontrakt z Elektrownią Stalowa Wola na rozbudowę kotła do spalania biomasy, wraz z instalacją magazynowania, przygotowania i transportu biomasy do kotła. Wartość umowy to 130 mln PLN (około 12,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów Rafako).

Trakcja Polska (Trzymaj)

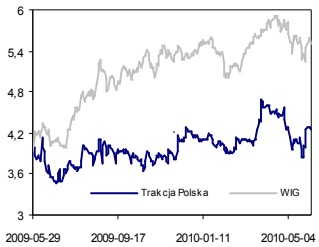
Cena bieżąca: 4,25 PLN **Cena docelowa: 4,16 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	676,8	-4,9%	922,1	36,2%
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	52,2	-39,8%	53,2	1,9%
marża EBITDA	*7,7%*	*12,2%*		*7,7%*		*5,8%*	
EBIT	53,0	76,7	44,6%	41,7	-45,5%	42,5	1,8%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	39,8	-44,4%	40,2	1,1%
P/E	12,4	9,5		17,1		16,9	
P/CE	10,9	8,3		13,5		13,4	
P/BV	2,2	1,8		1,6		1,5	
EV/EBITDA	6,0	6,2		9,2		8,5	
Dyield (%)	0,0	2,4		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	160,1
MC (cena bieżąca)	680,4
EV (cena bieżąca)	481,6
Free float	40,0%
Zmiana ceny: 1m	*-0,7%*
Zmiana ceny: 6m	*10,4%*
Zmiana ceny: 12m	*11,0%*
Max (52 tyg.)	4,7
Min (52 tyg.)	3,5



Wyniki Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań. Niższy okazał się poziom marż brutto po korekcie o wycenę instrumentów pochodnych. Z drugiej strony, pozytywnie zaskakiwać mogą niższe niż szacowane koszty ogólne działalności. Na niskich przychodach zaważyła zima, nie zaś problem z brakiem zleceń. Istotny deficyt kontraktów będzie widoczny dopiero w wynikach Q3 2010. Podsumowując, uważamy, że wyniki Q1 2010 są stosunkowo mało istotne w kontekście atrakcyjności walorów Trakcji Polskiej. Najbardziej istotne jest, czy spółce uda się zapełnić portfel zamówień i czy marże na nowych kontraktach będą dobre. Pomimo perspektywy słabych wyników w Q3 2010 i Q4 2010, dostrzegamy zdarzenia, które mogą pozytywnie wpływać na wyniki roku 2011 i 2012. PKP PLK ogłosiła kolejne przetargi, m.in na modernizację linii E30 Kraków - Rzeszów (6 przetargów D&B, o wartości około 2 mld PLN), modernizację linii E30 Kraków - Katowice (1,2 mld PLN), modernizację LCS Gdańsk (190 mln PLN). Łączna wartość przetargów nie jest na tyle duża, aby zapewnić wzrost rynku, ale wystarczająca, aby nasycić portfele zamówień spółek. Kwestią pod znakiem zapytania pozostają potencjalne opóźnienia w rozstrzyganiu przetargów oraz zachowania konkurencyjne spółek. Wybrane podmioty, takie jak Trakcja Polska, czy Torpol, mierzą się z poważnym deficytem nowych kontraktów i w pierwszej fazie rozstrzygania przetargów mogą składać agresywne oferty cenowe. Podsumowując, pomimo nowych ogłoszonych kontraktów za około 4 mld PLN, nie dostrzegamy na razie przesłanek pozwalających nam oczekiwać boomu inwestycyjnego na kolei. Nie wykluczone, że PKP PLK osiągnie poziom 5 mld PLN rocznych wydatków inwestycyjnych najwcześniej w 2012 roku (2010: około 2,5 mld PLN). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q1 2010

Przychody Trakcji Polskiej okazały się znacznie niższe od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Marża brutto jest jedynie nieznacznie niższa od naszych oczekiwań. Na marżę brutto wpływa wycena instrumentów pochodnych, księgowana przez Trakcję Polską już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży. Marża brutto ze sprzedaży skorygowana o wycenę instrumentów pochodnych to 11,1% (prognoza: 12,5%). Z drugiej strony, niższe niż oczekiwaliśmy są koszty ogólne (5,7 mln PLN, prognoza: 6,7 mln PLN). Ostatecznie, ze względu na niższe niż prognozowane przychody, EBIT jest o 3,8 mln PLN niższy od naszych prognoz. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,45 mln PLN (prognozowaliśmy pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,45 mln PLN). Wyższe okazały się pozostałe przychody finansowe netto (1,1 mln PLN, prognoza: 0,4 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 21,3%. Zysk netto obniżył o 0,77 mln PLN udział w wyniku jednostki stowarzyszonej. Nie uwzględniliśmy tej pozycji w prognozach. W podziale segmentowym pozycja ta została ujęta w pozostałych segmentach, nie zaś w segmencie kolejowym. Strata ta to wynik Eco-Wind Construction i wynika ona z poniesionych kosztów ogólnych w okresie Q1 2010, gdy spółka ta nie wygenerowała przychodów.

Umowa na modernizację LCS Działdowo

Konsorcjum z udziałem Trakcji Polskiej podpisało umowę na modernizację LCS Działdowo. W konsorcjum bierze udział 7 firm (Trakcja Polska, PRKiI, PRK Kraków, Eiffage Construction Ceska Republika, ZUE, PNiUIK, ZRK – Dom). Wartość kontraktu to 781,1 mln PLN (115% przychodów prognozowanych na rok 2010). Realizacja prac potrwa 20 miesięcy.

0,10 PLN dywidendy

Zarząd Spółki na WZA zwołanym na 22 czerwca bieżącego roku zaproponuje, aby na dywidendę przeznaczyć połowę ubiegłorocznego zysku czyli 0,10 PLN na akcję (yield = 2,3%).

Ulma Construccion Polska (Trzymaj)

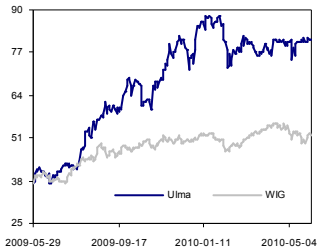
Cena bieżąca: 81 PLN **Cena docelowa: 82,2 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	221,4	26,2%	247,6	11,9%
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	112,6	56,2%	125,2	11,2%
marża EBITDA	*42,8%*	*41,1%*		*50,9%*		*50,6%*	
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	43,4	996,4%	52,0	19,9%
Zysk netto	25,9	-5,5		24,9		33,0	32,5%
P/E	16,5			17,1		12,9	
P/CE	4,8	6,8		4,5		4,0	
P/BV	1,6	1,7		1,5		1,4	
EV/EBITDA	5,9	9,0		5,1		4,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5,3
MC (cena bieżąca)	425,7
EV (cena bieżąca)	578,6
Free float	18,8%
Zmiana ceny: 1m	*0,6%*
Zmiana ceny: 6m	*1,3%*
Zmiana ceny: 12m	*96,2%*
Max (52 tyg.)	88,0
Min (52 tyg.)	37,0



Wyniki Q1 2010 oceniamy neutralnie. Słaby wynik na poziomie porównywalnym z poprzednim, kryzysowym dla branży rokiem znajduje uzasadnienie w bardzo silnej zimie. Odchylenia na poszczególnych poziomach wyniku są stosunkowo ograniczone i wynikają z bardzo dużej dźwigni kosztów stałych, jaką charakteryzuje się spółka. Zwracamy uwagę, że podobnie jak w przypadku Centrum Klima, przychody spółki nie wzrosły w okresie, gdy produkcja budowlano-montażowa spadła o 10,8%. Zjawisko to dotknęło mocniej nowe kontrakty budowlane, na których skupia się aktywność spółki (Ulma uczestniczy w budowie stanów surowych). W kontekście dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kraju w Q1 2010, utrzymanie przychodów na poziomie niezmienionym r/r oceniamy pozytywnie. W efekcie, naszym zdaniem wyniki spółki za Q1 2010 rodzą nadzieje na znaczny wzrost przychodów w roku 2010. Scenariusz taki jest uwzględniony w naszych prognozach. Pomimo znacznego czasu, jaki upłynął od aktualizacji prognoz dla Ulmy (listopad 2009), nie zauważamy na razie czynników, które przemawiałyby w tej chwili za koniecznością ich zmiany. Lepszymi informacjami na temat kondycji rynku możemy dysponować w okolicy wyników Q2 2010 i wówczas rozsądne wydaje się zaktualizowanie prognoz. Na rozstrzygnięcie oczekuje wiele kontraktów na dostawę szalunków na nowe budowy infrastrukturalne. Trudny do oszacowania pozostaje wpływ powodzi na południu Polski na wyniki Q2 2010. Powódź może wpłynąć na przesunięcia przychodów między Q2 i Q3 2010 (podobnie jak w 2009 roku). Ostatecznie, oczekujemy, że w Q2 2010 Ulma zneutralizuje stratę z Q1 2010, w II połowie 2010 roku zaś będzie pracować na wynik netto całego 2010 roku. Podtrzymujemy nasze prognozy z listopada 2009 i neutralną rekomendację.

Wyniki Q1 2010

Wyniki Q1 2010 oceniamy neutralnie. Przychody Ulmy w Q1 2010 były o 0,4 mln PLN niższe niż nasze prognozy, co przy w zasadzie niezmiennej i jedynie o 0,1 mln PLN wyższej niż oczekiwania bazie własnej sprzedaży spowodowało odchylenie na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży o 0,5 mln PLN. Mówienie o marżach na jakimkolwiek poziomie nie ma większego znaczenia, gdyż Ulma jest spółką o zmiennych przychodach i stałych w krótkim terminie kosztach (ogromna dźwignia operacyjna). Koszty ogólne okazały się wyższe o 0,3 mln PLN od naszych prognoz, zaś pozostałe koszty operacyjne o 0,2 mln PLN. Ostatecznie, odchylenie na poziomie EBIT sięga 1 mln PLN. Odchylenie spowodowane wyższymi niż prognozowane kosztami stałymi wynosi 0,4 mln PLN, czyli 1,6 mln PLN w skali roku (6,4% prognozowanego wyniku netto na rok 2010). Uważamy, że odchylenie to może być spowodowane opóźnieniem w redukcji kosztów (efekt uruchomienia nowych centrów dystrybucyjnych). Ostatecznie sądzimy, że wpływ wyższych kosztów na wycenę spółki jest marginalny. Niższe niż zakładaliśmy okazały się pozostałe koszty finansowe netto (wynik: 2,7 mln PLN, prognoza: 3,5 mln PLN). Różnica wynika głównie z dodatnich różnic kursowych (+0,55 mln PLN). Ostatecznie, wynik brutto przed opodatkowaniem okazał się o 7,7% niższy niż prognozowaliśmy, zaś wynik netto o 11%.

Prezes oczekuje zysku w 2010 roku

W ramach komentarza do wyników Q1 2010, prezes Ulmy przyznaje, że spodziewa się dodatniego wyniku w 2010 roku. Sygnały pojawiające się na rynku pozwalają na optymizm. Ożywienie widać już teraz, w Q2 2010. Ulma ma nadzieje na nowe zlecenia od deweloperów. Spółka kontynuuje redukcję kosztów.

Unibep (Akumuluj)

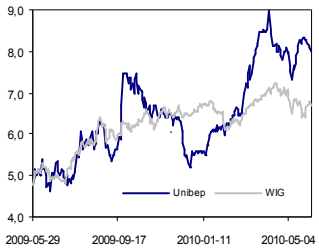
Cena bieżąca: 8 PLN **Cena docelowa: 9,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-14

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	681,3	73,5%	697,3	2,3%
EBITDA	33,4	28,9	-13,6%	29,3	1,4%	28,2	-3,8%
marża EBITDA	*6,6%*	*7,4%*		*4,3%*		*4,0%*	
EBIT	31,8	24,1	-24,0%	24,3	0,5%	23,1	-4,9%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	19,6	10,1%	19,0	-3,0%
P/E	9,8	15,3		13,9		14,3	
P/CE	9,3	12,0		11,0		11,3	
P/BV	2,6	2,5		1,9		1,7	
EV/EBITDA	6,4	9,5		10,5		10,5	
Dyield (%)	0,0	1,3		0,0		0,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	33,9
MC (cena bieżąca)	271,4
EV (cena bieżąca)	306,9
Free float	27,5%
Zmiana ceny: 1m	*0,6%*
Zmiana ceny: 6m	*25,6%*
Zmiana ceny: 12m	*60,0%*
Max (52 tyg.)	9,0
Min (52 tyg.)	4,6



Pozytywnie oceniamy transakcję nabycia przez Unibep spółki deweloperskiej. Całkowity koszt nabycia spółki, biorąc pod uwagę także elementy nie-gotówkowe, szacujemy na 26,2 mln PLN. Nabyta inwestycja składa się z 222 mieszkań (16 tys. PUM) i zlokalizowana jest na Służewiu w Warszawie. Inwestycja posiada projekt i pozwolenie na budowę. Cena nabycia inwestycji jest naszym zdaniem atrakcyjna (1634 PLN/PUM). Ostrożnie szacujemy, że marża na realizacji inwestycji wyniesie 26,3%, zaś wynik z realizacji projektu zostanie zaksięgowany w 2012 roku. W połączeniu z oczekiwaną poprawą marż w ramach działalności budowlanej na kontraktach pozyskiwanych w II połowie 2010 roku i w 2011 roku, pozwoli to w roku 2012 istotnie poprawić wyniki finansowe. Oczekujemy, że P/E 2012 wyniesie jedynie 7,3, tzn. będzie jednym z najniższych w branży. Wyniki Q1 2010 oceniamy lekko pozytywnie. Zwracamy uwagę, że na tle innych spółek z branży, prognozy wyników Unibepu w segmencie budownictwa są konserwatywne (tzn. w istotnym stopniu uwzględniają spadek rentowności nowych kontraktów). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2010

Wyniki Unibepu za Q1 2010 są nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań, przy czym zaskoczenia pozytywne wynikają z lepszych niż prognozowane przychodów. Marże grupy na poziomie brutto ze sprzedaży, jak i koszty zarządu są zbliżone do naszych oczekiwań (przy czym różna od naszych założeń jest ich struktura). Przychody Unibepu w Q1 2010 okazały się wyższe od naszych założeń, co związane jest z wyższymi przychodami działalności budowlanej, w tym eksportowej. Przychody z pozostałej działalności są zbliżone do naszych oczekiwań. Na poziomie rentowności brutto na sprzedaży, pozytywnie zaskakuje nas wynik w segmencie budownictwa krajowego (marża: 11,9%, prognoza: 7,9%). Uważamy, że wysoki wynik związany jest z wyższym niż zakładaliśmy wpływem starych, wysoko marżowych kontraktów, na rezultat spółki w 1 kwartale. Wynik działalności deweloperskiej jest zbliżony do naszych prognoz. Negatywnie zaskakują straty brutto na sprzedaży w pozostałych segmentach. Strata w działalności eksportowej może być odwróceniem bardzo dobrego wyniku z Q4 2009 (wynik brutto ponad 60%), strata segmentu produkcji zaś, to efekt niewielkiego portfela zleceń i ponoszonych kosztów stałych (w tym amortyzacji). Tak pozytywny wpływ wysoko marżowych kontraktów budowlanych, jak i braku portfela zamówień w segmencie produkcji, nie powinien już występować w Q2 2010. Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 4,86 mln PLN (prognoza: 4,6 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,1 mln PLN (prognoza: pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,55 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,2 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN). Wyższa niż nasze oczekiwania była też efektywna stopa podatkowa (25,4%, prognoza: 19%). Ostatecznie wynik netto jest o niecałe 10% wyższy od naszych oczekiwań.

Zakup projektu deweloperskiego na Służewiu

Unibep zakupił 100% udziałów w spółce GN Invest za 5,1 mln PLN. Jest to spółka celowa powołana do realizacji projektu deweloperskiego u zbiegu Rzymowskiego i Wyścigowej w Warszawie. Nowa inwestycja będzie składać się z 222 mieszkań, 240 miejsc parkingowych i 4 lokali usługowych. Całkowita powierzchnia inwestycji to 16 tys. PUM. Realizacja inwestycji rozpocznie się w Q3 2010, a zakończenie planowane jest na Q4 2011. Łączny koszt przejęcia spółki celowej, wraz z elementami niegotówkowymi to 26,2 mln PLN (nieco ponad 1600 PLN/ PUM).

Perspektywy nowych kontraktów

Unibep jest coraz bliżej podpisania wartego 80 mln EUR (330 mln PLN) kontraktu dotyczącego budowy obiektu hotelowo-biurowego w Sankt-Petersburgu. Wstępne warunku finansowania zostały już uzgodnione. Zarząd spółki oczekuje, że KUKE ubezpieczy projekt. Spółka dostrzega

szansę na ciekawe kontrakty dotyczące budowy hoteli na Białorusi. Spółka oczekuje obecnie delegacji z Mińska. Bliskie rozstrzygnięcia są też zamówienia z rynku polskiego. Jeszcze w czerwcu Unibep powinien poinformować o dwóch nowych kontraktach dotyczących warszawskiego rynku mieszkaniowego. Jeden z kontraktów ma wartość 40 mln PLN, drugi zaś 60 mln PLN. Łączna wartość kontraktów, czyli 100 mln PLN, to blisko 15% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010. Unibep szuka też nowych zastosowań dla produkowanych w Bielsku domów prefabrykowanych. Produktem zainteresowała się europejska i polska sieć hoteli. Kolejnym pomysłem jest budowa domów dla powodzian.

Umowa na realizację osiedla mieszkaniowego za 44,8 mln PLN

Unibep podpisał umowę na budowę osiedla mieszkaniowego w Warszawie. Zamawiającym jest SMB Osiedle Kabaty. Wartość kontraktu to 44,8 mln PLN (6,6% przychodów prognozowanych na rok przyszły). Realizacja zakończy się w maju 2012.

Możliwa rewizja prognoz po I półroczu

Po pierwszym półroczu prognozy Unibepu na rok 2010 mają zostać podniesione. Sprzedaż netto ma być wyższa o 50-100 mln PLN w porównaniu do obecnej prognozy (607 mln PLN przychodów). Prezes ma nadzieję, że zysk netto wzrośnie proporcjonalnie do przychodów.

Deweloperzy

Banki wracają do kredytowania zakupów gruntów

Pojawiły się informacje o bankach, które wróciły do udzielania kredytów na zakup gruntów. Banki te to BPS, Noble Bank i Pekao Hipoteczny. Przedstawiciel firmy Lokum-Olczyk przyznaje, że niedawno otrzymał kredyt na kupno działki we Wrocławiu na osiedlu Wojszyce. Bankiem kredytującym jest PKO BP. Warunki narzucane przez banki są restrykcyjne. Kredytem można sfinansować maksymalnie 50% ceny nabywanej ziemi. Prowizje sięgają 2%, a marże na kredytach często przekraczają 3%, dochodzą nawet do 5%. Członek zarządu Pekao Bank Hipoteczny przyznaje, że nie spodziewa się obniżenia warunków kredytowania zakupów gruntów, ze względu na ryzyko związane z tego typu operacjami. Banki oczekują również przedstawienia biznesplanu w kwestii planów inwestycyjnych dewelopera na nabywanej działce. Na kredyt na zakup gruntu raczej nie może liczyć deweloper, który dopiero zaczyna działalność.

Segment mieszkaniowy

Zmiany cen mieszkań w marcu m/m

Zgodnie z raportem RedNet Consulting w marcu 2010 miało miejsce ciekawe zjawisko. Średnia cen transakcyjnych dla 7 aglomeracji wzrosła o 0,6%, podczas gdy średnia cen ofertowych spadła o 3%. W ten sposób zawęziła się różnica między cenami ofertowymi a transakcyjnymi. RedNet zachowanie cen ofertowych tłumaczy wejściem do sprzedaży mieszkań z tańszych, nowych projektów (zwiększenie udziału standardu popularnego w ofercie). Spośród 7 największych miast, największe spadki cen ofertowych miały miejsce w Gdańsku (-7,3%), Poznaniu (-5%) i Łodzi (-5,4%), najmniejsze zaś w Warszawie (-0,3%) i Krakowie (wzrost o 2,7%). Stosunkowo zróżnicowanie przedstawia się zachowanie cen transakcyjnych, z największym spadkiem w Krakowie (-3,2%) i największym wzrostem w Warszawie (+2,3%).

Nowy pomysł resortu infrastruktury na poprawę dostępności mieszkań

Nowa propozycja resortu infrastruktury zakłada plan wskrzeszenia budownictwa czynszowego. Plan zakłada, że inwestorzy (deweloperzy, spółdzielnie mieszkaniowe, TBS-y,...) będą budować za środki własne lub pożyczone, zaś przyszli najemcy będą partycypowali w kosztach budowy do 50% kosztów budowy. W zamian mieliby gwarancję, że najpierw będą najemcami, a po spłacie czynszu w całości wartości mieszkania, jego właścicielami. Takie lokale mają powstawać na gruntach pozyskiwanych od gmin na preferencyjnych warunkach (brak przetargu, należność rozłożona na raty). Prezes Związku Firm Deweloperskich wskazuje na duże problemy deweloperów z pozyskiwaniem kredytów hipotecznych oraz potencjalny brak opłacalności przedsięwzięcia dla deweloperów (zamrożenie środków na 30 lat).

Echo Investment

Emisja obligacji za 115 mln PLN

Echo Investment dokonało emisji obligacji za 115 mln PLN. Obligacje zostały wyemitowane na okres 2 lat. Marża nie została ujawniona.

Echo planuje sprzedać 2 biurowce i 2 centra handlowe

W tym półroczu spółka wytypowała kilka projektów, które mogą być sprzedane. Są to 2 biurowce i 2 centra handlowe. Są to inwestycje charakteryzujące się dobrą lokalizacją, są one wynajęte na stabilnych warunkach rynkowych. Pozyskane ze sprzedaży środki przeznaczone mają być na inwestycje. Na początku grudnia 2009 prezes spółki również informował, że nie wyklucza sprzedaży nieruchomości z portfela. Oferowane wówczas ceny nie były jednak atrakcyjne. Od początku roku Echo kupiło 3 działki: Wrocław, ul. Swobodna/Borkowska (6 mln PLN, 10 tys. m2, 20 tys. PUM, biura), Katowice, Kościuszki (19 mln PLN, 54 tys. m2, 50 tys. PUM, handel), Warszawa, Beethovena (70 mln PLN, 34 tys. m2, 60 tys. PUM, biura, umowa przedwstępna).

Plany uruchamiania nowych projektów

Echo planuje w 2010 roku uruchomić budowę projektów biurowych w Poznaniu i Łodzi oraz projektu handlowego w Szczecinie (Galeria Astra). Spółka potwierdza wcześniejsze plany uruchomienia 12 projektów mieszkaniowych. W latach 2010-2014 Echo planuje rozpocząć 14 projektów biurowych na 260 tys. m2. W latach 2010-2015 spółka ma oddać 18 projektów (340 tys. m2). Do 2013 roku spółka chce zrealizować 13 obiektów handlowych (450 tys. m2). W 2011 roku mają być rozpoczęte dwa projekty zagraniczne (Mundo, Brasov). W przygotowaniu jest realizacja hotelu Novotel w Łodzi. Rozpoczęcie budowy planowane jest w 2010 roku. W 2010 roku Echo planuje rozpocząć 12 projektów mieszkaniowych (120 tys. m2, 950 mieszkań) oraz rozpocząć sprzedaż działek o powierzchni 210 tys. m2 (216 działek). W latach 2011-2013 spółka planuje rozpocząć 13 kolejnych projektów o powierzchni 40 tys. m2.

Orco Property Group

Sąd zatwierdził plan naprawczy Orco, plany większej emisji akcji

Paryski sąd zaakceptował plan rozłożenia w czasie spłaty zobowiązań Orco. Przesunięcie terminu spłaty dotyczy m.in. obligacji na kwotę 411 mln EUR, które miały być w pełni spłacone do lat 2013/2014. Prezes Orco komentuje, że decyzja sądu daje możliwość spółce bardzo szybkiego uruchomienia projektów w Europie Środkowej. Nie można nadal wykluczyć, że część obligatariuszy nie zaakceptuje wyroku sądu i będzie starać się tę decyzję podważyć. Na realizację inwestycji Orco planuje pozyskać pieniądze ze sprzedaży wybranych aktywów w Niemczech i z emisji akcji. Emisja może być większa, niż dotychczasowe w 2010 roku (na 16 mln EUR).

Plaza Centers

Przygotowania do uruchomienia nowych inwestycji

Budowana przez Unibep galeria w Suwałkach została ukończona. Kolejne trzy inwestycje – w Kielcach, Toruniu i Łodzi – są w przygotowaniu. Najbardziej zaawansowany jest Toruń, którego budowa ruszy za kilka tygodni.

Dom Development (Trzymaj)

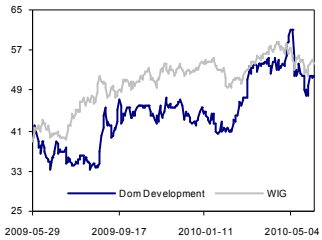
Cena bieżąca: 51,8 PLN **Cena docelowa: 50,9 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-07

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%
marża EBITDA	*24,1%*	*16,1%*		*9,3%*		*18,4%*	
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,8	-66,6%	83,9	213,4%
P/E	9,3	15,9		47,5		15,2	
P/CE	9,1	15,4		44,3		14,8	
P/BV	1,9	1,7		1,7		1,5	
EV/EBITDA	9,2	13,7		34,0		12,0	
Dyield (%)	3,9	1,5		0,5		1,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,6
MC (cena bieżąca)	1 272,2
EV (cena bieżąca)	1 526,3
Free float	24,5%
Zmiana ceny: 1m	*-15,1%*
Zmiana ceny: 6m	*12,1%*
Zmiana ceny: 12m	*28,2%*
Max (52 tyg.)	61,0
Min (52 tyg.)	33,2



Wyniki Dom Development za Q1 2010 nominalnie są gorsze od naszych oczekiwań. Mimo to uważamy, że różnica w wysokości 2,3 mln PLN na poziomie zysku netto nie jest istotna w kontekście przyszłych oczekiwanych wyników dewelopera. Bardziej interesujące niż same wyniki Q1 2010 wydają się nam towarzyszące im, ujawnione przez spółkę, dane. W Q1 2010 Dom Development sprzedał netto 343 mieszkania, osiągając w ten sposób wynik lepszy, niż w Q1 2008 (328 mieszkań). Dobre wyniki sprzedaży utrzymują się w kwietniu. W Q1 2010 spółka osiągnęła 15,9% udziału w ilości lokali sprzedanych na rynku pierwotnym w Warszawie. Mimo pozytywnego zaskoczenia uważamy, że ze względu na uruchamiane przez konkurentów nowe inwestycje, stosunek ilości sprzedanych mieszkań w relacji do wielkości oferty powinna maleć. Dom Development ostrożnie podchodzi do zakupu gruntów (trudno o transakcję po korzystnej cenie) i rozpoczynania nowych projektów. Nie należy naszym zdaniem oczekiwać zaskoczenia pozytywnego w postaci większej niż prognozowana liczbę mieszkań w uruchomionych do końca roku projektach. Zarząd oczekuje dodatniego cash flow w 2010 roku w wysokości 100 mln PLN (52,9 mln PLN zgodnie z naszą prognozą). Różnice w szacunkach wynikają z mniejszych oczekiwanych przez spółkę kosztów budowy i bardziej korzystnych szacunków w zakresie kapitału obrotowego. Różnice w szacunkach cash flow w 2010 roku nie wpływają istotnie na wycenę dewelopera. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Q1 2010

Przychody Dom Development okazały się o 6,4% wyższe od naszych założeń, niższa była jednak marża brutto na sprzedaży (21,6%, prognoza: 23,6%). Marże brutto na sprzedaży są pochodną struktury przekazywanych mieszkań. Poniżej dokonujemy analizy wyniku brutto ze sprzedaży. W Q1 2010 Dom Development przekazał 278 mieszkań (prognoza: 276) i 100 m2 powierzchni komercyjnej przy ul. Grzybowskiej (prognoza: 250 m2). Wyższe niż oczekiwane przychody wynikają z niższych zakładanych cen sprzedaży mieszkań. Sądzimy, że źródłem odchylenia są ceny sprzedaży lokali w projekcie przy ul. Grzybowskiej, gdzie ceny lokali są bardzo zróżnicowane (od 12,5 tys. PLN/m2 do prawie 30 tys. PLN/m2). Marża brutto, mimo, iż niższa od naszych założeń, ma swe uzasadnienie w strukturze przekazań. Głównym źródłem odchylenia jest przekazanie mniejszej powierzchni komercyjnej. Koszty sprzedaży i zarządu okazały się wyższe, niż oczekiwaliśmy, o 1,2 mln PLN (wynik: 17,8 mln PLN, prognoza: 16,6 mln PLN). Wzrost kosztów w 2010 roku jest uwzględniony w prognozie, zakładaliśmy jednak, że będzie następował bardziej stopniowo, kwartał po kwartale. Nasza prognoza na rok 2010 zakłada średnio 18 mln PLN kosztów ogólnych na kwartał. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,6 mln PLN (prognoza: -0,75 mln PLN). Znacznie wyższe niż zakładaliśmy były za to pozostałe koszty finansowe netto (2,5 mln PLN, prognoza: 0,8 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa była zgodna z oczekiwaniami. Ostatecznie, wynik netto jest o 16% niższy od naszych oczekiwań.

Dane towarzyszące wynikom Q1 2010

Dom Development opublikował wyniki sprzedaży mieszkań za Q1 2010. Spółce udało się sprzedać w Q1 343 mieszkania (360 mieszkań brutto), osiągając w ten sposób poziom sprzedaży lepszy niż w Q1 2008. Zwracamy uwagę, że spośród 343 sprzedanych mieszkań, 209 to mieszkania w projektach w toku, zaś jedynie 134 to mieszkania w gotowych projektach. Uważamy, że wyniki sprzedaży w relacji do wielkości oferty są bardzo dobre i lepsze, niż nasze oczekiwania (oczekiwaliśmy 305 sprzedanych lokali w Q1 2010). Dobre wyniki są źródłem przejściowego deficytu nowych, małych mieszkań na rynku pierwotnym. Premia w postaci bardzo dobrej sprzedaży mieszkań w nowych projektach powinna z czasem maleć, wraz z uruchomieniem nowych projektów przez konkurencję.

Plany uruchamiania nowych projektów, cash flow w 2010 roku

Zarząd Dom Development twierdzi, że dobre wyniki sprzedaży utrzymują się w kwietniu, przy zwiększonej do 1418 mieszkań na koniec Q1 2010 ofercie. Spółka ostrożnie podchodzi do zakupu gruntów i rozpoczynania nowych projektów. Ze względu na nadal wysokie ceny oczekiwane przez właścicieli gruntów, nie należy się raczej spodziewać, że spółka dokona transakcji nabycia gruntów w ciągu 1-2 kwartałów. Dom Development planuje uruchamiać nowe projekty, jednak z wyjątkiem inwestycji przy ul. Górczewskiej będą to na razie jedynie kontynuacje bieżących projektów (Derby, Regaty, Adria, Saska Kępa, Klasyków). Nadal nie jest przesądzone, czy w 2010 roku rozpocznie się inwestycja na Targówku Przemysłowym. Inwestycja Oaza we Wrocławiu raczej nie ruszy w 2010 roku, nie wiadomo też, czy na pewno rozpocznie się w roku 2011. Zarząd szacuje, że cash flow w 2010 roku będzie dodatni i wyniesie +100 mln PLN. Szacunki powstały przy założeniu 600 mln PLN wpływów od klientów, 200 mln PLN wydatków na budowę (rozpoczęta budowa 1200-1400 nowych mieszkań do końca 2010 roku), kosztów ogólnych w wysokości około 70 mln PLN oraz prawie 200 mln PLN wydanych na zakup ziemi.

Kolejne kwartały będą słabsze

W Q1 2010 Dom Development oddał do użytku 278 lokali. W całym 2010 roku deweloper planuje przekazać 800 mieszkań. W kolejnych dwóch kwartałach liczba przekazanych mieszkań zbliży się do 180-190, zaś najmniejsza będzie w Q4 2010.

Dom Development wprowadza Derby 20 do sprzedaży

Dom Development wprowadził do sprzedaży projekt Derby 20 na Białołęce. W inwestycji powstanie 90 mieszkań, które mają trafić do klientów w Q4 2011. Średnia powierzchnia mieszkania to 50,5 m2, a średnia cena m2 to 6000 PLN/m2.

Zatwierdzony plan emisji opcji managerskich

ZWZA podjęło uchwałę w sprawie emisji 360 tys. akcji w charakterze programu motywacyjnego. Przyznawanie opcji na akcje będzie limitowane do 120 tys. sztuk na rok. Cena obejmowania akcji będzie wynosiła 1 PLN. NWZA zdecydowało też o wypłacie 19,65 mln PLN w formie dywidendy (0,8 PLN na akcję).

GTC (Trzymaj)

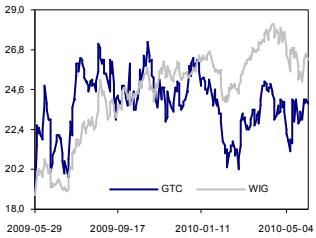
Cena bieżąca: 23,8 PLN **Cena docelowa: 23,9 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-28

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	114,5	156,4	36,5%	193,0	23,4%	188,2	-2,5%
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%
marża EBITDA	*248,2%*	*-77,8%*		*141,9%*		*166,2%*	
EBIT	283,9	-122,1		273,6		312,3	14,2%
Zysk netto	165,2	-125,2		184,3		175,3	-4,9%
P/E	31,7			28,3		29,8	
P/CE	31,6			28,3		29,7	
P/BV	2,0	2,0		1,8		1,7	
EV/EBITDA	21,4			23,7		21,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	219,4
MC (cena bieżąca)	5 221,1
EV (cena bieżąca)	6 486,6
Free float	43,4%
Zmiana ceny: 1m	*1,7%*
Zmiana ceny: 6m	*-3,8%*
Zmiana ceny: 12m	*7,2%*
Max (52 tyg.)	27,2
Min (52 tyg.)	19,8



GTC charakteryzuje się obecnie walorami spółki defensywnej. Deweloper posiada bardzo duży bank wybudowanych obiektów, którego potencjał do generowania wyniku operacyjnego powinien pozostawać stabilny. Pojedyncze pozytywne zdarzenia, takie jak sprzedaż dwóch biurowców w Warszawie, mają bardzo ograniczone przełożenie na wycenę spółki. Transakcja może przy założeniu pełnego reinwestowania środków zwiększyć wycenę dewelopera o co najwyżej 1,5% (spółka ma bardzo duże aktywa). Najważniejszymi determinantami wartości walorów GTC pozostają czynniki makro, a więc rentowność obligacji i stopy kapitalizacji nieruchomości. Spadek stóp kapitalizacji w rejonie Europy Środowej jest już naszym zdaniem właściwie uwzględniony w wycenie spółki. Deweloper notowany jest z premią do wartości księgowej (P/BV = 1,8), co jednak jest uzasadnione oczekiwanym wzrostem wyceny nieruchomości i programem inwestycyjnym. Możliwości przekroczenia prognoz w zakresie nowych inwestycji są raczej ograniczone. Pomimo trudnej sytuacji związanej z pogorszeniem koniunktury gospodarczej, na rynku komercyjnym brakuje typowych distressed assets. Podtrzymujemy rekomendację neutralną. Większy potencjał dostrzegamy w innych spółkach z sektora deweloperskiego.

Wyniki Q1 2010

Wyniki GTC za Q1 2010 oceniamy neutralnie, pomimo odchyleń na poszczególnych poziomach rachunku wyników, w stosunku do prognozy. Przychody GTC w Q1 2010 były istotnie niższe od naszych oczekiwań, co wynika z przeszacowania przychodów z działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym. Przychody w segmencie działalności mieszkaniowej i usług wyniosły łącznie 53,9 mln PLN (prognoza: 194,3 mln PLN). Łączna marża brutto dla obu segmentów wyniosła 6,9%, czyli była niższa, niż prognozowaliśmy (12,5%). Wyższe za to niż oczekiwania były przychody z najmu netto (94,3 mln PLN, prognoza: 92,5 mln PLN). Niższe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólne (22,6 mln PLN, prognoza: 24,7 mln PLN). Zamiast zysku na wycenie nieruchomości w budowie w wysokości 22,5 mln PLN, GTC zaprezentował stratę na wycenie nieruchomości w wysokości 1,7 mln PLN. Zaskoczenie na poziomie wyceny nieruchomości oceniamy neutralnie. Nie ma naszym zdaniem znaczenia, czy wycena nieruchomości w budowie będzie miała miejsce w Q1 2010, czy w Q2 2010. Pozostałe przychody operacyjne netto były o 1 mln PLN wyższe, niż prognozowaliśmy. Działalność finansowa obniżyła wynik GTC o 51,1 mln PLN (prognoza: 46,6 mln PLN). Głównym czynnikiem odchyleń był niższy udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (5,3 mln PLN, prognoza: 14,8 mln PLN). W tej pozycji zakładaliśmy rewaluacje inwestycji w toku w Czechach. Rewaluacja ta mogła nie nastąpić, co wpłynęło na niższy wynik. Koszty odsetkowe netto wyniosły 61,4 mln PLN (prognoza: 54,6 mln PLN), ujemne różnice kursowe zaś -1,85 mln PLN (prognoza: 0 mln PLN). Podatek odroczony wyniósł 6,8 mln PLN (prognoza: 10,5 mln PLN), strata mniejszości zaś 8,8 mln PLN (prognozowany zysk w wysokości 4,1 mln PLN). Ostatecznie, zysk netto wyniósł 24,8 mln PLN (prognoza: 40,6 mln PLN).

Sprzedaż 2 biurowców za 79 mln EUR

GTC poinformował o podpisaniu listu intencyjnego z międzynarodowym inwestorem w sprawie sprzedaży budynków biurowych Nefryt i Topaz, zlokalizowanych w Warszawie, na Mokotowie. Ostateczne zawarcie transakcji uzależnione jest od pomyślnego zakończenia due dilligence oraz uzyskania zgody statutowych organów GTC i inwestora. Sfinalizowanie transakcji planowane jest na koniec czerwca 2010 roku. Uzgodniona wartość transakcji została wyznaczona w oparciu o cenę w wysokości 3000 EUR/m2, przy stopie kapitalizacji rzędu 7,0-7,2%, bazującej na aktualnych przychodach z najmu.

Wywiady z członkiem zarządu

Zarząd GTC dostrzega poprawę na rynku komercyjnym. Spółka nie prowadzi jednak rozmów w

sprawie sprzedaży kolejnych obiektów. W całym 2010 roku GTC planuje oddać około 100 tys. m2 powierzchni komercyjnej, w 2011 roku zaś 150 tys. m2. Zdaniem członka zarządu GTC, czynsze efektywne spadły r/r o około 10%, ale jednocześnie wzrosły q/q o 7%. W 2010 roku GTC będzie przekazywać mniej mieszkań niż w 2009 roku, dlatego przychody w segmencie w kolejnych kwartałach r/r powinny być mniejsze. Na razie spółka nie zamierza uruchamiać projektów w Rosji i na Ukrainie. Są to obecnie najtrudniejsze rynki. Najlepszym rynkiem jest rynek w Warszawie (biura i centra handlowe) i Bukareszcie (biura w centralnych lokalizacjach). Łącznie w 2010 roku na dokończenie realizowanych projektów, rozpoczęcie budowy nowych i zakup ziemi spółka pragnie wydać 200-250 mln EUR. W najbliższym czasie rozpocznie się budowa 4 budynku Platinium Business Park (12,5 tys. m2). GTC myśli także o 3-cim budynku Okęcie Business Park (10 tys. m2). GTC bierze także pod uwagę rozbudowę Galerii Mokotów, na razie o 3 tys. m2. GTC rozważa rozpoczęcie projektu mieszkaniowego w Krakowie (łącznie 30 tys. PUM). Start projektu uzależniony jest od uzyskania niezbędnych zezwoleń.

Zgoda na rozbudowę Platinium Business Park

GTC uzyskało zgodę na rozbudowę kompleksu Platinium Business Park o 4-ty budynek. Budynek będzie dysponował około 12,5 tys. m2 powierzchni najmu. Generalnym wykonawcą jest firma Warbud, która już prowadzi prace budowlane. Wartość kontraktu budowlanego wynosi 16 mln EUR (1280 EUR/m2).

Umowa w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie

Polnord i GTC podpisały umowy joint-venture w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Obydwie spółki obejmą 50% udziałów w inwestycji, która powstanie na działce 7,5 ha. W ciągu najbliższych 3 lat na działce ma powstać centrum handlowe o powierzchni 60 tys. m2. GTC będzie pełnić wiodącą rolę w realizacji inwestycji i zarządzaniu centrum handlowym po jego ukończeniu, przy pełnym wsparciu ze strony Polnord. Wykonanie transakcji uzależnione jest od zgody UOKiK. Całkowity koszt inwestycji szacowany jest na 170 mln EUR. Wartość obiektu po ukończeniu szacowana jest na 250 mln EUR.

J.W. Construction (Trzymaj)

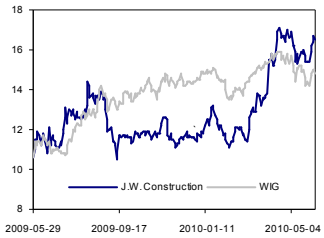
Cena bieżąca: 16,5 PLN **Cena docelowa: 15,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-04-13

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	709,2	-0,6%	758,9	7,0%
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	164,9	7,9%	141,9	-14,0%
marża EBITDA	*22,0%*	*21,4%*		*23,3%*		*18,7%*	
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	144,6	4,2%	121,6	-15,9%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	113,9	13,5%	101,7	-10,7%
P/E	8,9	8,9		7,8		8,8	
P/CE	7,6	7,8		6,6		7,3	
P/BV	2,8	2,1		1,6		1,3	
EV/EBITDA	9,6	9,6		8,5		11,3	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	54,1
MC (cena bieżąca)	892,2
EV (cena bieżąca)	1 403,0
Free float	33,1%
Zmiana ceny: 1m	*-2,3%*
Zmiana ceny: 6m	*46,0%*
Zmiana ceny: 12m	*43,2%*
Max (52 tyg.)	17,1
Min (52 tyg.)	10,5



Wyniki Q1 2010 pozytywnie zaskoczyły nas wysoką rentownością działalności deweloperskiej. Zaskoczenie to wynika tak z wyższych cen sprzedaży mieszkań w starych projektach, jak i niższych kosztów budowy. Okazuje się, że J.W. w trakcie budowy inwestycji do ukończenia w 2010 roku było w stanie uzyskać pewne oszczędności kosztowe, nie ujęte w prognozach. Oszczędności związane są z posiadaniem własnej spółki wykonawczej, generującej ponad 400 mln PLN przychodów rocznie. Korekty budżetów starych projektów ujmujemy w przychodach. Na koniec Q1 2010 roku J.W. posiadało aż 3792 mieszkań w starych projektach do rozpoznania w wynikach kolejnych kwartałów. Nowe projekty dewelopera nadal są relatywnie słabo przygotowane (brak pozwoleń na budowę). Wynika to z opóźnionego cyklu budowy, a także podejścia do zakupu gruntów. J.W. kupuje tanie grunty, „okazje", co często wiąże się z zakupem działek bez pozwolenia na budowę, w spornych lokalizacjach. Przygotowanie takich gruntów pod budowę zajmuje więcej czasu. Jednocześnie J.W. jest w trakcie nabywania szeregu gruntów i projektów w toku. Na tym etapie trudno jednak ocenić przyszłe inwestycje. Obecnie pracujemy nad rewizją prognoz dla J.W. Construction. Będzie ona dotyczyła głównie wyższej niż wcześniej oczekiwana rentowność starych inwestycji. Na razie podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q1 2010

Wyniki J.W. zaskakują nas pozytywnie, co w 35% jest pochodną wyższych niż zakładane marże brutto na sprzedaży, w 52% efektem znacznie wyższych przychodów, zaś w 13% efektem różnic w szacunkach pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych. Pozytywnie zaskakują nas marże brutto na sprzedaży w ramach działalności deweloperskiej (31,1%, prognoza: 23,7%). Różnica wynika ze zbyt niskich marż prognozowanych na starych projektach deweloperskich. Różnica jest większa, niż pierwotnie się spodziewaliśmy, w związku z tym ma istotny wpływ na wycenę dewelopera. Koszty ogólne wyniosły 10,6 mln PLN i były prawie dokładnie zgodne z prognozą. Wyższy za to był wynik z pozostałej działalności operacyjnej. Pozostałe przychody netto wyniosły 4,8 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych netto w wysokości 0,6 mln PLN. Duży dodatni wynik na działalności pozostałej spółka zawdzięcza głównie zyskowi na sprzedaży aktywów (4,3 mln PLN). Znacznie wyższe niż prognoza okazały się pozostałe koszty odsetkowe netto. Wyniosły one 7,1 mln PLN (prognoza: 3,4 mln PLN). Za odchylenie w połowie odpowiadają nie ujęte w prognozie pozostałe koszty odsetkowe, zaś w połowie wyższe koszty odsetkowe. Przypominamy, że spółka od gotowych mieszkań objętych kredytem nalicza pełne koszty odsetkowe, nie kapitalizuje ich zaś w kosztach projektu i to może być przyczyną odchyleń. Efektywna stopa podatkowa była zbliżona do naszych oczekiwań. Dodatkowo, warto zwrócić uwagę, że w Q1 2010 spółka wygenerowała 33,5 mln PLN pozytywnego cash flow operacyjnego. Cash flow ten został wykorzystany głównie na spłatę kredytów netto (31,0 mln PLN).

J.W. sprzedało w kwietniu 71 mieszkań

W kwietniu J.W. Construction podpisało umowę sprzedaży 71 mieszkań (sprzedaż brutto). Na wynik zgodnie z wypowiedzią przedstawiciela spółki miał wpływ spokojny okres świąt wielkanocnych, a potem okres wyciszenia w kolejnych tygodniach miesiąca. W marcu deweloper sprzedał 106 mieszkań, a w całym Q1 2010 286 lokali.

Plany uruchamiania nowych projektów

Do końca 2010 roku J.W. Construction planuje uruchomić jeszcze dwie inwestycje komercyjne i co najmniej 5 projektów mieszkaniowych. Projekty mieszkaniowe będą składać się z 1166 mieszkań, będą to inwestycje: Zielona Dolina i Światowida w Warszawie, inwestycja w Łodzi przy ul. Tymienieckiego, inwestycja w Katowicach przy ul. Bałtyckiej oraz Projekt w Poznaniu na 150 mieszkań. W I połowie 2010 roku spółka zakupiła 4 działki łącznie na 49 200 PUM. W tych

lokalizacjach powstaną lokale o podwyższonym standardzie i apartamenty. Spółka ma w przygotowaniu 9 inwestycji z ponad 2700 lokalami oraz projekt 72 domów jednorodzinnych.

Decyzja o emisji obligacji zamiennych na akcje

Akcjonariusze J.W. Construction zdecydowali o emisji obligacji zamiennych na akcje. Wartość obligacji sięgać będzie do 120 mln PLN. Obligacje mogą zostać wyemitowane maksymalnie na 5 lat. Deweloper poinformował, że ma już zainteresowanych na objęcie obligacji zamiennych na akcje. Za pozyskane środki spółka zamierza zakupić grunty pod kolejne inwestycje.

Nowy projekt J.W., umowa joint venture w sprawie inwestycji we Wrocławiu

J.W. zawarło umowę joint venture ze spółką Star (AP) Enterprises Ltd. oraz Wings Properties umowę w sprawie wspólnej realizacji inwestycji we Wrocławiu, przy ul. Podwale 82-91, polegającej na budowie obiektu hotelowo – apartamentowego wraz z infrastrukturą. Inwestycja nosi nazwę OVO Apartments. W ramach inwestycji ma powstać m.in. hotel Hilton w standardzie 5 gwiazdek, powierzchnia biurowa, mieszkaniowa i prawdopodobnie usługowa. W ramach umowy J.W. nabędzie 50% udziałów, uprawniające do 50% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Wings Properties. Pozostałe 50% udziałów w spółce posiadać będzie Star (AP) Enterprises. Spółka zapewni finansowanie części wkładu własnego przedsięwzięcia szacowanego na ponad 330 mln PLN, niezbędnego do realizacji inwestycji do 22 mln EUR.

J.W. wykona kompleks we Wrocławiu, inwestycja ruszy latem

J.W. będzie nie tylko inwestorem, ale i wykonawcą kompleksu we Wrocławiu (OVO Apartamenty). Koszt całej inwestycji ma wynieść 330 mln PLN, zaś wartość prac budowlanych – 230 mln PLN (blisko 30% przychodów prognozowanych na rok 2010). Współinwestor, posiadający 50% udziałów w inwestycji, porozumiał się już z konsorcjum banków w sprawie finansowania inwestycji. Wraz z dostarczonym przez J.W. wkładem własnym kredyt powinien zostać przyznany. Prace budowlane powinny rozpocząć się latem. Prace mają zakończyć się przed Euro 2012. Realizacja budowy przez J.W. ma również umożliwić pozyskiwanie podobnych kontraktów, w których inwestorem są podmioty trzecie.

J.W. nie kupi firmy drogowej

J.W. nie kupi na razie firmy drogowej. Przesądziły o tym niezadowalające wyniki badania spółki. Właściciel J.W. przyznaje, że popyt na mieszkania rośnie wolniej, niż deweloper by sobie tego życzył. Spółka liczy jednak na poprawę w II połowie 2010 roku. J.W. zamierza zwiększać aktywność w segmencie lokali z wyższej półki, co powinno mieć korzystny wpływ na wizerunek dewelopera. Rentowność spółki ma się utrzymać na dotychczasowym poziomie, przy zwiększonych obrotach.

Polnord (Kupuj)

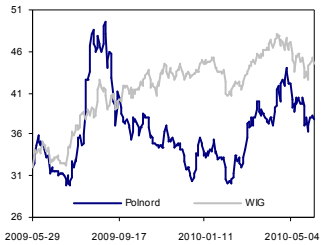
Cena bieżąca: 37,7 PLN **Cena docelowa: 51,6 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%
marża EBITDA	*27,8%*	*48,3%*		*14,6%*		*32,2%*	
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	58,5	-44,2%	98,2	67,8%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	34,3	-46,2%	67,9	98,3%
P/E	8,8	13,1		24,3		12,3	
P/CE	8,6	12,7		23,1		11,9	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7	
EV/EBITDA	11,7	14,0		20,9		14,8	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	22,1
MC (cena bieżąca)	833,6
EV (cena bieżąca)	1 262,9
Free float	40,7%
Zmiana ceny: 1m	*-10,2%*
Zmiana ceny: 6m	*7,9%*
Zmiana ceny: 12m	*8,5%*
Max (52 tyg.)	49,5
Min (52 tyg.)	29,8



Wyniki Polnordu za Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym. Spółka wygenerowała niższą marżę na działalności w segmencie mieszkaniowym i świadczonych usługach oraz wyższe koszty ogólne. Nie obawiamy się jednak o niższe marże brutto ze sprzedaży, gdyż uważamy, że jest to efekt wyprzedaży starych projektów, budowanych po wysokim koszcie. Prognoza kosztów ogólnych za to będzie musiała być przez nas zweryfikowana w górę. Polnord pozostaje naszym zdaniem jedną z tańszych spółek z branży deweloperskiej. Spółka nadal notowana jest z dyskontem do wartości księgowej, podczas gdy wybrane aktywa dewelopera pozostają bardzo atrakcyjne (grunty na Wilanowie). Optymizmem może nie napawać kreowanie wyników finansowych poprzez wycenę gruntów. Z drugiej jednak strony, deweloper posiada grunty przeznaczone pod drogi, których wartość księgowa nadal wynosi 0 PLN. Sprzedaż gruntów mogłaby pozwolić na znaczną poprawę sytuacji bilansowej spółki, jak i wskaźnika EV/EBITDA. Podtrzymujemy opinię, że w najbliższym czasie pozytywnie zaskakiwać może wzrost liczby sprzedanych mieszkań. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2010

W stosunku do naszych prognoz, Polnord nie zaprezentował zbycia biurowca Asseco w pozycji przychodów i kosztów własnych sprzedaży, jak prognozowaliśmy, lecz w osobnej pozycji poniżej zysku brutto ze sprzedaży (zysk ze sprzedaży aktywów). Do tej pory spółka prezentowała wynik na zbyciu wybranych aktywów (np. gruntu pod szkołę) w pozycji przychodów. Po korekcie, przychody są nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań, marża brutto jest zaś niższa, niż zakładaliśmy. Niższa marża może być związana z wyższym, niż zakładaliśmy, kosztem budowy wybranych starych inwestycji. Nie wydaje nam się, aby zjawisko to rodziło ryzyko dla naszych prognoz. Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 14,7 mln PLN (prognoza: 12,5 mln PLN). Prognoza całorocznych kosztów ogólnych będzie wymagała rewizji w górę. Wynik na zbyciu nieruchomości Asseco wyniósł 25,7 mln PLN (prognoza: 26,2 mln PLN), pozostałe koszty operacyjne 0,5 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN), w zasadzie nie wystąpiły też wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Oczekiwaliśmy, że Q1 2010 przyniesie dodatnie wyceny nieruchomości w wysokości 2 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 1,9 mln PLN (prognoza: 0,9 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,4%. Wynik netto wyniósł 15,3 mln PLN, czyli jest o 4,7 mln PLN niższy od naszych oczekiwań.

Polnord sprzedał w kwietniu 54 mieszkania

W komunikacie prasowym Polnord podaje, że sprzedał 54 mieszkania w kwietniu, miał też 14 rezygnacji. Dyrektor sprzedaży i marketingu spółki przyznaje, że w związku z planowanym wprowadzeniem do oferty nowych mieszkań, sprzedaż 800 mieszkań w całym 2010 roku jest realna. W marcu spółka sprzedała 47 lokali.

Emisja obligacji

Polnord przeprowadził emisję obligacji zabezpieczonych na kwotę 42,1 mln PLN. Termin wykupu przypada na 21 maja 2013. Pozyskane środki mają być przeznaczone na inwestycje.

Umowa w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie

Polnord i GTC podpisały umowy joint-venture w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Obydwie spółki obejmą 50% udziałów w inwestycji, która powstanie na działce 7,5 ha. W ciągu najbliższych 3 lat na działce ma powstać centrum handlowe o powierzchni 60 tys. m2. GTC będzie pełnić wiodącą rolę w realizacji inwestycji i zarządzaniu centrum handlowym po jego ukończeniu, przy pełnym wsparciu ze strony Polnord. Wykonanie transakcji uzależnione jest od zgody UOKiK. Całkowity koszt inwestycji szacowany jest na 170 mln EUR. Wartość obiektu po ukończeniu szacowana jest na 250 mln EUR.

Handel

Emperia Holding (Trzymaj)

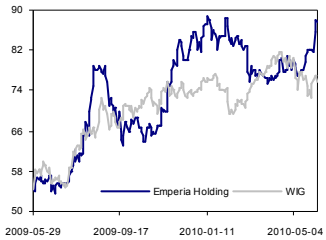
Cena bieżąca: 87,5 PLN **Cena docelowa: 81,6 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-09

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%
marża EBITDA	*2,8%*	*3,1%*		*3,1%*		*3,3%*	
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%
P/E	22,4	19,4		17,2		15,5	
P/CE	11,8	10,0		8,7		7,6	
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,4	
EV/EBITDA	10,7	9,4		9,0		8,0	
Dyield (%)	1,0	0,7		0,8		0,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	15,1
MC (cena bieżąca)	1 322,6
EV (cena bieżąca)	1 683,3
Free float	76,4%
Zmiana ceny: 1m	*9,4%*
Zmiana ceny: 6m	*4,2%*
Zmiana ceny: 12m	*54,5%*
Max (52 tyg.)	88,8
Min (52 tyg.)	53,6



Wyniki Emperii za 1Q przyniosły pierwsze od kilku kwartałów pozytywne zaskoczenie, co zaowocowało wzrostem kursu mimo spadkowych tendencji na rynku akcji. Obecnie Spółka jest wyceniana blisko naszej ceny docelowej i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Zyski wypracowane na początku roku odchyliły się co prawda in plus od naszych oczekiwań, ale w naszej opinii jest jeszcze za wcześnie na podnoszenie rocznych prognoz, gdyż po pierwsze 1Q nie jest kluczowy dla całorocznego wyniku, a po drugie Spółka musi udowodnić że ten dobry rezultat nie miał charakteru jednorazowego i poprawa efektywności (spadek kosztów) utrzyma się w dalszej części roku.

Wyniki 1Q'2010 powyżej oczekiwań, głównie w detalu

W 1Q'2010 mimo niesprzyjających warunków pogodowych Emperia wypracowała wyniki lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Pozytywne odchylenie pojawiają się praktycznie na wszystkich poziomach, począwszy od przychodów gdzie różnica do naszych prognoz w przypadku dystrybucji sięgnęła 4%, a w przypadku detalu aż 10%. To właśnie segment detaliczny przyniósł największe zaskoczenie, generując aż 8,8 mln PLN EBIT wobec oczekiwanych 3,4 mln PLN i 3 mln PLN w 1Q'09. W tym obszarze Spółka utrzymała więc wyniki z tradycyjnie najlepszego sezonowo 4Q i trudno to tylko tłumaczyć marcowym okresem świątecznym. Kluczem do wyjaśnienia tego bardzo dobrego rezultatu mogą być niższe o 6,1 mln PLN w ujęciu q/q koszty ogólnego zarządu, których to oszczędności nie widać w segmencie hurtowym, gdzie wynik operacyjny wyniósł 7,1 mln PLN i był zgodny z oczekiwaniami. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było ujemne i wyniosło -1,1 mln PLN. Ostatecznie więc różnica w relacji do naszej prognozy na poziomie EBIT wyniosła aż 6,3 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniosło -3,8 mln PLN i nie odbiegało od naszych założeń. W wynikach za 1Q'10 warto ponadto odnotować wysoki poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (+49,6 mln PLN), co przy niższych nakładach inwestycyjnych pozwoliło na redukcję zadłużenia netto o 20 mln PLN q/q do poziomu 300 mln PLN.

Eurocash (Redukuj)

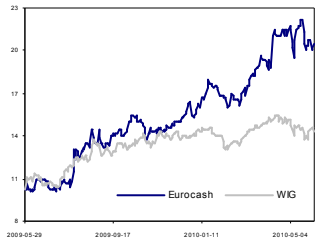
Cena bieżąca: 20,5 PLN **Cena docelowa: 18,6 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%
marża EBITDA	*2,6%*	*2,9%*		*3,0%*		*3,2%*	
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%
P/E	34,2	27,0		22,0		17,9	
P/CE	22,1	18,2		16,1		13,6	
P/BV	9,5	7,5		6,3		5,2	
EV/EBITDA	16,4	13,4		11,4		9,3	
Dyield (%)	1,5	1,4		2,0		2,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	134,8
MC (cena bieżąca)	2 763,7
EV (cena bieżąca)	2 519,6
Free float	32,7%
Zmiana ceny: 1m	*-5,8%*
Zmiana ceny: 6m	*38,6%*
Zmiana ceny: 12m	*99,0%*
Max (52 tyg.)	22,2
Min (52 tyg.)	10,1



Wyniki Eurocash za 1Q'2010 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, choć biorąc pod uwagę wcześniejsze sygnały o słabym początku roku mogły być przez część inwestorów odebrane jako pozytywna niespodzianka. Nie dają one jednak podstaw do zmiany naszej rocznej prognozy na bazie której Spółka jest wyceniana obecnie przy 22 P/E i 11,4 EV/EBITDA, co implikuje średnio ponad 20% premię do Emperii, która tylko częściowo jest uzasadniona. Podtrzymujemy rekomendację redukuj, zwracając uwagę że potencjał spadkowy w relacji do naszej ceny docelowej wynosi ponad 10%.

Wyniki za 1Q'2010 zgodne z oczekiwaniami, mimo słabego początku roku

Wyniki Eurocash za 1Q'2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami mimo iż Spółka niedawno sygnalizowała bardzo słaby początek roku i stratę netto po pierwszych dwóch miesiącach (zwracamy jednak uwagę, że zazwyczaj pierwsze miesiące roku są dla Eurocash słabsze). W marcu udało się jednak odrobić straty wywołane przez niekorzystne warunki pogodowe. Na poziomie przychodów lepiej niż się spodziewaliśmy wypadł segment cash&carry oraz Delikatesy Centrum, natomiast gorszy rezultat wypracowano w obszarze aktywnej dystrybucji, gdzie oprócz ujemnej dynamiki sprzedaży zanotowano stratę operacyjną. Ma to jednak częściowo związek z prowadzoną reorganizacją tej działalności i zastępowanie części dotychczasowych klientów McLane placówkami sieci Delikatesy Centrum. Ostatecznie na poziomie EBITDA wynik był zgodny z naszą prognozą, podobnie jak saldo na działalności finansowej. Niższa efektywna stopa podatkowa (11% wobec zakładanych 19%) wpłynęła jednak na pozytywne odchylenie na poziomie zysku netto. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 1Q'2010 wyniosły 23 mln PLN, co pozwoliło na utrzymanie poziomu gotówki netto na zbliżonym poziomie do poprzedniego kwartału (160 mln PLN).

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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

CIECH

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-10-06	2009-12-03	2010-03-17
kurs z dnia rekomendacji	39,90	37,49	33,40
WIG w dniu rekomendacji	37153,10	40141,79	41653,11

ENEA

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2010-02-12	2010-03-05	2010-03-30
kurs z dnia rekomendacji	17,44	18,90	18,91
WIG w dniu rekomendacji	37322,52	39885,37	42346,66

HANDLOWY

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-11-04	2009-11-05	2010-01-19	2010-03-19	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	61,30	64,60	73,55	76,00	83,90
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	38148,50	41256,40	41741,91	43562,01

MONDI

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-09-03	2010-04-09
kurs z dnia rekomendacji	51,00	73,40
WIG w dniu rekomendacji	35784,36	42717,20

PBG

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2009-10-05	2009-11-04	2009-11-12	2010-02-22	2010-04-07	2010-05-13
kurs z dnia rekomendacji	210,00	218,80	218,50	197,20	216,00	233,50
WIG w dniu rekomendacji	37045,62	37391,24	39879,92	38650,00	43562,01	41896,60

POLICE

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2009-11-04	2009-12-02	2009-12-14	2010-02-03	2010-02-24
kurs z dnia rekomendacji	6,30	5,10	5,02	5,85	6,29
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	39905,57	39463,07	39904,02	38533,89

POLIMEX MOSTOSTAL

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-27	2010-01-06	2010-02-03	2010-03-12	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	4,11	3,66	3,70	4,00	4,40	4,65	5,24
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	37391,24	39275,95	41052,00	39904,02	41004,33	43562,01

cd. POLIMEX MOSTOSTAL

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	4,65
WIG w dniu rekomendacji	41287,90

RAFAKO

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-09-04	2009-09-25	2010-02-03	2010-03-12	2010-05-20
kurs z dnia rekomendacji	9,55	9,74	11,14	13,55	12,60
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38353,75	39904,02	41004,33	40441,73

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, ż e 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, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.
W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.
Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.