

6 stycznia 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	28 332
Średnie P/E 2009	9,5
Średnie P/E 2010	8,9
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 205 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Styczeń 2009

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji, który wkrótce odczuje powrót kapitału z rynku obligacji. Szczegóły dotyczące strategii na 2009 rok przedstawimy w raporcie, który zostanie opublikowany w połowie stycznia.

Ze spółek

Banki. W najbliższych dniach opublikujemy strategię dla sektora bankowego. Uważamy, że zysk netto banków spadnie o 1/3 w 2009 roku. Rynek zdyskontował już ten poziom spadku rezultatów w sektorze. Pozytywnie postrzegamy duże banki o płynnych bilansach, niskim CIR i szerokiej bazie klientów. Mniejsze banki są bardziej wrażliwe na wahania koniunktury, przez co po okresie prosperity odnotują najmocniejsze spadki wyników.

Rafineryjno-gazowy. Obserwowana obecnie wyraźna poprawa sentymentu na rynku ropy, choć ma przede wszystkim źródła geopolityczne, może zwiększyć zainteresowanie inwestorów indeksowych akcjami Orlenu i Lotosu. W pierwszym miesiącu roku, rafinerie mogą więc zachowywać się lepiej od PGNiG.

Telekomunikacja. Po wzroście ceny akcji TPSA obniżamy rekomendację do trzymaj, nadal widzimy znaczący potencjał wzrostu cen akcji Netii.

Media. Styczeń nie będzie w naszej opinii dobrym miesiącem dla spółek medialnych. Naszym zdaniem słabiej niż rynek zachowywać się będzie WSiP, Cyfrowy Polsat i TVN. Lepszej stopy zwrotu należy się spodziewać po Agorze.

Informatyczne. Podobnie jak w grudniu, w najbliższym miesiącu zalecamy przeważanie integratorów względem dystrybutorów IT. Na tych drugich negatywnie wpływać będzie słaby okres świąteczny w branży oraz z miesiąca na miesiąc słabszy popyt konsumpcyjny.

Metale. Po bardzo silnych spadkach cen surowców czas na korektę wzrostową, która poprawi sentyment inwestorów do KGHM. Pierwsze miesiące roku to sezonowy wzrost popytu przy niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych w produkcji miedzi, co częściowo będzie amortyzowało niższy popyt wynikający z recesji.

Budownictwo. Utrzymujemy pozytywne nastawienie w przypadku spółek z dominującym udziałem budownictwa infrastrukturalnego, chemicznego i energetycznego (Mostostal Warszawa, Polimex, PBG, Budimex, Elektrobudowa, Trakcja Polska). Sympatią darzymy też niektóre spółki działające w narażonym na spowolnienie segmencie kubaturowym (Erbud).

Handel. Najbliższy miesiąc nie powinien przynieść znaczących zmian w postrzeganiu przez inwestorów Emperii i Eurocashu. Nadal uważamy, że te dwie spółki powinny się zachowywać lepiej niż konkurencja z branży FM-CG.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Telekomunikacja Polska (Trzymaj), oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: BZ WBK, Handlowy, ING BSK, Kredyt Bank, Millennium, Noble Bank, Pekao, PKO BP.

Spis treści

1. Makroekonomia	3
2. Aktualne rekomendacje DI BRE	6
3. Statystyki rekomendacji	7
4. Sektor finansowy	8
4.1. BZ WBK	15
4.2. Handlowy	17
4.3. ING BSK	18
4.4. Kredyt Bank	19
4.5. Millennium	20
4.6. Noble Bank	21
4.7. Pekao	22
4.8. PKO BP	24
5. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	26
5.1. Ciech	26
5.2. Lotos	27
5.3. PGNiG	29
5.4. PKN Orlen	30
5.5. Police	31
5.6. ZA Puławy	32
6. Telekomunikacja	33
6.1. Netia	34
6.2. TP SA	35
7. Media	37
7.1. Agora	38
7.2. Cyfrowy Polsat	39
7.3. TVN	40
7.4. WSiP	42
8. Sektor IT	43
8.1. AB	45
8.2. Action	46
8.3. ASBIS	47
8.4. Komputronik	48
9. Metale	49
9.1. Kęty	49
9.2. KGHM	50
10. Budownictwo	51
10.1. Budimex	56
10.2. Elektrobudowa	57
10.3. Erbud	58
10.4. Mostostal Warszawa	58
10.5. PBG	59
10.6. Polimex Mostostal	60
10.7. Trakcja Polska	61
10.8. Ulma Construcccion Polska	61
11. Deweloperzy	62
12. Handel	67
12.1. Emperia Holding	67
12.2. Eurocash	67
13. Inne sektory	68
13.1. Mondi	68

Makroekonomia

Wskaźniki ogólnej sytuacji gospodarczej obniżyły się w grudniu w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym. Ankietowane przedsiębiorstwa spodziewają się ograniczenia aktywności. Do przetwórstwa przemysłowego oraz budownictwa (gdzie wskaźniki produkcji sprzedanej kształtują się na poziomach o 30 pkt. niższych niż przed rokiem) dołączył handel detaliczny, gdzie obniżenie ilości sprzedanych towarów uległo znacznemu przyspieszeniu na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. Coraz mniej korzystnie kształtują się także oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Ograniczenie płynności funkcjonowania odbija się niekorzystnie na prognozach zatrudnienia. W pierwszej kolejności planowane zwolnienia dały się zaobserwować jedynie w przetwórstwie przemysłowym (były one zresztą widoczne w „twardych” danych), obecnie dążenie do redukcji liczby pracowników wskazują także detaliści i branża budowlana (szczególnie w tej ostatniej pogorszenie ocen w tym zakresie jest dość gwałtowne). Do zwiększania zatrudnienia nie zachęca także malejący portfel zamówień (w przypadku przetwórstwa przemysłowego i budownictwa), a także coraz niższy przewidywany popyt na towary (w przypadku handlu detalicznego). Ograniczenie aktywności oraz akumulacja zapasów zachęca przedsiębiorstwa do obniżek cen (są one szczególnie widoczne w przypadku przetwórstwa i budownictwa). Opóźnienie reakcji sektora detalicznego sprawia jednak, że ceny płacone przez konsumentów (a więc ceny sprzedaży) dopiero zaczynają obniżać się. Początki dezinflacji widoczne są już w deflatorach sprzedaży detalicznej (w tym nawet po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw), a także we wskaźniku CPI. Obniżenie grudniowych wskaźników koniunktury okazało się dość gwałtowne. Oznacza to, że gospodarka Polska wchodzi w nowy rok na znacznie niższym poziomie aktywności. Opóźnienia w cyklu koniunkturalnym w stosunku do strefy euro sugerują, że słaba koniunktura utrzyma się co najmniej przez 2-3 kwartały (patrz wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro, które utrzymują się na recesyjnych poziomach) ze wszelkimi negatywnymi konsekwencjami dla rynku pracy i konsumpcji prywatnej. Nadzieje na wygładzanie cyklu poprzez konsumpcję mogą okazać się płonne - już teraz obserwujemy wzrost stopy oszczędności, która w połączeniu z niższą dynamiką dochodów (a także niższą wyceną majątku netto) nie pozwoli na znaczny przyrost konsumpcji indywidualnej.

RPP obniżyła stopy procentowe o 75pb. W komunikacie po decyzji zaznaczono szereg ryzyk dla wzrostu gospodarczego, w tym znaczne spowolnienie inwestycji odnotowane w III kwartale (uważamy, że w IV kwartale istnieje możliwość ujemnego odczytu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe), spowolnienie gospodarcze odnotowane u głównych partnerów handlowych Polski, pogorszenie oczekiwań podmiotów gospodarczych oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt. W zakresie inflacji zaznaczono, że w najbliższych miesiącach znajdzie się ona w przedziale odchyłań od celu inflacyjnego. Będzie ona ograniczana także w średnim okresie poprzez obniżenie dynamiki PKB, popytu na pracę oraz dynamiki wynagrodzeń. Jedynym czynnikiem proinflacyjnym pozostały ceny kontrolowane oraz obserwowana ostatnio deprecjacja złotego – skala wpływu tych czynników może być jednak ograniczona w warunkach spowolnienia gospodarczego. Per saldo prawdopodobieństwo ukształtowania inflacji w średnim okresie poniżej celu Rada oceniła jako wyższe od prawdopodobieństwa, że będzie ona od celu wyższa, co zaważyło na obniżce stóp procentowych. Rada zaznaczyła, że „łagodzenie polityki pieniężnej będzie przyczyniać się do stabilizowania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie tempa wzrostu potencjalnego, co w średnim okresie będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego”. Czynnikiem sprzyjającym rozluźnieniu polityki monetarnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych.

W listopadzie dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 2,7% r/r z 7,9% r/r zanotowanych w październiku. Spadki tempa wzrostu sprzedaży wystąpiły w takich kategoriach jak pojazdy mechaniczne (-16,9% r/r), paliwa (-4,0% r/r) i żywność (-7,3% r/r). Choć część spadku z pewnością została wygenerowana przez mniejszą liczbę dni roboczych nie wydaje się, że ten efekt zaważył na dynamice sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw, która spadła do 6,9% r/r (po 12,2% w październiku). Znaczny spadek zanotowano również w kategorii pozostałe (tu właśnie wliczana jest sprzedaż w supermarketach budowlanych), co może mieć pewien związek z postępującym spowolnieniem w budownictwie. Co ciekawe, wysoka, 21% dynamika utrzymała się w kategorii meble, RTV i AGD. Czyżby wydatki na tego typu dobra trwałe były związane z oddawaniem do użytku nowych mieszkań. W tej chwili wydaje się to najbardziej sensowną hipotezą, gdyż dynamik tych nie można raczej wiązać z wysokim optymizmem konsumenta - pozostałe kategorie dóbr trwałych, w tym zwłaszcza sprzedaż samochodów, podlegają gwałtownym spadkom.

Serie słabych listopadowych danych dopełniły dane o produkcji przemysłowej. Produkcja spadła o 13,1% m/m i aż o 8,9% r/r (w październiku po rewizji danych zanotowano spadek o 0,1% r/r). Po odsezonowaniu dynamika produkcji przemysłowej ukształtowała się w listopadzie na poziomie -4,2% r/r. Należy podkreślić, że niski odczyt to przede wszystkim wynik spadku produkcji w przetwórstwie przemysłowym (-8,4% r/r), choć mocno spadł również indeks wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę. W kolejnych miesiącach oczekujemy jeszcze niższych (odsezonowanych) dynamik produkcji przemysłowej. Złoży się na to dal-

sze spowolnienie popytu zagranicznego (w tym znaczne hamowanie gospodarki niemieckiej – istotnego odbiorcy polskich wyrobów przemysłowych) oraz wyraźne ograniczenie nowych inwestycji (ciągle dodatnia dynamika roczna nakładów brutto na środki trwałe stanowi w znacznej mierze efekt decyzji inwestycyjnych podjętych wcześniej. W obecnej chwili rozbudowa aparatu produkcyjnego, a nawet zastępowanie już zamortyzowanych urządzeń, nie wydają się już konieczne). Tak duży spadek produkcji przemysłowej naszym zdaniem stwarza duże zagrożenie dla utrzymania obecnego poziomu zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz dla konsumpcji prywatnej (dodatkowym czynnikiem ograniczającym konsumpcję będzie prawdopodobnie wzrost stopy oszczędzania). W tej sytuacji widzimy istotne zagrożenie dla zrealizowania naszej i tak pesymistycznej prognozy tempa wzrostu PKB w 2009 roku na poziomie 1,8%.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się w listopadzie o 0,5% w ujęciu miesięcznym. Rewizji w górę poddano natomiast oszacowania wzrostu cen producentów za październik (spadek cen został ostatecznie ustalony na 0,1% m/m) – ten właśnie fakt przeciwdziałał bardziej zdecydowanej obniżce wskaźnika rocznego, który uplasował na poziomie 2,2%. Z perspektywy poszczególnych sekcji, najwyższy spadek cen odnotowano w górnictwie (2,3% m/m), znaczne obniżki nastąpiły w przetwórstwie przemysłowym (0,8% m/m). Ceny w kategoriach związanych z dystrybucją mediów zanotowały wzrost o 2,4% m/m z uwagi na dokonane w listopadzie podwyżki cen gazu i energii elektrycznej. Scenariuszem na najbliższe miesiące są dalsze spadki cen produkcji sprzedanej przemysłu – zarówno z uwagi na niskie ceny surowców (strona kosztowa) jak i narastające zapasy wyrobów gotowych. Możemy także spodziewać się, że istotne obniżki cen nastąpią głównie w przedsiębiorstwach, które do tej pory trwały przy wysokiej marży. Pomocne w tym przypadku będzie także hamowanie dynamiki wynagrodzeń, która pozwoli na mniej bolesną redukcję cen w przypadku towarów o większym udziale pracy w procesie produkcji. Spadek cen towarów opuszczających zakłady produkcyjne to kolejna przesłanka kontynuacji dezinflacji postępującej po stronie produktów z koszyka konsumpcyjnego.

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 4,2% do 3,7% (konsensus prognoz wynosił 3,8). Na niższy odczyt złożyły się przede wszystkim umiarkowany wzrost cen żywności (0,7% m/m) i spadek cen paliw (o 5,8% m/m). Niższy (niż zakładaliśmy) okazał się również wzrost nośników energii (1,7% m/m). Inflację bazową netto oszacowaliśmy na poziomie 4,6-4,7% r/r (w październiku wskaźnik wyniósł 4,5%). Nowy wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie ustabilizował się na poziomie 2,9% r/r.

W listopadzie odnotowano ujemną dynamikę zatrudnienia. W ujęciu absolutnym ubyło 12 tys. miejsc pracy co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki wskaźnika do 3,1% z 3,6% w październiku (konsensus rynkowy 3,3%, prognoza BRE 3,2%). Gorsza sytuacja kosztowa przedsiębiorstw wymusiła także dostosowania w wynagrodzeniach pracowników – w konsekwencji roczna dynamika płac spowolniła do 7,4% (konsensus rynkowy 8,6%, prognoza BRE 8,5%) z 9,8% odnotowanych w poprzednim miesiącu. Warto odnotować również fakt, że spadek dynamiki wynagrodzeń nastąpił pomimo corocznie wypłaconych premii (Barbórka w niektórych przedsiębiorstwach górniczych), a także jednorazowych i niecyklicznych wypłat z zysku. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki zatrudnienia (patrz doniesienia o kolejnych zwolnieniach grupowych), co przyczyni się do osłabienia siły negocjacyjnej związków oraz żądań płacowych nowo-przyjmowanych pracowników (w ramach naturalnej rotacji na rynku pracy). Czynnikiem obniżającym dynamikę wynagrodzeń w nadchodzącym roku będą także mniejsze dodatki do wynagrodzeń o charakterze jednorazowym, bądź uznaniowym – jest to naturalną konsekwencją pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, które zobaczymy w najbliższych kwartałach.

W październiku deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 2219 mln EUR wobec 1967 mln EUR we wrześniu, powyżej oczekiwań (2015 mln EUR). Przyczyną pogorszenia salda obrotów bieżących był znaczny wzrost deficytu w handlu zagranicznym (do 1664 mln EUR z 1124 mln EUR we wrześniu). Za wzrost ten odpowiadał spadek eksportu w liczbach bezwzględnych. W październiku, po raz pierwszy od 2002 r., odnotowano ujemną dynamikę tej kategorii (-1,2% r/r wobec 22,5% r/r we wrześniu i konsensusu na poziomie 9,6% r/r). Tak słaby wynik eksportu można tylko częściowo tłumaczyć statystycznym efektem zmian kursu walutowego. Naszym zdaniem uwidacznia się tu również słabnący popyt na polski eksport. Pamiętajmy, że zmiana struktury eksportu zanotowana w ostatnich latach (wzrost udziału przemysłu elektromaszynowego i metalurgicznego a także wzrost wartości handlu wewnątrz-korporacyjnego) wystawiła polski eksport w szczególnie niekorzystny sposób na zmiany cykliczne w Europie Zachodniej, a scenariuszem bazowym dla największych partnerów handlowych Polski jest recesja. Spadek eksportu w najbliższych miesiącach będzie wywierał dodatkową presję na spowolnienie inwestycji, które stało się widoczne już w III kw. Spadkowi uległa również dynamika importu (do 4,5% r/r wobec 21,2% r/r we wrześniu, oczekiwano 12,2% r/r). Naszym zdaniem, spadek dynamiki importu to nie tylko rezultat deprecjacji złotego (podobnie jak w przypadku eksportu), ale i następstwo słabnących inwestycji. W październiku utrzymała się również spadkowa tendencja salda transferów bieżących, które pozostało tylko minimalnie dodatnie (17 mln EUR), podczas gdy w poprzednich miesiącach to właśnie ta kategoria poprawiała



saldo rachunku bieżącego. Wynikało to przede wszystkim z deficytu w rozliczeniach z UE (-405 mln EUR), relatywnie wysokie pozostały natomiast pozostałe transfery. Tylko nieznacznie poprawiło się saldo dochodów (z 1059 mln EUR we wrześniu do 980 mln EUR w październiku), m.in. ze względu na znaczne płatności kuponowe od papierów dłużnych. Zwracamy jednak uwagę, że ponad połowa kwoty deficytu w saldzie dochodów służyła równocześnie finansowaniu deficytu obrotów bieżących w formie reinwestowanych zysków. Szacujemy, że relacja deficytu C/A do PKB po październiku wzrosła do 5,3%. W horyzoncie najbliższych miesięcy prawdopodobne wydaje nam się dalsze pogłębienie tego deficytu ze względu na pogarszające się saldo obrotów towarowych. W tym kontekście, dane o spadku eksportu wydają się wręcz wyprzedzać dotychczasowe prognozy spadku aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Trzymaj	12,80	2008-08-18
ACTION	Akumuluj	24,00	2008-08-18
AGORA	Kupuj	35,60	2008-11-14
ASBIS	Trzymaj	3,70	2008-11-18
BUDIMEX	Kupuj	80,00	2008-11-25
BZWBK	Zawieszona		2009-01-06
CIECH	Trzymaj	34,20	2008-11-26
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	15,80	2008-11-26
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	225,90	2008-11-25
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Kupuj	31,90	2008-11-25
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2008-11-28
HANDLOWY	Zawieszona		2009-01-06
ING BSK	Zawieszona		2009-01-06
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Kupuj	49,20	2008-11-27
KOMPUTRONIK	Akumuluj	33,90	2008-12-02
KREDYT BANK	Zawieszona		2009-01-06
LOTOS	Kupuj	29,40	2008-11-25
MILLENNIUM	Zawieszona		2009-01-06
MONDI	Kupuj	54,20	2008-10-31
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	68,90	2008-11-25
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-06
PBG	Akumuluj	219,40	2008-11-25
PEKAO	Zawieszona		2009-01-06
PGNiG	Akumuluj	3,94	2008-11-18
PKN ORLEN	Kupuj	39,30	2008-11-20
PKO BP	Zawieszona		2009-01-06
POLICE	Trzymaj	8,00	2008-11-27
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	4,10	2008-11-25
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	20,50	2009-01-06
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2008-11-25
TVN	Trzymaj	13,00	2008-11-12
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	76,30	2008-11-25
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	68,40	2008-10-31

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
WSiP	Kupuj	Kupuj	18,90	2008-12-09

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZWBK	Zawieszona	Akumuluj	155,80	2009-01-06
HANDLOWY	Zawieszona	Kupuj	78,20	2009-01-06
ING BSK	Zawieszona	Kupuj	554,00	2009-01-06
KREDYT BANK	Zawieszona	Trzymaj	12,20	2009-01-06
MILLENNIUM	Zawieszona	Trzymaj	5,49	2009-01-06
NOBLE BANK	Zawieszona	Akumuluj	7,59	2009-01-06
PEKAO	Zawieszona	Trzymaj	136,20	2009-01-06
PKO BP	Zawieszona	Trzymaj	37,20	2009-01-06
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	Akumuluj	20,50	2009-01-06

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	0	9	5	15	0	0	0	2	6
procent	0,0%	0,0%	31,0%	17,2%	51,7%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	75,0%

Sektor finansowy

Pengab, wskaźnik koniunktury bankowej znów rekordowo niski

W grudniu wartość wskaźnika koniunktury bankowej Pengab spadła z 24,2 do 21,1 pkt. Za pogorszenie wskaźnika odpowiada warstwa prognostyczna. W ciągu miesiąca ankietowani bankowcy zmienili swoje oczekiwania dotyczące siły złotego. Według średnich przewidywań, na koniec roku euro kosztować będzie 3,86 PLN, zaś dolar 3,03 PLN, podczas gdy miesiąc wcześniej sądzili, że będzie to odpowiednio 3,65 PLN i 2,81 PLN. Osłabienie koniunktury już widać. Bankowcy borykają się z problemami przedsiębiorstw ze spłatą zobowiązań z tytułu wystawianych opcji walutowych, centrale zaostrzają kryteria udzielania kredytów, a każdy pracownik banku potrafi policzyć, że depozyt, który sprzedaje jest znacznie powyżej WIBOR-u. Trudno o optymizm. Uważamy, że przyszły rok przyniesie dalszy spadek wskaźnika Pengab. Średni poziom wskaźnika w całym 2008 roku wyniósł nieco ponad 33,5 pkt. i był o 4,6 pkt. niższy niż w 2007 roku.

Spadek ilości udzielonych kredytów w październiku 2008

W październiku spadła ilość udzielanych kredytów hipotecznych. Stan zadłużenia z tego tytułu osiągnął na koniec października 189,68 mld PLN. Prezes ZBP uważa, że sytuacja na rynku kredytowym w 2009 roku będzie zależała od dwóch czynników: sytuacji makroekonomicznej i dostępu banków do źródeł finansowania, przy czym finansowanie jest kwestią zasadniczą. Powody są dość ogólne i powszechnie znane. Uważamy, że październik był dopiero namiastką przyszłego roku jeśli chodzi o skalę spadku ilości i wartości kredytów udzielanych w bankach. W październiku na sprzedaż banków wliczały się kredyty przyznane w poprzednim miesiącu, uruchamiane transze kredytów na odbiór i budowę domów. W ciągu kwartału powinny zakończyć się uruchomienia wcześniej przyznaczonych linii kredytowych na zakup mieszkań na rynku wtórnym, a uruchomienia transz na budowę domów, czy kolejne płatności na rzecz deweloperów również będą spadać. Podtrzymujemy założenie spadku poziomu sprzedaży kredytów hipotecznych w tym roku o około połowę w relacji do poprzedniego. Dodatkowym istotnym czynnikiem jest również znaczne zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki.

Straty na opcjach nie zagrażą stabilności systemu bankowego – KNF

Według raportu KNF na temat opcji, straty banków z tytułu pogorszenia się sytuacji finansowej klienta, który odnotował istotne straty na opcjach nie przekroczą 550 - 825 mln PLN w sektorze bankowym. Negatywna wycena opcji na dzień sporządzenia przez KNF wyceny szacowana była na 5,5 mld PLN. Byłoby to aktualne przy utrzymaniu się kursów walutowych z czasu analizy regulatora. KNF podał, że nie zagraża to stabilności systemu bankowego w Polsce. Jednocześnie poinformował, że 99 spółek giełdowych posiadało tego typu instrumenty, z czego 35 odnotowało już straty z tytułu rozliczenia tego typu instrumentów na łączną kwotę 155 mln PLN. Negatywna wycena tego typu instrumentów sięga 5,5 mld PLN przy kursach walutowych, dla których KNF sporządzał raport. Jednak nie jest to pełna skala strat jakie poniosą przedsiębiorstwa. Wiele z nich będzie beneficjentem wyższych przychodów (ze względu na wyższy kurs EUR/PLN). Oczekiwaliśmy większego zagrożenia stratami w bankach. Szacowane straty dla banków są dość istotne z punktu widzenia kwartalnych wyników, jednak oznacza to tylko słabsze wyniki w jednym kwartale. Biorąc pod uwagę, że kwota ta podzielona jest na kilka banków, to żaden bank nie powinien odnotować straty w 4Q08.

Depozyty w listopadzie

W listopadzie portfel depozytów wyniósł 549 mld PLN i był o 19,5% wyższy R/R (+2,3% m/m). depozyty gospodarstw domowych wynosiły na koniec listopada 315,2 mld PLN i były wyższe o 24,9% R/R o 2,4% m/m (wzrost aż o 7,4 mln PLN w ciągu miesiąca). Z kolei depozyty przedsiębiorstw wyniosły 143,6 mld PLN, co oznacza wzrost zaledwie o 2,3% R/R i 0,9% m/m (+1,2 mld PLN). Wartość depozytów ogółem zwiększyła się o 12,4 mld PLN. Po części jest to efekt osłabienia PLN i wzrostu lokat denominowanych w walutach obcych. Po wyłączeniu wkładów walutowych depozyty zwiększyły się o 10,8 mld PLN. Środki funduszy ubezpieczeń społecznych zwiększyły się z kolei o 2,7 mld PLN przez wcześniejszą niż zwykle dotację. Dobre wyniki, które wskazują, że ofensywa banków w kierunku depozytów zaczyna przynosić efekty. Trzeba mieć na uwadze, że pozyskane w ten sposób środki są wysoko – oprocentowane, co oznacza, że banki będą miały niższe marże odsetkowe.

Wojna depozytowa to była promocja?

Parkiet pisze, że wojna depozytowa, o której pisały gazety, w efekcie była tylko promocją banków, chcących pozyskać i utrzymać dotychczasowych klientów. W efekcie bank może pozwolić sobie na zwiększenie oprocentowania na lokatach 3 – miesięcznych po to aby pozyskać klienta. W przyszłości oferty ośmio – i dziewięcioprocentowe będą nieosiągalne. Zgadzamy się, że nie będą osiągalne, gdyż spadną rynkowe stopy procentowe. Wojna depozytowa na pewno „banków nie wykrwawi”, jak pisały niektóre media, ale na pewno wpłynie negatywnie na ich marżę odsetkową. A głównym zagrożeniem płynącym z wysokooprocentowanych lokat było nie to jak wysoko są oprocentowane, ale że oferta ta przekraczała bieżący WIBOR. Wojna depozy-

towa jest obrazem jeszcze jednego zjawiska – drogiego pieniądza na rynku międzybankowym. Uważamy, że oferty depozytów spadną w przyszłym roku, jednak spread depozytowy i tak ulegnie zawężeniu, nie tylko z powodu wycofania bardzo atrakcyjnych dla klientów ofert depozytów, ale również z powodu bardzo dużego oczekiwanego spadku rynkowych stóp procentowych.

Kredyty w listopadzie

Kredyty gospodarstw domowych wzrosły o 37,9% R/R (na koniec października tempo wzrostu wynosiło 40,5% R/R). Tempo wzrostu to m.in. efekt osłabienia PLN. Poziom kredytów dla gospodarstw domowych zwiększył się w listopadzie o 2,5 mld PLN. Wzrost wartości kredytów dla firm w listopadzie o 4,7 mld PLN (26,5% R/R) ekonomiści tłumaczą większym wykorzystaniem otwartych linii kredytowych. Spodziewają się też stopniowego wyhamowywania akcji kredytowej w kolejnych miesiącach. W listopadzie zmniejszyła się różnica między wartością kredytów i depozytów w sektorze bankowym. Wyniosła 69,1 mld PLN wobec 75,2 mld PLN miesiąc wcześniej. Kredyty ogółem sięgnęły 618,5 mld PLN. Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 112%. W dalszym ciągu banki mają większe portfele kredytów niż depozytów. Uważamy jednak, że taka sytuacja może się zmienić. Obecnie banki istotnie zaostrzyły kryteria udzielania kredytów chcąc ograniczyć akcję kredytową. Jednocześnie promują depozyty, co w parze z awersją do ryzyka gospodarstw domowych, spadającymi rynkowymi stopami procentowymi, przekłada się na wzrost stopy oszczędzania.

Przyrost portfela kredytów hipotecznych

Kredyty na nieruchomości gospodarstw domowych wynosiły na koniec listopada 177,3 mld PLN i były zaledwie o 616,3 mln PLN wyższe niż na koniec października. Kredyty w PLN wzrosły o 633,5 mln PLN, podczas gdy portfel kredytów walutowych spadł o 17,2 mln PLN. Jest to efekt osłabienia franka (o 2%) w listopadzie. W stałym kursie walutowym przybliżony przyrost portfela to niespełna 3,6 mld PLN. Jest to mniej niż w poprzednich miesiącach, kiedy portfel rósł o ponad 4 mld PLN. Nominalny spadek portfela kredytów walutowych to również konsekwencja zmiany polityki kredytowej. Banki wycofały w październiku znaczną część podaży kredytów walutowych. Stąd też wzrost popularności kredytów złotówkowych.

KNF przyjął Rekomendację SII

Zgodnie z doniesieniami, KNF przyjął nowelizację Rekomendacji S. Wprowadza ona dodatkowe, w stosunku do Rekomendacji S, zalecenia dotyczące informowania klientów o spreadzie walutowym, obciążeniach oraz ryzyku związanym z istnieniem różnic między kursem sprzedaży a kursem kupna walut obcych przed zawarciem oraz w trakcie trwania umowy o kredyt, w przypadku kredytów udzielnych w walucie obcej lub indeksowanych kursem waluty obcej. Zgodnie z nowymi zaleceniami bank powinien umożliwić klientowi na jego wniosek spłatę rat w walucie indeksacyjnej przy kredycie indeksowanym kursem waluty obcej (zmiana sposobu spłaty powinna dotyczyć wszystkich rat od daty zmiany umowy, co oznacza, że może być dokonana tylko jeden raz w trakcie trwania umowy). Czekamy na Rekomendację T, która wprowadzi maksymalny poziom LTV dla kredytów walutowych. Nowelizacja rekomendacji S będzie nieznacznym wzrostem kosztów dla banków (z powodu konieczności uruchomienia procedur informowania) oraz zwiększy świadomość klientów banków nt. całkowitych kosztów spłacanego kredytu.

Rekomendacja T – zarys planowanych rozwiązań

W rekomendacji odniesiono się do ogólnych zasad ostrożności, które powinny być stosowane przez banki przy ocenie zdolności kredytowej przyszłego kredytobiorcy. Najważniejszymi zmianami w zakresie regulacji jest wprowadzenie maksymalnego poziomu obciążenia dochodu rozporządzalnego gospodarstwa domowego ratami kredytowymi na poziomie 50%. Jednocześnie w rekomendacji zawarto zapis, że bufor bezpieczeństwa dla kredytów denominowanych w walutach innych niż dochodowy gospodarstwa lub waluty, w którym wyceniane jest zabezpieczenie i związanych z tym wahań wyceny zabezpieczenia powinien wynosić 10% LTV dla kredytów o duracji poniżej 5 lat, oraz 20% dla kredytów o dłuższym terminie zapadalności. Nie wprowadzono takich zaleceń dla kredytów złotówkowych. Banki są obecnie zdecydowanie bardziej restrykcyjne w zakresie wymaganego wkładu własnego niż zalecenia KNF. Dodatkowo ostatnia weryfikacja procesu badania zdolności kredytowej znacznie zaostrzyła wymogi w stosunku do klienta w bankach. Uważamy, że regulacja ustanawiająca górny limit na poziomie 50% dochodów (wszystkich rat w sumie) wyeliminuje z gry bardzo agresywne banki, a pozostawi te, które rozsądnie podchodzą do analizy kredytowej.

BIK wydał 1,42 mln raportów kredytowych w XI'08

Jest to o 5% więcej niż w listopadzie 2007, ale aż o 21% mniej niż w październiku 2008. Narastając od początku 2008 roku BIK wydał prawie 17,5 mln raportów, o 31% niż w 2007. Idzie o osłabienie, które widać już przy porównaniach z miesiąca na miesiąc. Uważamy, że za wyjątkiem grudniowych statystyk (duża ilość niewielkich pożyczek gotówkowych) trend w zakresie liczby wydawanych raportów będzie spadkowy.

Sprzedaż kredytów mieszkaniowych w 2008 roku 65 – 68 mld PLN

Prezes ZBP podtrzymał prognozy związku zakładające sprzedaż 65 – 68 mld PLN kredytów hipotecznych w 2008 roku. Po trzech kwartałach 2008 wartość udzielonych kredytów wzrosła o 8%. Zdaniem Pietraszkiewicza w czwartym kwartale tego roku nastąpi niewielki spadek liczby udzielanych kredytów. Prezes ZBP zakłada, że w 2009 roku nastąpi dalszy spadek tempa przyrostu kredytów. Prezes związku powiedział, że kilkunastoprocentowy spadek poziomu sprzedaży w 2009 roku postrzegałby jako świetny wynik. Uważamy, że skala spadku będzie znacznie silniejsza. Oczekujemy spadku poziomu sprzedaży o ponad 50%.

W XI udział kredytów w PLN wzrósł do 43 proc. z 13 proc. w X – Expander

W strukturze walutowej wniosków o kredyt hipoteczny wysłanych do banków przez Expandera udział kredytów w złotych wzrósł w listopadzie do 43% z 13% w październiku. We wrześniu wnioski kredytowe w PLN stanowiły tylko 5% wysłanych do banków wniosków netto. Expander podał, że w 1Q08 roku wysłał do banków wnioski kredytowe o wartości 1,3 mld PLN, w 2Q08 za 1,6 mld PLN, a w 3Q08 1,5 mld PLN. Obok oczekiwanego spadku wartości wniosków wysyłanych do banków oczekujemy również weryfikacji polityki kredytowej i większej skali odrzuconych wniosków. W bieżącym roku liczba wniosków o kredyt denominowane w CHF będzie niewielka. Być może na rynku pojawią się innego rodzaju kredyty walutowe, np. w EUR, jednak oczekujemy znacznego spadku poziomu sprzedaży.

Zdolność kredytowa Polaków spadła w ciągu roku

Dostępność kredytu mieszkaniowego zmniejszyła się w ostatnim roku radykalnie, choć płace wzrosły o prawie 10%. Najgorzej obecnie wygląda dostępność kredytów we frankach szwajcarskich. Przeciętna 4-osobowa rodzina, której dochód miesięczny wynosi 3,5 tys. PLN (bez żadnych obciążeń), największy kredyt złotowy dostanie obecnie w banku Pekao. Może tam pożyczyć 298 tys. PLN. W ostatnim roku ten bank tylko minimalnie zaostrzył zasady obliczania zdolności kredytowej przy kredytach złotych. Jeśli chodzi o kredyty we frankach, to najwięcej można teraz dostać w Eurobanku - 203,1 tys. PLN. Najbardziej restrykcyjny przy obliczaniu zdolności kredytowej jest obecnie mBank. Dotyczy to zarówno kredytów w polskiej, jak i szwajcarskiej walucie. W mBanku nasza rodzina otrzyma maksymalnie 145 tys. PLN w wypadku kredytu w PLN i 120 tys. PLN przy kredytach w CHF. W ciągu ostatniego roku średnia wartość środków dostępnych w bankach dla przeciętnej rodziny zmniejszyła się o 27% w wypadku kredytów złotych i aż o 42% w wypadku pożyczki w szwajcarskiej walucie. Innymi słowy, aby zachować zdolność kredytową z 2007 roku, przeciętny Kowalski powinien teraz zarabiać o około 1/3 więcej. W oczekiwaniu na gorszą koniunkturę oraz w związku z kwestią płynności (wskaźnik kredyty/depozyty ponad 100%), banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów. Pokazuje to konserwatywne podejście banków w obawie o pogorszenie się sytuacji finansowej klienta. Ryzyko powstania NPL rodzi się przy kredytobiorcach, którzy zaciągnęli kredyt w ciągu ostatnich kilku lat, a nie nowych kredytobiorców. Na spadek zdolności kredytowej w ciągu ostatniego roku ma również wpływ wzrost rynkowych stóp procentowych, co wpływa na wysokość raty klienta. Podwyżki stóp w Polsce automatycznie wpływają na zdolność kredytową w CHF, gdyż aby dostać ten kredyt, zdolność kredytową musi stanowić 120% zdolność w kredycie PLN.

Jakość portfela kredytów hipotecznych

Portfel kredytów hipotecznych gospodarstw domowych charakteryzuje się bardzo dobrą jakością. Według InfoMonitora BIG tylko 0,88% kredytobiorców ma opóźnienie w spłacie raty powyżej miesiąca. Wynika to jednak m.in. z bardzo szybkiego wzrostu portfela tych kredytów w ostatnich latach. W portfelach bankowych dominują młode kredyty, które są obsługiwane najlepiej. Analitycy wskazują, że problem ze spłatą zaczyna się zazwyczaj w 4. lub 5. roku spłaty. Autorzy raportu zwracają uwagę, że w ostatnich tygodniach wyraźnie wzrosła liczba zapytań kierowanych przez banki do BIK. Ich zdaniem jest to efekt tego, że przybywa osób, które równocześnie starają się o kredyt w kilku bankach. To potwierdza, że banki zaostrzają kryteria udzielania kredytów. Z raportu wynika też, że liczba osób, które zalegają z płatnościami 60 dni lub dłużej, przekroczyła 1,26 mln. Łączna wartość ich spóźnionych należności wynikających z niespłaconych kredytów, rat leasingowych i opłat za inne usługi to 8,12 mld PLN. Rok wcześniej było to 5,6 mld PLN. Czekamy na pogorszenie jakości portfela kredytów. Uważamy, że wraz z osłabieniem koniunktury makroekonomicznej i groźbą utraty pracy przez część kredytobiorców, mogą pojawić się straty na portfelu kredytowym. Uważamy jednocześnie, że kredyty hipoteczne, będą charakteryzowały się najlepszym wskaźnikiem jakości aktywów (choć tutaj również oczekujemy wzrostu liczby niespłaconych kredytów). Klienci będą starali się spłacić swoje zobowiązania, najpierw kosztem wydatków konsumpcyjnych, potem kosztem innych należności kredytowych.

Pakiet rozwiązań ZBP

ZBP w odpowiedzi na zawirowania na rynkach finansowych stworzył pakiet rozwiązań, które zdaniem związku umożliwiłyby dalszy rozwój budownictwa mieszkaniowego oraz utrzymywały płynność finansową banków. ZBP opowiada się między innymi za objęciem nadzorem wszystkich instytucji finansowych i obniżeniem rezerwy obowiązkowej od środków uzyskiwanych przez polskie banki od ich zagranicznych właścicieli. Bankowcy proponują także eliminację "podatku Belki" dla lokat powyżej 1 roku i od zysków z długotermych inwestycji kapitałowych. ZBP propo-

nuje także wprowadzenie gwarancji na pożyczki międzybankowe, zmiany w opodatkowaniu m.in. transakcji repo i sekurytyzacji. Część pomysłów przewija się w wypowiedziach prezesów polskich banków już od jakiegoś czasu. Zgadza się z większością z nich. Nowym pomysłem jest utworzenie funduszu gwarancyjnego, który miałby okresowo gwarantować spłatę kredytów hipotecznych w sytuacji niesprzyjających warunków makroekonomicznych. Nie znamy szerszego kontekstu tej propozycji, jednak wydaje się dość ryzykowna. Jeśli na fundusz miałyby zrzucać się banki, to koszty zostaną odzwierciedlone w marżach kredytowych. Dodatkowo uważamy, że nie gwarancja spłaty jest obecnie największym problemem, a dostęp do środków, dzięki którym banki mogłyby kontynuować akcję kredytową.

Wyniki banków po 3Q08

Wynik finansowy brutto wzrósł do 15,43 mld PLN, a wynik netto do 12,66 mld PLN wobec odpowiednio 12,89 mld PLN i 10,49 mld PLN rok wcześniej. Zysk brutto wzrósł o 19,2% R/R, a zysk netto o 20% R/R. Wynik z działalności bankowej wyniósł 36,88 mld PLN i był wyższy o 20,1% w skali roku. Koszty działania banków wzrosły o 16,3% rok do roku do 17,92 mld PLN po trzech kwartałach 2008. Wynik z działalności operacyjnej sięgnął 15,43 mld PLN, co oznacza wzrost o 19,7% w skali roku. GUS podał, że wskaźniki rentowności obrotu brutto i netto sektora bankowego po trzech kwartałach 2008 były wyraźnie niższe w porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku (odpowiednio 11,8% i 9,7% wobec 14,9% i 12,1%), bowiem w ujęciu ogółem przyrost już okres świetnej koniunktury. Jednak widać w wynikach pierwsze sygnały jej osłabienia tj. spadek wskaźników rentowności.

Redukcja planów rozwoju sieci?

Parkiet twierdzi, że w 3Q08 na nowo otwarty oddział bankowy przypadało 2500 klientów. To więcej niż w wyliczeniach gazety za 1H08 (2360 klientów). Nowi gracze widzą szansę w startowaniu w okresie słabej koniunktury. Mogą poczekać z otwieraniem kolejnych placówek w oczekiwaniu na spadek czynszów. Istniejący duzi gracze mogą bowiem zdecydować się na ograniczenie planów rozwoju. Naszym zdaniem wszystkie banki, które miały w planach poszerzenie sieci ograniczą je w bieżącym roku. Ze względu na proces otwierania placówki (lokalizację trzeba zarezerwować nawet kilka kwartałów wcześniej) otwarte zostaną tylko te, które na obecną chwilę zostały zarezerwowane.

Sytuacja sektora bankowego stabilna, konieczne wzmocnienie kapitałów – KNF

KNF ocenia, że sytuacja sektora bankowego pozostaje relatywnie korzystna i stabilna, jednak zwraca uwagę na konieczność weryfikacji zarządzania ryzykiem i jego dostosowanie do aktualnych warunków rynkowych, jak również konieczność dalszego wzmocnienia kapitałów. Zwraca również uwagę na konieczność dostosowania poziomu aktywów płynnych do specyfiki działania poszczególnych banków przy uwzględnieniu sytuacji panującej na rynku finansowym. We wnioskach Komisja ocenia, że należy podjąć działania zmierzające do pozyskania stabilnych, długoterminowych źródeł finansowania działalności. Obecnie sytuacja sektora jest dobra, ale należy oczekiwać pogorszenia koniunktury i spadku wyników banków od 4Q08 i w całym 2009 roku.

Rynek kredytów samochodowych

Zdaniem prezesa Toyota Bank Polska nie grozi nam załamanie na rynku kredytów samochodowych. Rynek nowych samochodów będzie w przyszłym roku wciąż rósł, ale w tempie jednocyfrowym. Można było tego oczekiwać. Oczekujemy spadku bieżącej sprzedaży kredytów samochodowych w przyszłym roku w relacji do bieżącego. Dalej jednak będzie generowało to wzrost portfela kredytów, gdyż zazwyczaj klienci spłacają kredyt samochodowy dłużej niż rok.

Karty płatnicze

Wg NBP liczba kart płatniczych w polskim sektorze bankowym wyniosła na koniec 3Q08 29,2 mln i była o 12,6% wyższa R/R. Pod tym względem dynamika jest zgodna z dotychczasowym rozwojem rynku w tempie 10- 20% rocznie. Jednak powoli widoczne jest wyhamowywanie segmentu kart kredytowych. Ich liczba sięgnęła 8,9 mln sztuk na koniec 3Q08 i była o 19% wyższa R/R. Po raz pierwszy od 2000 roku tempo przyrostu kart kredytowych jest niższe niż 20% R/R. Naszym zdaniem trend się utrwali. Banki wydały w ostatnich latach bardzo dużo tego typu kart, obecnie będą chciały wykorzystać pozyskaną w ten sposób bazę klientówką do wzrostu aktywności posiadaczy kart kredytowych. Wpłynie to na wzrost obrotu w transakcjach bezgotówkowych. W przyszłym roku, to opłaty za obsługę rachunków oraz transakcyjność klientów będą jedną z niewielu pozycji wzrostowych w wyniku przewidywanym sektora bankowego.

Allianz Bank Polska chce mieć w ciągu 5 lat 0,5 mln klientów

Bank chce w ciągu pięciu lat pozyskać pół miliona klientów. Bank zdecydował, że kredyty hipoteczne zacznie oferować w 1Q09. Czekamy na start. Cel pozyskania 100 tys. klientów w ciągu roku, biorąc pod uwagę fakt, że Allianz ma na polskim rynku markę rozpoznawalną w segmencie finansowym wydaje się realny.

HSBC rośnie w segmencie korporacyjnym

Oferta banku skierowana jest do firm działających na terenie Polski, ale również takich, które chcą prowadzić operacje za granicą. Bank dopiero buduje pozycję rynkową. Obsługuje obecnie 700 firm (poniżej 1% udziałów w rynku). Bank zajmuje się bankowością korporacyjną 2 lata, a w tym roku wszedł w segment MSP. Strategia przewiduje pozyskanie kilku procent udziałów w tym rynku do 2012 roku. Wygląda na to, że mimo spowolnienia, konkurencja nie zamierza dać chwili odpoczynku. Banki muszą zatem ostrożnie dalej się rozwijać i umacniać pozycję rynkową, aby nie oddać udziałów na rzecz nowych graczy.

Skarb Państwa nie sprzedaje BGŻ w tym roku

Rozmowy resortu skarbu i Holendrów trwają, ale na pewno nie zakończą się w 2008 roku. Z informacji „Rz” wynika, że obie strony wrócą do negocjacji na początku 2009. Rabobank złożył w wakacje ofertę kupna całego pakietu akcji BGŻ, który posiada Skarb Państwa (37,28% akcji banku). Holendrzy mają obecnie 59,35% akcji banku. czekamy na finał negocjacji. Uważamy, że bardziej prawdopodobne jest nabycie udziałów Skarbu Państwa przez Rabobank, niż debiut giełdowy, na którym wcześniej opierało się wyjście SP z inwestycji.

Problemy z gwarancjami dla przedsiębiorstw?

BGK ma zwiększyć dostępność kredytów dla firm dzięki gwarancjom. Nie wiadomo czy uda się przyspieszyć ich wydawanie i czy będzie co gwarantować. Według części przedsiębiorców procedura przyznania poręczenia jest zbyt skomplikowana dla najmniejszych firm. Z informacji, jakie do nich docierają, wynika, że niewiele ma się w tej sprawie zmienić. Wątpliwości budzi także przygotowanie BGK do przeprowadzenia całej operacji. Analitycy zwracają uwagę na to, że sektor MSP jest traktowany przez banki komercyjne jako ryzykowny, bo obszar biznesowy często jest mało przejrzysty. A przygotowanie całej infrastruktury do oceny ryzyka może zająć kilka miesięcy, co w efekcie będzie oznaczać, że program ruszy dopiero w drugiej połowie 2009. Problemem bardzo ostrożnego podejścia banków do przedsiębiorców nie jest tylko oczekiwanie na spowolnienie, ale również ograniczanie akcji kredytowej ze względu na brak środków na jej finansowanie. Uważamy, że planowane wprowadzenie gwarancji nie zmieni istotnie sytuacji na rynku, a jedynie zwiększy spektrum możliwości przedsiębiorstw.

ZBP chce zmian w ustawie o sekurytyzacji i listach zastawnych

ZBP chce aby wszystkie banki miały możliwość emitowania listów zastawnych. Chce również zmian podatkowych, które obecnie blokują ich rozwój. Proponowane zmiany mają w najbliższym czasie trafić do KNF do konsultacji. Naszym zdaniem jest to poszerzenie spektrum działania banków, jednak w obecnej sytuacji takie ułatwienia nie znalazłyby poparcia na rynku. Nie wiemy jakie propozycje wyśle ZBP do KNF. Przy zmianach w tym zakresie powinny zostać utrzymane standardy, które nie pozwolą na masowy rozwój aktywów finansowych zabezpieczonych na spłacanych kredytach (w tym głównie hipotecznych).

Gwałtowne hamowanie kredytowania?

Zdaniem prezesa firmy doradczej Capital Strategy, Polsce grozi gwałtowne hamowanie nie mające uzasadnienia w realnej sytuacji gospodarczej. Jego zdaniem, zagrożenie to jest związane z tym, że dwie trzecie aktywów polskich banków należy do międzynarodowych grup bankowych, które mają swoje centrale w krajach znajdujących się w centrum kryzysu. W opinii Kawałca, sytuację Polski dodatkowo pogarsza zła sytuacja gospodarek państw sąsiednich - Ukrainy, Węgier czy Łotwy. Uważamy, że Polsce grozi hamowanie, jednak nie zgadzamy się z argumentacją. Uważamy, że ograniczanie akcji kredytowej następuje z dwóch powodów: oczekiwanego spowolnienia gospodarczego co przekłada się na większą ostrożność banków w analizie kredytowej, ale przede wszystkim z powodu okresowego braku zaufania na rynku międzybankowym. Jeśli bank zmuszony jest płacić za depozyt powyżej stawek WIBOR, to udzielanie kredytu w oparciu o WIBOR jest nieopłacalne. Dodatkowo wysoka marża również ogranicza popyt na kredyt. Sytuacja inwestorów strategicznych ma oczywiście wpływ na działalność banków w Polsce, jednak nie jest decydującym elementem w decyzjach o akcji kredytowej.

Słabnący private banking

Jeszcze na początku 2008 r. bankowcy szacowali, że rynek private banking będzie rozwijał się w tempie 30 – 40% rocznie. Według szacunków IBnGR w Polsce jest ponad 100 tys. osób, które dysponują płynnymi aktywami w wysokości 0,5 mln PLN. Kryzys finansowy i załamanie na rynku akcji, doprowadziły do spadku tempa wzrostu środków powierzanych przez klientów o połowę. Spowolnienie gospodarcze oraz kryzys finansowy dotknie raczej wszystkie sfery gospodarki, więc trudno oczekiwać, aby nie ucierpiał na tym segment obsługi najbogatszych klientów w bankach.

Kredyty dla firm – źródło wysycha

Banki bardzo mocno zaostrzają kryteria udzielania kredytów. Wstrzymują też decyzje w oczekiwaniu na nowe wytyczne polityki kredytowej. Zbliża się czas rolowania krótkoterminowych kredytów. Nie wszystkie firmy uzyskają tą samą kwotę kredytu. Z pewnością podwyższona zostanie marża. Według Kolaja & Partners banki nie zrolują około 40 mld PLN kredytów, a około 98

mld PLN ma zapadalność w przeciągu najbliższych 12 miesięcy. Naszym zdaniem portfel pozostanie płaski w relacji do końca 2008 roku. Oznacza to jednak, że część długu nie zostanie zrolowana, tzn. zmniejszy się akcja kredytowa w przyszłym roku. Bardzo trudno będzie pozyskać finansowanie nowych projektów inwestycyjnych, a banki skupią się na skutecznym zarządzaniu ryzykiem na już istniejącym portfelu kredytowym.

Alior Bank ma 30 tys. klientów

Działający od listopada Alior Bank ma ponad 30 tys. klientów, zebrał 450 mln PLN depozytów i udzielił 100 mln PLN kredytów. Bank może zdecydować się na szybszy rozwój sieci oddziałów. W wolumenie udzielonych kredytów dominują kredyty dla małych i średnich firm oraz pożyczki gotówkowe, a w depozytach lokaty terminowe. Do końca 2008 roku bank chce mieć 81 placówek, a w pierwszej połowie stycznia ich liczba wzrosnąć ma do 94. Obecny plan zakłada, że Alior Bank otworzy 200 oddziałów do końca 2010 roku. Po ewentualnej zmianie strategii 200 placówek ma być otwarte do końca 2009 roku. Zgodnie z wcześniejszymi informacjami Alior Bank do 2012 roku chce mieć 2-4% udziału w rynku, milion klientów, 100 mln EUR zysku netto i 300 mln EUR przychodów. Konkurencja dla banków celujących w klientów detalicznych zarabiających powyżej średniej krajowej i obsługującej małe firmy. Kampania wizerunkowa Alior Banku jest bardzo widoczna i to przynosi efekty.

Ciężkie czasy dla pośredników finansowych

Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów hipotecznych i niechęć klientów do produktów inwestycyjnych stawiają pośredników finansowych w bardzo trudnej sytuacji. Spekuluje się, że w ciągu najbliższych kilku miesięcy działalność zakończyć mogą: Goldenegg, Money Expert czy Finamo. Goldenegg już zdecydował się na głęboką restrukturyzację i zwalnianie pracowników. Przyszły rok będzie trudny dla Open Finance. Jest to jednak największy pośrednik finansowy na rynku. Z pewnością można spodziewać się restrukturyzacji, tak jak w innych spółkach branży. Kłopoty innych mogą spowodować wzrost udziałów w rynku pośredników. Oczekujemy jednak, że rynek będzie tak słaby, że Open Finance również zanotuje poważny spadek zysku w 2009 roku.

GE Money - Mniejszy wymagany wkład własny w kredytach w CHF

GE Money Bank obniżył wysokość wymaganego minimalnego wkładu własnego dla kredytów hipotecznych we frankach szwajcarskich do 20% z 35%, ponieważ ocenił, że sytuacja na rynkach finansowych się normuje. Główni gracze sektora bankowego zdecydowali się na podwyższenie wkładu własnego w reakcji na październikowe zawirowania na rynkach i kłopoty z dostępnością finansowania we frankach. Wpływ na to mogła mieć również propozycja Rekomendacji T, której treść przewiduje minimalne LTV na poziomie 80%. Banki są już w tej chwili świadome oczekiwań KNF. Wcześniej przedstawiciele komisji oraz spekulacje rynkowe wskazywały raczej na bardziej restrykcyjne zalecenia. Kredyt hipoteczny udziela się na 30 lat. W czasie spłaty produktu jeszcze kilka razy bank przejdzie przez okres spowolnienia gospodarczego. Zmiana kryteriów w przeciągu kwartału to raczej efekt znajomości oczekiwań KNF co do procedur udzielania kredytów hipotecznych w przyszłości.

Banki łagodzą wymagania kredytowe w hipotekach

Po GE Money Banku, który niespodziewanie obniżył wymagany wkład własny dla kredytów hipotecznych, także kolejne banki łagodzą warunki udzielania kredytów. Z informacji prasowych wynika, że od stycznia spadają marże kredytowe BRE Banku. Marża na kredytach we frankach szwajcarskich udzielanych przez internetowe ramię BRE - mBank - ma spaść z obecnych 3% do średnio około 2%. Z kolei specjalizujący się w kredytach hipotecznych DomBank obniżył wymagany wkład własny dla klientów starających się o kredyt złotówkowy - z 25 do 20%. Jest to reakcja na regulacje zaproponowane przez KNF (Rekomendacja S i T). Na pewno zaostrzeniu ulegnie polityka kredytowa wewnątrz banków. Jednak sytuacja, z którą mieliśmy do czynienia ostatnio, była również reakcją na kryzys zaufania. Obecnie sytuacja stabilizuje się.

BPH wywiad z prezesem – KNF chce rewizji parytetu wymiany

W związku z istotną zmianą otoczenia makroekonomicznego w relacji do okresu kiedy przygotowywano pierwotną strategię i wokół niej ustalono parytet wymiany akcji BPH i GE Money Banku, banki zdecydowały się przesunąć termin połączenia na 3Q08. Prezes J. Wancer w wywiadzie dla *Parkietu* mówi, że KNF również zwrócił się do BPH o rewizję przesłanych dokumentów. Nowe założenia biznesowe, dopasowane do obecnych realiów mogą zmienić parytet wymiany akcji. Nowe założenia zostaną przedstawione rynkowi w ciągu kilku miesięcy, po przeprowadzeniu ponownego procesu planowania. Bank planuje otwarcie znacznie mniejszej liczby placówek w 2009 roku niż pierwotnie planowano. To m.in. zostanie uwzględnione w planach. Prezes przyznaje, że opóźnienie połączenia zwiększy koszty procesu połączenia (choćby ponowienie procesu budowania planu połączenia, czy opóźnienie o pół roku osiągnięcia efektów synergii). Spowolnienie gospodarcze będzie miało wpływ na wyniki BPH, ale zdaniem prezesa raczej nie powinno być straty netto. Bank będzie miał bardzo trudne zadanie, będąc jednocześnie i w trakcie połączenia z GE Money Bankiem i w trakcie złej koniunktury. Informacja negatywna, choć uzasadniona otoczeniem makroekonomicznym. Uważamy, że strategia przedstawiona przez

oba banki we wrześniu nie miała szans na realizację w nowym otoczeniu makroekonomicznym. Dodatkowo trudno jest obecnie zweryfikować strategię ze względu na dużą zmienność na rynkach finansowych i brak konsensusu w kwestii przyszłorocznego wzrostu gospodarki. Jednak dla inwestorów mniejszościowych BPH oznacza to kolejne kwartały oczekiwania na rozwiązanie sytuacji i finalizację wszystkich procesów związanych ze zmianami właścicielskimi w BPH. Dodatkowo przestaje obowiązywać cena po której GEMB ogłosił wezwanie na akcje BPH. W wezwaniu na 0,1% akcji BPH z lipca 2008 cena wynosiła 89,02 PLN/akcję. Jeśli przekroczenie progu 66% udziałów nastąpiłoby w ciągu roku od ostatecznego nabywania przez GEMB akcji BPH, to wezwanie na pozostałe akcje musiałoby zostać ogłoszone po cenie nie niższej niż cena ostatniego nabycia lub średnia z sześciu miesięcy notowań poprzedzających wezwanie. W przypadku połączenia po upływie roku od ostatniego wezwania obowiązek wezwania po 89,02 PLN/akcję wygasa. GE mogłoby ogłosić wezwanie, ale po średniej z sześciu miesięcy, a ta znacznie odbiega od warunków na jakich GEMB przejęło udziały w BPH. Dodatkowo nie można mieć gwarancji, że GE ogłosi wezwanie i korzystając z luk prawnych stwierdzi, że taka konieczność nie istnieje.

BPH GE Money Bank miał 35,5 mln PLN zysku w 3Q08

Po trzech kwartałach 2008 odnotował zysk netto w wysokości 255,5 mln PLN, a w samym 3Q08 35,5 mln PLN. Zgodnie z tymi danymi po pierwszym półroczu zysk netto banku wyniósł 220,1 mln PLN, podczas gdy rok wcześniej 224,4 mln PLN. Wynik z tytułu odsetek po III kwartałach wyniósł 620,9 mln PLN, natomiast wynik z tytułu prowizji 239,6 mln PLN. Odpisy na utratę wartości wyniosły minus 122,4 mln PLN. Suma bilansowa GE Money Banku wzrosła na koniec trzeciego kwartału do 20,2 mld PLN, z 18,6 mld PLN na koniec pierwszego półrocza. W 3Q08 wartość portfela kredytów netto wzrosła o 9,6%, osiągając na koniec września 17,9 mld PLN, do czego, jak podał bank, przyczynił się przede wszystkim wzrost wolumenu sprzedaży kredytów ratalnych, gotówkowych oraz wzrost wolumenu sprzedaży i wykorzystania limitów w kartach kredytowych. W 3Q08 GE Money Bank wydał 120 tys. kart kredytowych, dzięki czemu łączna liczba kart kredytowych wydanych przez bank na koniec września wyniosła 1,35 mln.

BPH Umowa konsultingowa

BPH podpisał z GE Consumer Finance International Holdings umowę consultingową tzw. Master Service Agreement regulującą współpracę BPH z GE Consumer Finance. Przedmiotem umowy jest świadczenie przez GE Consumer Finance usług konsultingowych na rzecz Banku BPH w różnych obszarach działalności (takich m.in. jak: rachunkowość i finanse, zasoby ludzkie, bezpieczeństwo, ryzyko, technologie informatyczne, public relations, audyt wewnętrzny). Umowa została zawarta na okres pięciu lat, z możliwością jej automatycznego przedłużenia, o ile nie zostanie wypowiedziana przez jedną ze stron z zachowaniem sześciomiesięcznego terminu wypowiedzenia. Koszty związane z realizacją MSA na koniec 2008r. szacowane są na kwotę około 750 tys. EUR, zaś koszty na 2009 rok na około 6 mln EUR. Są to wartości jedynie szacunkowe, a rzeczywiste koszty mogą okazać się niższe, ponieważ raz do roku zrealizowany zakres usług będzie poddany ocenie zewnętrznego, niezależnego analityka. Potrzeba zawarcia MSA wynika z czynników mających swoje podłoże w specyficznej sytuacji w jakiej znalazł się Bank BPH. Jako podmiot, który w dniu 17 czerwca 2008 r. stał się członkiem General Electric Company, Bank zobowiązany jest sprostać wymogom inwestora strategicznego i dążyć do unifikacji zasad działania w związku z toczącym się procesem integracji z GE Money Bankiem. Będzie to kolejny bank z silnym wpływem inwestora zagranicznego.

Getin Holding Rozwiązanie umowy sprzedaży wewnątrz grupy

Getin International i Getin Holding rozwiązały umowę sprzedaży na rzecz GI przez GH 99,9% udziałów w spółce OOO Carcade z siedzibą w Kaliningradzie. O podpisaniu umowy i toczącym się procesie spółki informowały w komunikatach z 28 lutego 2008 roku oraz 8 maja 2008 roku. GI zrezygnował z nabywania udziałów, GH wyraził na to zgodę. Nie wiemy jaka była tego przyczyna. Nie ma to znaczenia z punktu widzenia działalności całej grupy kapitałowej, jednak może wskazywać na zmianę kierunku rozwoju.

Getin Holding M. Handzlik nowym prezesem Getin Banku

Od stycznia L. Dowbaj przestanie być prezesem Getin Banku. Zastąpi go M. Handzlik. Od miesiąca jest wiceprezesem tego banku. Nowy prezes chce zmienić GB w bank uniwersalny. Nowy prezes chce zastąpić przychody z walutowych kredytów hipotecznych przychodami z kredytów gotówkowych. Chce również zmienić relację kredyty/depozyty w banku. Obecnie GB pozyskuje około 50 mln PLN depozytów dziennie. M. Handzlik posiada duże doświadczenie zdobyte w największym polskim banku, PKO BP. Mimo, że PKO BP był bankiem uniwersalnym, to skupiał się przede wszystkim na detalu. Uważamy, że podobnie, choć w mniejszej skali będzie z Getin Bankiem. Sceptycznie podchodzimy jednak do planów całkowitej rekompensaty przychodów z walutowych kredytów hipotecznych, przychodami z kredytów gotówkowych. Uważamy, że w 2009 roku Getin Bank odczuje spadek wyników finansowych w ślad za całym sektorem.



BZ WBK (Zawieszona)

Cena bieżąca: 116,4 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 031,7	1 286,7	24,7%	1 612,5	25,3%	1 730,0	7,3%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,3%	3,5%		3,4%		3,1%		MC (cena bieżąca)	8 492,6
WNDB	2 365,2	2 940,6	24,3%	3 223,2	9,6%	3 338,8	3,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 084,1	1 395,2	28,7%	1 480,7	6,1%	1 417,6	-4,3%		
Zysk brutto	1 065,5	1 391,4	30,6%	1 385,9	-0,4%	1 249,0	-9,9%		
Zysk netto	758,2	954,7	25,9%	1 017,4	6,6%	930,8	-8,5%		
ROE	20,7%	23,0%		21,0%		16,4%		Zmiana ceny: 1m	14,1%
P/E	11,2	8,9		8,3		9,1		Zmiana ceny: 6m	-14,5%
P/BV	2,1	2,0		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-52,5%
D/PS	6,0	6,0		3,0		4,2		Max (52 tyg.)	244,8
Dyid (%)	5,2	5,2		2,6		3,6		Min (52 tyg.)	92,9

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walorów BZ WBK. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. W dalszym ciągu postrzegamy BZ WBK jako atrakcyjną inwestycję w sektorze bankowym.

Ostrożniej z polityką dywidendy

Prezes BZ WBK powiedział, że bank będzie "mniej hojny" jeśli chodzi o wypłatę dywidendy z zysku za 2008 rok z powodu potrzeb kapitałowych na akcję kredytową i planów ekspansji. Rozważane jest również wstrzymanie wypłaty. Należy oczekiwać ograniczenia stopy wypłaty z zysków w całym sektorze bankowym. Ma to negatywny wpływ na wycenę banków. Ma to również negatywny wpływ na wycenę BZ WBK, choć wpływ obniżenia jest mniejszy niż w innych bankach. W naszej ostatniej prognozie dla BZ WBK zakładaliśmy wzrost dywidendy z 3 PLN/akcję do 4,2 PLN/akcję. Zamierzamy zweryfikować nasze założenia. Uważamy, że bank nie wypłaci dywidendy z zysków za 2008 rok.

Dobre wyniki 4Q08

Prezes banku zapowiedział, że oczekuje bardzo dobrych wyników za 4Q08, biorąc pod uwagę otoczenie rynkowe. Zysk netto za 3Q08 wyniósł 247 mln PLN, a za 4Q08 170 mln PLN. Nasza wstępna prognoza zakłada wynik netto w 4Q08 na poziomie około 200 mln PLN. Będzie to wynik gorszy niż w 3Q08, ale ciągle znacznie lepszy niż w 4Q07, co na tle sektora można odbierać pozytywnie. Dzięki temu bank przekroczy w 2008 roku poziom 1 mld PLN zysku netto w całym roku. Jednak w kolejnym oczekujemy znacznego spadku zysku netto. Będzie to dotyczyło całego sektora bankowego.

Zamrożone pensje i etaty

Bank zamroził pensje i liczbę etatów w banków. Jest to jego odpowiedź na oczekiwane schłodzenie koniunktury. Inne banki deklarują na razie, że płace wzrosną w przyszłym roku o kilka procent. Naszym zdaniem wszystkie banki przejdą do oszczędzania. Średnia pensja nie wzrośnie mocniej niż o 5%. Niektóre banki mają potencjał do optymalizacji zatrudnienia i mogą podjąć takie działania w przyszłym roku.

Fitch umieścił ratingi banku na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym

Fitch Ratings umieścił rating podmiotu („Long-term IDR”) „A+” (pojedyncze A z plusem) i rating krótkoterminowy rating podmiotu („Short-term IDR”) „F1” dla BZ WBK na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Rating indywidualny „C” i rating wsparcia „1” zostały potwierdzone. Decyzja ratingowa odzwierciedla umieszczenie na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym ratingu podmiotu i ratingu indywidualnego dla dominującego akcjonariusza BZW BK – AIB posiadającego rating „AA-” (podwójne A z minusem). Rating podmiotu, rating krótkoterminowy i rating wsparcia dla BZ WBK odzwierciedlają bardzo wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać, gdyby było to potrzebne, od AIB. Potwierdzenie ratingu indywidualnego BZ WBK odzwierciedla jego stabilną pozycję rynkową, solidną strukturę bilansu, rentowność i płynność oraz odpowiedni poziom kapitałów. Następnym etapem rewizji ratingów inwestora strategicznego.

Więcej chętnych na AIG Bank Polska?

Rzeczpospolita pisze, że w kolejce do AIG Bank Polska jest kilku graczy nie tylko PKO BP. Jednym z nich jest BZ WBK. Oferty nie złożył natomiast ING BSK. AIG potwierdził, że prowadzi rozmowy z kilkoma podmiotami. Negocjacje lubią ciszę wokół nich, zatem inni uczestnicy mogą



nie zdecydować się na ujawnienie swojego zainteresowania. Przejęcie AIG Bank Polska przez BZ WBK umożliwiłoby szybkie, skokowe zwiększenie skali działania sieci BZ WBK Partner (pierwotnie Minibank), który miał obsługiwać profil klienta zbliżony do AIG Bank Polska oferując proste produkty bankowe. Uważamy, że w przypadku BZ WBK ryzyko związane z niepowodzeniem integracji operacyjnej jest mniejsze niż w przypadku PKO BP. Jednak BZ WBK będzie musiało rozwiązać kwestie związane z pozyskaniem finansowania na rozwój akcji kredytowej w AIG Bank Polska.

Powołanie Michaela McCarthy'ego na Członka Zarządu banku

RN banku podjęła uchwałę o powołaniu Michaela McCarthy na stanowisko członka Zarządu banku. Michael McCarthy obejmie nowe stanowisko 1 lutego 2009 roku i będzie nadzorował Pion Bankowości Biznesowej, który zostanie utworzony w najbliższym czasie.



Handlowy (Zawieszona)

Cena bieżąca: 50 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 026,4	1 204,4	17,3%	1 317,8	9,4%	1 410,2	7,0%	Liczba akcji (mIn)	130,7
Marża odsetkowa	3,0%	3,2%		3,3%		3,4%		MC (cena bieżąca)	6 533,0
WNDB	2 096,3	2 447,1	16,7%	2 507,2	2,5%	2 636,4	5,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	801,8	990,3	23,5%	1 028,9	3,9%	1 110,1	7,9%		
Zysk brutto	832,1	1 034,2	24,3%	959,2	-7,3%	1 010,1	5,3%		
Zysk netto	657,1	824,2	25,4%	777,0	-5,7%	818,2	5,3%		
ROE	12,3%	15,0%		13,7%		13,9%		Zmiana ceny: 1m	13,1%
P/E	9,9	7,9		8,4		8,0		Zmiana ceny: 6m	-28,6%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-49,4%
D/PS	12,0	4,1		4,8		4,5		Max (52 tyg.)	98,9
Dyid (%)	23,9	8,2		9,5		9,0		Min (52 tyg.)	40,6

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walorów Banku Handlowego. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. W tym kontekście nie liczymy się z istotną zmianą postrzegania Banku Handlowego na tle całego sektora.

Bank Handlowy złożył zapis na sprzedaż Polskiego Towarzystwa Reasekuracji

Bank Handlowy chce sprzedać w wezwaniu ogłoszonym przez Fairfax Financial Holdings 17,5 mln posiadanych akcji w PTR (16,64% udziałów). Fairfax Financial Holdings Limited wezwał do sprzedaży wszystkich, czyli 105.180.000 akcji spółki PTR, oferując za jedną akcję 1,6 PLN. Przychody banku to 28 mln PLN. Będzie miało to wpływ na wyniki 4Q08. Zdarzenie jednorazowe, można jedynie pozytywnie odbierać w kontekście przyszłorocznej dywidendy.

Citi po raz kolejny zaprzecza spekulacjom o sprzedaży Banku Handlowego

Przedstawiciel Citigroup na Europę Środkowo – Wschodnią podkreśla, że Bank Handlowy nie zostanie sprzedany. Jest ważnym aktywem w ramach grupy. Dopóki Citi nie zostanie zmuszone do sprzedaży raczej nie pozbędzie się Banku Handlowego. Jednak biorąc pod uwagę to, że nikt jeszcze nie wie jak skończy się obecny kryzys finansowy, niczego nie można wykluczyć.



ING BSK (Zawieszona)

Cena bieżąca: 442,1 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	936,3	1 048,6	12,0%	1 140,8	8,8%	1 277,4	12,0%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	2,1%		2,0%		2,0%		MC (cena bieżąca)	5 751,7
WNDB	1 752,2	2 009,5	14,7%	2 406,2	19,7%	2 544,8	5,8%	Free float	19,6%
Wynik operacyjny*	547,6	639,1	16,7%	870,7	36,2%	872,8	0,2%		
Zysk brutto	753,3	787,7	4,6%	961,7	22,1%	810,9	-15,7%		
Zysk netto	591,4	631,4	6,8%	778,9	23,4%	656,8	-15,7%		
ROE	16,2%	16,6%		18,4%		13,5%		Zmiana ceny: 1m	7,8%
P/E	9,7	9,1		7,4		8,8		Zmiana ceny: 6m	9,2%
P/BV	1,5	1,5		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-40,6%
D/PS	27,5	27,9		11,7		15,0		Max (52 tyg.)	744,0
Dywid (%)	6,2	6,3		2,6		3,4		Min (52 tyg.)	350,0

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walorów ING BSK. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. Bardzo dobre zachowanie ING BSK w ostatnim okresie zdyskontowało naszym zdaniem pozytywne strony inwestycji w walory banku (płynność, perspektywa spadku stóp procentowych, konserwatywna polityka kredytowa). Bank będzie musiał się jednak zmierzyć z nadchodzącym spowolnieniem gospodarczym, a w tym kontekście za największe ryzyka postrzegamy ekspozycję na segment korporacyjny (m.in. kredyty, klientowskie transakcje terminowe), rynki kapitałowe oraz wysoki CIR.

ING Bank Śląski nie będzie udzielał kredytów we frankach

ING Bank Śląski podjął decyzję o wstrzymaniu sprzedaży kredytów hipotecznych indeksowanych kursem franka szwajcarskiego. Decyzja obowiązuje od 3 grudnia 2008 roku. Powodem tego kroku jest sytuacja na rynkach finansowych, w tym wahania kursów oraz trudny do przewidzenia trend zmiany w najbliższym czasie. Bank podał, że wszystkie wnioski złożone i wprowadzone do systemu do 2 grudnia zostaną rozpatrzone na dotychczasowych zasadach. Bardzo krótka przygoda z kredytami walutowymi. Bank wprowadził je do oferty w 2Q08 tłumacząc, że nie może pozwolić na zupełną utratę klientów zainteresowanych kredytami hipotecznymi (wówczas większość kredytów sprzedawanych było w CHF). Wcześniej konsekwentnie prowadził politykę sprzedaży kredytów w PLN, tłumacząc to swoim podejściem do ryzyka. W przyszłym roku większość kredytów będzie sprzedawanych w PLN na rynku, więc ING nie potrzebuje w ofercie kredytów walutowych.

Bank spodziewa się spowolnienia przyrostu zysków

Prezes ING BSK, Brunon Bartkiewicz, powiedział, że w związku z osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego spodziewane jest spowolnienie przyrostu zysków. Jego zdaniem zjawisko to dotknie cały sektor. Nie oznacza to jego zdaniem kryzysu w bankowości, ani pogorszenia standardów bezpieczeństwa polskich banków. Spadek będzie naturalną konsekwencją spadku aktywności gospodarczej na rynku, a co za tym idzie mniejszej dynamiki kredytów i depozytów. Nie komentował wpływu tych czynników na dywidendę z zysków za 2008 rok. Uważamy, że poziom zysku sektora bankowego spadnie o ponad 30% w 2009 roku. Zgadzamy się z pozostałymi tezami prezesa mówiącymi o tym, że niesie to za sobą pogorszenia standardów bezpieczeństwa w bankowości. Nie odbiera to również bankom potencjału do osiągania wysokich stóp wzrostu w momencie poprawienia się otoczenia makroekonomicznego.



Kredyt Bank (Zawieszona)

Cena bieżąca: 11,8 PLN Cena docelowa: -

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	780,0	871,5	11,7%	1 041,0	19,5%	1 143,9	9,9%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,5%		3,1%		MC (cena bieżąca)	3 205,6
WNDB	1 202,8	1 362,5	13,3%	1 565,5	14,9%	1 708,2	9,1%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	439,8	470,4	7,0%	499,3	6,1%	525,7	5,3%		
Zysk brutto	460,6	502,0	9,0%	380,2	-24,3%	336,0	-11,6%		
Zysk netto	468,1	390,5	-16,6%	307,9	-21,1%	272,2	-11,6%		
ROE	24,8%	17,9%		13,1%		10,8%		Zmiana ceny: 1m	13,0%
P/E	6,8	8,2		10,4		11,8		Zmiana ceny: 6m	-29,6%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-50,8%
D/PS	0,2	0,4		0,5		0,4		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	1,9	3,1		4,4		3,4		Min (52 tyg.)	9,0

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walerów Kredyt Banku. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. Nasze nastawienie wobec Kredyt Banku jest negatywne. Uważamy, że konsekwencje spowolnienia gospodarczego w istotny sposób odbiją się na wynikach banku i jego potencjale do dalszego rozwoju.

Obniżenie rating'u

Agencja ratingowa Fitch Ratings, obniżyła długoterminowy rating podmiotu (IDR) Kredyt Banku S.A., będący na poziomie A+ , do poziomu A. Jednocześnie agencja ratingowa Fitch Ratings usunęła wyżej wymieniony rating z "listy obserwacyjnej" ze wskazaniem negatywnym. Perspektywa dla niniejszego ratingu jest negatywna. Powyższa decyzja agencji ratingowej Fitch Ratings jest bezpośrednio związana z decyzją o obniżeniu długoterminowego ratingu podmiotu (IDR) KBC Banku N.V. (podmiotu dominującego wobec Kredyt Banku S.A.) z poziomu AA- do poziomu A+. Perspektywa dla niniejszego ratingu jest negatywna. Jednocześnie Kredyt Bank S.A. informuje, że pozostałe oceny ratingowe Kredyt Banku S.A. przyznane przez Fitch Ratings zostały potwierdzone na dotychczasowych poziomach, tj: rating krótkoterminowy: F1, rating indywidualny: C/D, rating wsparcia: 1. Można było oczekiwać obniżenia rating'u. Nie wykluczamy kolejnych obniżek, nie tylko w przypadku Kredyt Banku.



Millennium (Zawieszona)

Cena bieżąca: 2,9 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	641,6	771,7	20,3%	973,7	26,2%	1 021,2	4,9%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,8%		2,6%		MC (cena bieżąca)	2 420,2
WNDB	1 253,0	1 648,2	31,5%	1 897,5	15,1%	1 980,8	4,4%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	409,4	651,1	59,0%	698,7	7,3%	624,0	-10,7%		
Zysk brutto	370,7	584,6	57,7%	610,6	4,5%	443,3	-27,4%		
Zysk netto	300,8	461,6	53,5%	494,6	7,1%	359,0	-27,4%		
ROE	13,1%	19,5%		18,4%		12,2%		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/E	8,0	5,2		4,9		6,7		Zmiana ceny: 6m	-53,6%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-75,2%
D/PS	0,5	0,2		0,2		0,2		Max (52 tyg.)	11,5
Dyid (%)	18,9	6,0		6,7		7,1		Min (52 tyg.)	2,8

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walerów Millennium. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. Spowolnienie gospodarcze w istotny sposób zweryfikuje założenia strategii realizowanej w ostatnich latach przez Bank Millennium. Oczekujemy istotnego spadku zysku netto banku. Zamierzamy zweryfikować prognozę, co będzie miało wpływ na wycenę akcji, jednak w kontekście ostatnich spadków notowań Banku Millennium rekomendacja może nie ulec zmianie.

Bank wycofuje ofertę kredytów hipotecznych w CHF

12 listopada zarząd banku podjął decyzję o wycofaniu z dniem 1 grudnia br. oferty kredytów hipotecznych indeksowanych w walutach obcych. Jako główny powód decyzji zarząd podaje nadal niekorzystny i trudno przewidywalny rozwój sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych, w wyniku czego znacznie wzrosło ryzyko udzielania tego rodzaju kredytów. Ryzyko stoi przede wszystkim po stronie banku, a dokładniej po stronie zabezpieczenia strumieni pieniężnych z kredytu walutowego instrumentami pochodnymi. Po stronie klienta również istnieje ryzyko w momencie, gdy kurs CHF ulegnie znacznemu umocnieniu (choć tutaj skala ruchu waluty musiałaby być znaczna) oraz utraty zdolności do spłaty zobowiązań (np. utrata pracy). Jednak po stronie klienta, za wyjątkiem ryzyka walutowego, ryzyka nie różnią się w relacji do ryzyk innych rodzajów kredytów. Dodatkowo ostatnie obniżenie stóp procentowych w Szwajcarii obniża miesięczne raty kredytów. Tak naprawdę bank wprowadzając minimalny wkład własny na poziomie 35% dla kredytów w CHF kilka tygodni temu, dał wyraźny sygnał, że „nie chce udzielać kredytów hipotecznych indeksowanych w walutach obcych”. Wycofanie oferty odbija się na wynikach banku. Utracone zostaną przychody z tytułu wyniku z pozycji wymiany, a mniejsze wolumeny sprzedaży przyniosą niższe przychody prowizyjne i wolniejsze tempo wzrostu wyniku odsetkowego, co częściowo będzie rekompensowane wzrostem cen kredytów. Dodatkowym negatywnym czynnikiem będzie wzrost ceny zabezpieczającego już portfela kredytów walutowych. Osłabienie będzie widoczne już w wynikach za 4Q08, szczególnie w zakresie wyniku z pozycji wymiany. W kolejnych kwartałach zwolni również tempo wzrostu wyniku odsetkowego.

Bank podtrzymuje plany sprzedaży kredytów hipotecznych

Mimo wycofania z oferty walutowych kredytów hipotecznych, bank podtrzymuje, że sprzedaż kredytów hipotecznych w 2H08 będzie zbliżona do wyników z 1H08, kiedy sprzedano ich za 3,1 mld PLN. Oferta w PLN ma być konkurencyjna, jednak nie będzie opierała się na obniżeniu marż. Bank oferuje kredyty hipoteczne w PLN maksymalnie do 80% LTV. Decyzja o wycofaniu kredytów walutowych nie jest tymczasowa. Zgodnie ze strategią bank miał na koniec 2009 roku mieć 12% udziałów w rynku kredytów hipotecznych. Obecnie weryfikowane są cele średnioterminowe. Sprzedaż na poziomie około 3 mld PLN w 2H08 zostanie zrealizowana, chociażby ze względu na fakt, że w 3Q08 bank sprzedał kredyty hipoteczne o wartości 2 mld PLN. Rynek zdyskontował już jednak wyniki tego kwartału. Sprzedaż 1 mld PLN w 4Q08 to spadek o 50% w relacji do poprzedniego kwartału, w dodatku ze względu na kompletne odwrócenie struktury walutowej sprzedaży, bank zarobi na tym mniej. Bank nie obniży marż na kredycie w PLN ze względu na wysoki koszt finansowania i konkurencję na rynku depozytów. Zatem przynajmniej do czasu utrzymania się cen na rynku finansowania, wyższe marże na kredytach nie przełożą się na wyższą marżę odsetkową netto. Uważamy, że w kontekście zmiany otoczenia makroekonomicznego, bank nie osiągnie średnioterminowych celów wyznaczonych na koniec 2009 roku. Zdołał jednak osiągnąć część z nich już w 2008 roku (np. ROE na poziomie 20%). Taki poziom wskaźnika rentowności kapitałów własnych jest jednak nie do utrzymania w 2009 roku. Czekamy na nowe cele banku i być może na oficjalną weryfikację planów ekspansji sieci, która jak na razie zakłada otwarcie kilkudziesięciu placówek w przyszłym roku.



Noble Bank (Zawieszona)

Cena bieżąca: 3,3 PLN

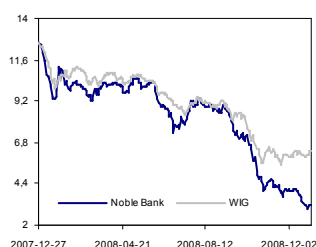
Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	24,1	33,5	39,3%	66,9	99,6%	90,3	34,9%	Liczba akcji (mIn)	215,2
Marża odsetkow a	4,2%	2,6%		2,0%		1,5%		MC (cena bieżąca)	699,3
WNDB	97,3	244,5	151,3%	365,5	49,5%	389,3	6,5%	Free float	12,6%
Wynik operacyjny*	45,3	138,1	204,7%	220,4	59,6%	216,4	-1,8%		
Zysk brutto	64,8	155,6		207,5	33,4%	188,8	-9,0%		
Zysk netto	52,6	126,5	140,2%	164,6	30,2%	150,6	-8,5%		
ROE	23,7%	32,4%		26,9%		19,5%		Zmiana ceny: 1m	-21,4%
P/E	12,4	5,5		4,2		4,6		Zmiana ceny: 6m	-58,3%
P/BV	2,6	1,3		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	-73,8%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,9

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walerów Noble Banku. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. W wyniku weryfikacji prognoz wyników finansowych dla Noble Banku istotnie obniży się wycena akcji Noble Banku. Uważamy jednak, że dyskonto z jakim notowany jest bank jest nieuzasadnione i liczymy się z utrzymaniem pozytywnej rekomendacji.



Pekao (Zawieszona)

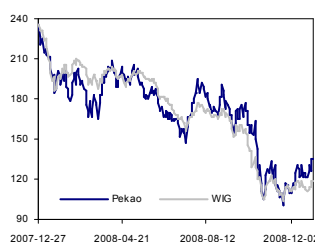
Cena bieżąca: 134,9 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 081,5	4 323,0	5,9%	4 714,8	9,1%	4 959,9	5,2%	Liczba akcji (mIn)	262,2
Marża odsetkowa	3,7%	3,6%		3,7%		3,6%		MC (cena bieżąca)	35 372,5
WNDB	7 328,1	8 314,2	13,5%	7 905,2	-4,9%	8 008,7	1,3%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	3 587,6	4 509,5	25,7%	4 571,9	1,4%	4 202,1	-8,1%		
Zysk brutto	3 251,2	4 342,4	33,6%	4 500,1	3,6%	3 793,4	-15,7%		
Zysk netto	2 562,3	3 547,2	38,4%	3 632,1	2,4%	3 059,6	-15,8%		
ROE	20,7%	24,7%		23,9%		19,1%		Zmiana ceny: 1m	23,9%
P/E	13,8	9,9		9,7		11,6		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	2,2	2,4		2,2		2,2		Zmiana ceny: 12m	-40,0%
D/PS	7,4	9,0		9,6		9,8		Max (52 tyg.)	224,9
Dywid (%)	5,5	6,7		7,1		7,3		Min (52 tyg.)	100,5

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walorów Pekao. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. Bank jest jednym z dwóch największych banków w sektorze, charakteryzuje się bardzo dobrą dyscypliną kosztową, szeroką bazą klientów oraz płynnym bilansem. Uważamy, że duże banki z tych powodów poradzą sobie z nadchodzącym spowolnieniem.

Koszty ryzyka wzrosną w 2009 roku

Luigi Lovaglio powiedział, że ze względu na ekspozycję na kredyty konsumpcyjne koszty ryzyka kredytowego wzrosną w tym roku z 0,3% obecnie do około 0,6%. Naszym zdaniem koszty ryzyka mogą być znacznie wyższe w przypadku zaistnienia strat na portfelu korporacyjnym. Pekao jest największym graczem na rynku w tym segmencie. Oczekujemy znacznego pogorszenia się sytuacji ekonomicznej – finansowej części klientów banków, co przełoży się również na koszty ryzyka w Pekao. Mając największy portfel kredytów korporacyjnych na rynku bank ma przekrój bazy klientowskiej całego sektora bankowego.

Sprzedaż resztków udziałów w deweloperze

Parkiet pisze, że w kwietniu 2009 roku Pekao sprzedaje pozostałe 25% udziałów w Pirelli Pekao. Wcześniejsza transakcja (z 2006 roku w ramach, której Pekao sprzedało 75% w deweloperze) została zawarta przy cenie 75 mln PLN. Została oprotetowana przez akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż jeszcze w tym samym roku spółka zarobiła 67 mln PLN. Ponadto pół roku później Pirelli Pekao sprzedało część swoich projektów za 240 mln PLN. Obecnie pozycja negocjacyjna banku może być słabsza ze względu na koniunkturę bankową. Transakcja nie będzie miała materialnego wpływu na wyniki Pekao. Plussem jest chęć pozbycia się aktywów niebankowych, jednak cena jaką już wcześniej uzyskał Pekao wskazywała, że nie było to korzystne dla wszystkich akcjonariuszy banku.

UniCredit ma odstąpić od umowy z Ministerstwem Skarbu Państwa

UniCredit ma zapłacić 300 mln PLN w zamian za anulowanie opcji sprzedaży przysługującej SP do 30.09.09. UniCredit ma 59,36% akcji Pekao. Do Skarbu Państwa należy 3,96% akcji polskiego banku. Pomiędzy MSP i UniCredit został podpisany aneks do umowy z 2 września br., dotyczącej opcji sprzedaży i zakupu należących do Skarbu Państwa 10,36 mln akcji Pekao. Jednocześnie została anulowana opcja zakupu akcji Pekao przysługująca UniCredit od 23 grudnia br. do 23 grudnia 2009. UniCredit udzielił dodatkowo SP opcji europejskiej typu put spread na dzień 30 czerwca 2009 roku. Wykonanie opcji przez SP nie będzie wiązało się z przeniesieniem własności akcji Pekao. Cena wykonania opcji (wycena akcji Pekao) znacznie przewyższa obecną wycenę rynkową. Przy obecnej wycenie pakiet SP wyceniany jest na ponad 1,33 mld PLN. Zgodnie z umową cena wykonania opcji oparta była o średnią notowań z 6 m-cy plus 3% premii (na dzień dzisiejszy 159 PLN/akcję). Pakiet wg ceny wykonania warty jest 1,65 mld PLN. Różnica w wycenie wynosi 0,32 mld PLN. Obecnie nie ma informacji co SP zrobi z posiadanymi akcjami. Możliwa jest sprzedaż ich na giełdzie lub emisja obligacji zamiennych na akcje. Może to jednak nastąpić od drugiej połowy 2009 roku.

Dwaj nowi wiceprezesi banku

RN Pekao powołała dwóch nowych wiceprezesów banku, którymi zostali związani z UniCredit Diego Biondo i Marco Iannaccone. Wiceprezes Diego Biondo będzie nadzorował Pion Zarządzania Ryzykami, natomiast Wiceprezes Marco Iannaccone będzie nadzorował Pion Finansowy. Jednocześnie Wiceprezes Paolo Iannone złożył ze skutkiem na dzień 1 stycznia 2009 rezygnację z funkcji Wiceprezesa i Członka Zarządu banku, ponieważ został poproszony o objęcie ważnego, odpowiedzialnego stanowiska menedżerskiego w Grupie UniCredit.

Podtrzymanie rating'ów przez Standard & Poor's Rating Services

Agencja utrzymała następujące oceny rating'owe banku: długookresowych zobowiązań na poziomie "A", krótkookresowych zobowiązań na poziomie "A-1", perspektywę ocen ratingowych Banku określono jako Stabilną. Oceny ratingowe Banku odzwierciedlają jego długoterminowe znaczenie jako podstawowego podmiotu zależnego włoskiego UniCredito Italiano SpA (oceny ratingowe odpowiednio: A+/Negatywna/A-1) na strategicznie kluczowych rynkach Europy Środkowej i Wschodniej. Oceny ratingowe znajdują także wsparcie w silnej kapitalizacji i dobrych wynikach finansowych Banku. Odzwierciedla historię. Pekao jest stabilnym bankiem o silnej pozycji rynkowej.

Obligacje zamienne na akcje?

MSP wyemituje obligacje zamienne na akcje skoro nie udało się sprzedać resztówki akcji banku na rzecz inwestora strategicznego. Emisja mogłaby dojść do skutku w drugiej połowie 2009 roku (po wygaśnięciu opcji put spread). MSP czeka z decyzją na poprawę sytuacji na rynkach finansowych. Według wiceministra, obligacje zamienne byłyby prawdopodobnie oprocentowane dwukrotnie niższe od typowych obligacji, co pozwoliłoby obniżyć koszt długu skarbu państwa. Zamiana obligacji na akcje mogłaby zostać dokonana w przypadku osiągnięcia przez wycenę rynkową odpowiedniego poziomu wyceny. Pomysł z emisją obligacji wraca. Czekamy na jego realizację. Być może obligacje zostaną przekazane do PKO BP, tak jak spekuluje prasa.



PKO BP (Zawieszona)

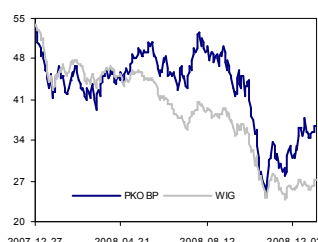
Cena bieżąca: 36,6 PLN Cena docelowa: -

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	3 832,2	4 643,7	21,2%	6 046,2	30,2%	6 042,8	-0,1%	Liczba akcji (mln)	1 000,0
Marża odsetkowa	4,0%	4,4%		5,2%		4,4%		MC (cena bieżąca)	36 550,0
WNDB	6 206,0	7 447,1	20,0%	9 060,8	21,7%	9 139,4	0,9%	Free float	43,1%
Wynik operacyjny*	2 705,8	3 661,5	35,3%	4 941,7	35,0%	4 793,2	-3,0%		
Zysk brutto	2 701,5	3 609,2	33,6%	4 624,6	28,1%	4 202,5	-9,1%		
Zysk netto	2 149,1	2 903,6	35,1%	3 717,6	28,0%	3 371,5	-9,3%		
ROE	22,9%	26,4%		28,1%		21,7%		Zmiana ceny: 1m	17,9%
P/E	17,0	12,6		9,8		10,8		Zmiana ceny: 6m	-21,1%
P/BV	3,6	3,1		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	-27,6%
D/PS	0,8	1,0		1,1		1,4		Max (52 tyg.)	52,5
Dyld (%)	2,2	2,7		3,0		3,8		Min (52 tyg.)	24,6

* przed kosztami rezerw



Zawieszamy rekomendację dla walorów PKO BP. W najbliższych dniach przedstawimy strategię na rok 2009 dotyczącą całego sektora bankowego. Zamierzamy zrewidować nasze ceny docelowe dla akcji banków. Bank charakteryzuje się najszerszą w Polsce bazą klientów indywidualnych, perspektywami wdrażania programów oszczędnościowych (np. przerost zatrudnienia) oraz coraz silniejszą pozycją depozytową na rynku. W tym kontekście uważamy, że poradzi sobie relatywnie lepiej niż inne banki w okresie nadchodzącego spowolnienia.

Pomysły MSP na dokapitalizowanie PKO BP

MSP ma trzy pomysły na dokapitalizowanie PKO BP. Może być to gotówka z budżetu, pozyskanie inwestorów finansowych z rynku lub wsparcie PKO BP udziałami w innych spółkach państwowych. Zdaniem wicepremiera MSP, PKO BP jest jednym z niewielu banków, który byłby w stanie pozyskać środki z rynku, pomimo panującej na nim koniunktury. Nieoficjalnie spekuluje się, że MSP może wysprzedaż PKO BP resztówką Pekao. Dokapitalizowanie wzmocni pozycję banku i pozwoli na większe akwizycje. Oznacza jednak możliwe rozwodnienie EPS w przypadku podniesienia kapitału (choć nie jest przesądzone). Za najbardziej prawdopodobne uważamy przekazanie na rzecz PKO BP udziałów w spółkach Skarbu Państwa, choć niekoniecznie w Pekao. Wówczas nie nastąpi rozwodnienie EPS, a PKO BP powiększy kapitał przez zysk zainwestowany na sprzedaży walorów.

Zarząd chce zatrzymać dywidendę, Ministerstwo Skarbu może z niej zrezygnować

Zarząd banku podjął uchwałę o rekomendowaniu na ZWZA zatrzymania całości zysku za 2008 rok w banku. Minister Skarbu powiedział, że Skarb Państwa może zrezygnować z dywidendy z PKO BP za 2008 rok, a ewentualne dokapitalizowanie banku przez rząd będzie służyło realizacji konkretnych projektów inwestycyjnych, w tym akwizycji. Według niego za wcześniej jest przesądzać, w jaki sposób zostanie dokapitalizowany bank. Zatem powracamy do dawnej koncepcji dokapitalizowania banku, w celu zwiększenia potencjału do akwizycji. Minister Skarbu podkreślał, że PKO BP nie potrzebuje kapitałów w związku z kryzysem finansowym. Zgadzamy się z Ministrem Skarbu. Wyniki operacyjne banku są bardzo mocne, co zwiększa potencjał absorpcji potencjalnych strat na portfelu kredytów.

Produkty depozytowe – 100 mln PLN dziennie

Przedstawiciele banku PKO BP mówią, że na nowe produkty depozytowe wpływało w ostatnim okresie około 100 mln PLN dziennie. Nie znamy skali kanibalizacji. Jeśli połowa tych środków to nowi klienci, zbieranie 50 mln PLN przy 5 dniach roboczych w tygodniu daje około 1 mld PLN nowych środków w banku miesięcznie. Jeśli założyć, że całość to nowe środki (na podstawie wypowiedzi tego nie wiadomo), to PKO BP w ciągu miesiąca zbiera około 2 mld PLN nowych środków. Należy dodatkowo pamiętać, że starzy klienci banku również zwiększają bazę depozytową. Oczekujemy znacznego wzrostu udziału w rynku depozytów PKO BP, jednak kosztem spadającej marży.

Sprzedaż kredytów hipotecznych

Bank sprzedał 1,8 mld PLN kredytów hipotecznych w październiku i listopadzie br. Oczekuje, że sprzedaż 4Q08 będzie zbliżona do 3Q08. Oczekuje również dwucyfrowego wzrostu poziomu sprzedaży w 2009 roku. W październiku do banku spłynęło zdecydowanie więcej wniosków niż w listopadzie. W X.08 bank sprzedał ponad 1 mld PLN kredytów hipotecznych. Spadek sprzedaży w listopadzie to głównie efekt zmiany oferty w CHF. Obecnie bank wymaga przynajmniej 25% wkładu własnego. W październiku relacja kredytów walutowych do złotych wynosiła

52%/48%, a w listopadzie nastąpiła diametralna zmiana do 21%/79%. Bank oczekuje jeszcze mocniejszego spadku udziału CHF w sprzedaży do poziomu 5 – 10%. Bank zmienił z początkiem grudnia również ofertę w PLN i wymaga obecnie minimum 10% wkładu własnego (5% w określonych przypadkach). Weryfikacji uległa również tabela marż i opłat. Wcześniej średnie LTV dla kredytów CHF wynosiło 65%, obecnie spadło do ok. 50%. Dobre wyniki sprzedażowe, ale pokazują obraz rynku. Uważamy, że wpływ na utrzymanie się sprzedaży kredytów w CHF w listopadzie miały ciągle uruchomienia transz kredytów lub back – log z poprzednich paru tygodni. Uważamy, że założenie wzrostu sprzedaży kredytów i kilkanaście orient w przyszłym roku jest zbyt optymistycznym założeniem. Oczekujemy spadku sprzedaży kredytów hipotecznych o około połowę w tym roku i udział kredytów walutowych w całkowitej sprzedaży na poziomie 10%.

Bank negocjuje zakup AIG Banku i AIG Credit

PKO BP złożyło ofertę na zakup 99,92% AIG Banku oraz 100% akcji AIG Credit. Oferta została przyjęta, trwają negocjacje, ale nie na wyłączność. Bank zamierza sfinansować zakup ze środków własnych. AIG Bank jest 20. bankiem w Polsce pod względem funduszy własnych i ma 2 mln klientów. Zwrot z kapitału spółki wyniósł na koniec 3Q08 45,9%. 7,3 mld PLN wynoszą aktywa AIG Banku. Dzięki tej akwizycji PKO BP może istotnie wzmocnić swoją pozycję na rynku consumer finance. Udziały w segmencie kredytów gotówkowych PKO BP są znacznie niższe niż potencjał banku wynikający z posiadanych depozytów detalicznych oraz kredytów hipotecznych. PKO BP jako bank cieszący się zaufaniem klientów depozytariuszy powinien być w stanie pozyskać środki na finansowanie akcji kredytowej. Za największe ryzyko postrzegamy proces integracji z bankiem PKO BP. Jeśli integracja m.in. systemów IT i pracowników przebiegnie bez większych potknięć PKO BP zyska udziały w rynku, gdzie nie wykorzystywał swojego potencjału. Dodatkowo przejęcie takiego banku wymaga bardzo ostrożnego podejścia do oceny ryzyka kredytowego. Portfel tego typu kredytów może w obecnym roku wykazać straty.

Zwolnienia na 1,7 tys. osób w 2009 roku

Taką liczbę planowanych zwolnień bank zgłosił w urzędach pracy. Skala nieco większa niż do tej pory (rocznie około 1500 osób). Jest to związane z końcem wdrożenia ZSI. Nie wiemy czy dojdzie do pełnej skali zwolnień. W 2008 roku nie zostanie zwolnionych aż 1500 osób. Bank ma duży zapas oszczędności w bieżącej bazie kosztowej (np. zwolnienia mogą być kontynuowane przez kilka lat). Jednak w tym roku pozytywne efekty oszczędności nie będą tak widoczne ze względu na wzrost amortyzacji po wdrożeniu ZSI.

100 mln USD na pomoc dla Kredobanku

W listopadzie PKO BP udzielił Ukraińcom 6 mln USD pożyczki podporządkowanej jak przyznał bankowi z Lwowa 90 mln USD (ponad 270 mln PLN) kredytu. Kredyt ma pomóc rozwiązać problemy z płynnością, spowodowane kryzysem na Ukrainie oraz zagwarantuje wypłaty depozytów. Kredyt został przyznany na trzy lata. PKO BP nie miał obowiązku informowania o tym, gdyż zaangażowanie kredytowe jest niewielkie w stosunku do kapitałów własnych PKO BP. Wkrótce PKO BP będzie musiał wydać jednak kolejne 130,8 mln hrywien (17,5 mln USD), by objąć nową emisję akcji Kredobanku. Skala inwestycji rzeczywiście jest niewielka w relacji do skali działalności w Polsce, jednak pytanie czy zaangażowanie na Ukrainie nie jest grą o większym ryzyku, przy niższych niż w Polsce potencjałach rozwoju. Jednak PKO BP musi wspierać jednostkę zależną przez czas zawirowań na rynkach ze względu na poczynione już wcześniej inwestycje.

Powołania Członka Zarządu

Rada nadzorcza PKO BP powołała na Wiceprezesa banku Jarosława Myjaka. Będzie on odpowiadał za bankowość korporacyjną.

UOKiK nałożył 5,7 mln PLN kary na PKO BP

UOKiK nałożył na PKO BP karę w wysokości ponad 5,7 mln PLN za wprowadzenie w błąd konsumentów w trakcie kampanii reklamowej lokaty terminowej "Max Lokata". Ponadto bank musi umieścić decyzję prezesa Urzędu na swojej stronie internetowej przez 6 miesięcy i dwukrotnie opublikować sentencję decyzji na jednej z pięciu pierwszych stron dziennika o zasięgu ogólnopolskim. Zdaniem urzędu PKO BP naruszył prawo pomijając w kampanii reklamowej istotne szczegóły dotyczące "Max Lokaty". Decyzja UOKiK nie jest ostateczna. Przysługuje od niej odwołanie do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. PKO BP nie wie jeszcze czy się odwoła. Nie ma znaczenia czy bank odwoła się czy nie. Skala kary jest pomijalna z punktu widzenia wyników banku i korzyści jakie odniósł na ofercie „MaxLokata”.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia



Ciech (Trzymaj)

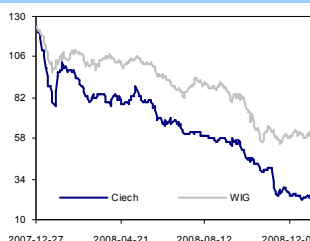
Cena bieżąca: 24 PLN

Cena docelowa: 34,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-26

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 174,3	3 415,0	57,1%	3 817,5	11,8%	3 917,1	2,6%	Liczba akcji (mIn)	28,0
EBITDA	287,8	493,0	71,3%	522,1	5,9%	507,2	-2,9%	MC (cena bieżąca)	672,0
marża EBITDA	13,2%	14,4%		13,7%		12,9%		EV (cena bieżąca)	2 194,3
EBIT	192,0	313,6	63,4%	305,8	-2,5%	279,6	-8,6%	Free float	42,7%
Zysk netto	195,7	240,2	22,7%	60,1	-75,0%	141,6	135,6%		
P/E	3,4	2,8		11,2		4,7		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/CE	2,3	1,6		2,4		1,8		Zmiana ceny: 6m	-64,4%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-80,0%
EV/EBITDA	4,3	3,7		4,2		4,4		Max (52 tyg.)	120,0
Dywid (%)	3,3	8,8		8,6		1,8		Min (52 tyg.)	21,8



Perspektywa wysokiej straty na wycenie opcji walutowych w 4Q (nawet do -170 mln PLN), a w związku z tym oczekiwane kolejne obniżenie prognozy rocznej i wygenerowanie w 2008 roku straty netto będą naszym zdaniem czynnikami osłabiającymi sentyment do akcji Ciechu w pierwszych miesiącach. W związku z tym, mimo iż uważamy, że obecnie już wycena Spółki jest bardzo atrakcyjna w horyzoncie długoterminowym, to w krótkim okresie zalecamy znaczną ostrożność. Kolejne kwartały powinny jednak przynieść już restrukturyzację zadłużenia (konsolidacja, cash pooling, dezinvestycje, w tym sprzedaż PTU i kolejne projekty kawernowe), poprawę efektywności fabryki w Rumunii oraz wzrost wolumenów w segmencie sodowym, co będzie w trudnym otoczeniu stanowić wsparcie dla wyników Spółki.

W 2009 roku rewizyta arabskiego koncernu SABIC

Na początku 2009 roku do Polski z rewizytą mają przyjechać przedstawiciele saudyjskiego koncernu chemicznego SABIC, czyli obecnie jednego z głównych kandydatów do partycypacji w prywatyzacji polskich spółek chemicznych (Ciechu, ZAT, ZAK i Anwilu). Rozmowy z tą spółką były już wstępnie prowadzone w czasie polskiej wizyty w tamtym regionie. Zaproszenie do rokowań planowane jest na 2Q 2009 roku. Na razie jednak trudno wyrokować czy uda się dotrzymać harmonogramu tej prywatyzacji, która powinna być pozytywnym katalizatorem dla kursu Ciechu i ZAT.



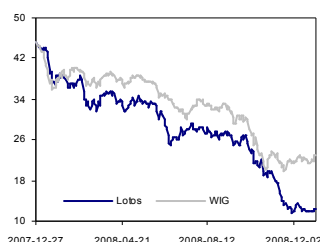
Lotos (Kupuj)

Cena bieżąca: 12,4 PLN Cena docelowa: 29,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 798,1	13 125,1	2,6%	15 696,7	19,6%	9 971,0	-36,5%	Liczba akcji (mIn)	113,7
EBITDA	1 095,7	1 019,9	-6,9%	604,3	-40,7%	872,8	44,4%	MC (cena bieżąca)	1 414,4
marża EBITDA	8,6%	7,8%		3,8%		8,8%		EV (cena bieżąca)	3 860,1
EBIT	798,3	713,7	-10,6%	288,0	-59,6%	455,7	58,3%	Free float	41,2%
Zysk netto	679,9	777,2	14,3%	-218,0		336,7			
P/E	2,1	1,8				4,2		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/CE	1,4	1,3		14,4		1,9		Zmiana ceny: 6m	-54,8%
P/BV	0,3	0,2		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-71,7%
EV/EBITDA	1,3	2,1		6,4		7,1		Max (52 tyg.)	44,1
Dyid (%)	0,0	2,9		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,7



Końcówka 2008 roku przyniosła wystudzenie emocji na akcjach Lotosu, który jeszcze w październiku czy listopadzie należał do najbardziej tracących spółek z indeksu WIG20. Początek tego roku znów jednak może nie być zbyt udany dla koncernu z Gdańska z uwagi na oczekiwany słaby nominalnie wynik za 4Q'08 oraz perspektywę długiego przestoju remontowego na przełomie I-go i II-go kwartału. Słabszy niż w przypadku Orlenu, z uwagi na udział w indeksach, może być również pozytywny efekt obecnej poprawy nastrojów na rynku ropy. Ewentualna słabość notowań w tym okresie powinna być jednak wykorzystywana do budowania pozycji inwestycyjnej, gdyż naszym zdaniem w miarę zwiększania zaawansowania projektu 10+ oraz efektów przyłączania kolejnych instalacji rafineryjnych inwestorzy będą w coraz większym stopniu wierzyć w ostateczne powodzenie tej inwestycji.

Prezes o wynikach 2009 roku

Prezes Olechnowicz liczy, iż w przyszłym roku wyniki koncernu pod względem zysku operacyjnego oraz cash flow będą lepsze niż w 2008 roku. Dodał, że sytuacja Spółki zacznie się poprawiać po tym, jak zostanie uruchomiona instalacja hydroodsłarczania oleju napędowego. Zgadza się w tych stwierdzeniach z prezesem. Naszym zdaniem raportowany wynik EBIT będzie nominalnie lepszy w 2009 roku (455 mln PLN vs. 288 mln PLN w 2008 roku, choć na bazie LI-FO zakładamy spadek r/r), podobnie jak cash flow z działalności operacyjnej (807 mln PLN vs. oczekiwane 393 mln PLN w 2008 roku). Warto jednak zwrócić uwagę, iż w naszych szacunkach nieco bardziej konserwatywnie podchodzimy do wielkości rocznego przerobu (5,1 mln ton vs. 6,1 mln ton w tym roku), gdyż Zarząd oczekuje iż właśnie dzięki uruchomionej instalacji HDS oraz nowej jednostce do destylacji ropy uda się, mimo planowanego na przełom I-go i II-go kwartału przestoju remontowego, utrzymać przerób na poziomie zbliżonym do 2008 roku.

Wiceprezes o wynikach 4Q

Wiceprezes Mariusz Machajewski w grudniu informował PAP, iż jeśli utrzymają się obserwowane wówczas tendencje rynkowe w zakresie cen ropy i kursu USD/PLN, strata netto Grupy Lotos w 4Q może być wyższa w relacji do 3Q, kiedy to koncern zanotował wynik -238 mln PLN. Prezes dodał, że marże rafineryjne w 4Q są gorsze niż w 3Q, ale relatywnie wysokie jak na tę porę roku. Dyferencjał natomiast nadal utrzymuje się niskim poziomie. Również wczoraj Lotos poinformował, iż otrzymał zgodę od norweskiego ministerstwa ropy i energetyki na zakup pola Yme na Morzu Północnym, na którym produkcja ma się rozpocząć w przyszłym roku. Wypowiedź co do wyników 4Q nie powinna być zaskoczeniem, gdyż tak jak informowaliśmy w naszych ostatnich raportach na temat Lotosu i Orlenu, wyniki tych koncernów w końcówce roku będą zainfekowane ujemnymi przeszacowaniami zapasów ropy oraz kredytów walutowych. Jeśli chodzi o dyferencjał to nadal uważamy, iż jego niski poziom wynika przede wszystkim z wysokości rosyjskich cel eksportowych dla ropy, które mimo ostatnich obniżek ponownie wzrosły w relacji do cen ropy Ural. Przykładowo w 2Q'08 kiedy ceny ropy Ural wynosiły średnio 117 USD/Bbl, wartość cła w przeliczeniu na baryłkę wynosiła 41% ceny surowca. Obecnie przy średniej cenie ropy w 4Q 54,3 USD/Bbl ten współczynnik wynosił 71%. Naszym zdaniem sytuacji poprawi się znacząco w 2009 roku, kiedy oczekujemy stabilizacji cen surowca i systematycznego dostosowywania się kwot celnych, co zwiększy opłacalność eksportu z punktu widzenia rosyjskich koncernów.

Lotos o makro 2009

Zarząd Lotosu konstruując budżet na 2009 rok zakłada znaczące pogorszenie makro rafineryjnego w relacji do roku 2008, kiedy marże kształtowały się na bardzo wysokich poziomach. Kierownictwo Spółki oczekuje też spadku średniego poziomu dyferencjału Ural/Brent, ale powinien być wyższy niż średnia dla 2H'08. Lotos jest jednak dobrej myśli z uwagi na posiadane pozycje hedgingowe na marżę rafineryjną oraz perspektywę stabilizacji kursów walutowych na korzyść

nych poziomach. Minister skarbu poinformował, iż po wniesieniu aportem pakietu mniejszościowego Petrobalticu do Lotosu w zamian za akcje w 1H'09, resort nie będzie sprzedawał nabytych w ten sposób walorów, jak zapowiadał poprzednio, co wynika z niebieskiego kursu akcji. Podzielamy opinię, iż 2009 rok przyniesie spadek średnich marż rafineryjnych. Nieco inne zdanie mamy natomiast w kwestii dyferencjału Ural/Brent, który naszym zdaniem po ustabilizowaniu się cen ropy oraz dopasowaniu się mechanizmów celnych w Rosji powinien wrócić w okolice 3 USD/Bbl. W naszej opinii stabilne ceny ropy (brak ujemnego efektu LIFO, który w tym roku może obniżyć EBIT Grupy nawet o 300 mln PLN (w raporcie z listopada szacowaliśmy ten efekt roczny na około -200 mln PLN, ale od tamtego czasu średnia cena ropy jeszcze bardziej się obniżyła i w 4Q ten efekt może sięgnąć 560 mln PLN vs. szacowane wcześniej 480 mln PLN. Nadal uważamy, iż ten słaby nominalnie kwartał w polskich rafineriach będzie „szokowym” przejściem do korzystniejszego otoczenia makro. Stabilizacja cen ropy, jakiej oczekujemy w 2009 roku, będzie szczególnie korzystna z punktu widzenia Lotosu, bo ta rafineria w zmiennym środowisku radzi sobie wyraźnie gorzej i na części produktów nie jest w stanie utrzymać rentowności.

Umowa z Lukoilem

Lotos poinformował, iż podpisał umowę na sprzedaż paliw do Lukoil Polska na rok 2009 o szacunkowej wartości 675 mln PLN. Umowa ta jest standardową umową i kontynuacją dotychczasowej współpracy z polskimi stacjami Lukoila.



PGNiG (Akumuluj)

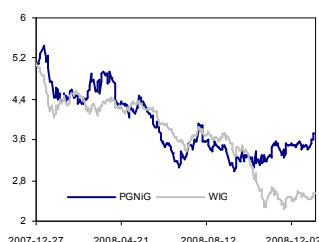
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 3,94 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-18

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 197,7	16 629,8	9,4%	18 937,0	13,9%	18 667,1	-1,4%	Liczba akcji (mIn)	5 900,0
EBITDA	2 766,2	2 731,0	-1,3%	3 066,9	12,3%	3 656,4	19,2%	MC (cena bieżąca)	22 066,0
marża EBITDA	18,2%	16,4%		16,2%		19,6%		EV (cena bieżąca)	19 878,7
EBIT	1 470,0	1 301,9	-11,4%	1 674,4	28,6%	2 182,8	30,4%	Free float	15,3%
Zysk netto	1 327,4	1 251,3	-5,7%	1 450,8	15,9%	1 826,2	25,9%		
P/E	16,6	17,6		15,2		12,1		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	8,4	8,2		7,8		6,7		Zmiana ceny: 6m	19,5%
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-28,1%
EV/EBITDA	7,6	7,4		6,5		5,5		Max (52 tyg.)	5,5
Dyid (%)	4,0	4,5		5,1		5,9		Min (52 tyg.)	3,0



W ostatnich miesiącach 2008 roku PGNiG zachowywał się znacznie lepiej od indeksu WIG20. W pierwszym półroczu tego roku taka sytuacja może się powtórzyć, jednak najbliższe tygodnie mogą przynieść krótkotrwałe osłabienie notowań akcji koncernu w związku z kryzysem gazowym i koniecznością podejmowania przez Zarząd decyzji strategicznych dla gospodarki, niekoniecznie zbieżnych z interesem ekonomicznym samej Spółki (kwestia zarządzania magazynami i eliminowanie ryzyka braku dostaw poprzez zakupy gazu po wysokiej cenie, mimo perspektywy jej spadku w związku z obowiązującą formułą cenową i obserwowanym obniżeniem popytu ze strony przemysłu). Gorsze zachowanie kursu, jakiego spodziewamy się w styczniu radzimy jednak wykorzystać do akumulowania akcji mając na uwadze perspektywę wyraźnej poprawy wyników finansowych w ujęciu r/r w całym 2009 roku.

Inwestycje w norweskie złoża wyniosą 650 mln PLN

Według wiceprezesa Radosława Dudzińskiego PGNiG wyda w 2009 roku na zagospodarowanie zakupionych norweskich złóż około 650 mln PLN, co wynika z przyjętego budżetu dla tej inwestycji przez konsorcjum firm będących właścicielami koncesji (PGNiG ma 12%). W naszych prognozach nie uwzględniamy ani wydatków na zagospodarowanie tych złóż, ani przyszłych przepływów z nimi związanych. Kwota założona przez PGNiG nie jest jednak zaskoczeniem. Pierwotnie zobowiązania inwestycyjne Spółki do momentu uruchomienia produkcji szacowane były na 600 mln USD. W 2009 roku Spółka zamierza wydać na ten cel przy obecnym kursie około 216 mln USD. Produkcja ma się rozpocząć w 2011 roku.

Problemy z rurociągiem Skanled

Projekt gazociągu Skanled, w którym PGNiG ma 15% udziałów stoi obecnie pod znakiem zapytania z uwagi na wycofanie się jednego z uczestników konsorcjum (Hafslund posiadający 10% udziałów, ale bez prawa przesyłu gazu) oraz brak aktywności ze strony Statoil, który miał podpisać umowy na sprzedaż surowca i zapewnić pełne wykorzystanie gazociągu. Decyzja w sprawie budowy rurociągu ma zapaść na jesieni 2009 roku, a obecnie prowadzone są prace przygotowawcze. Wspomniane problemy nie przekreślają jeszcze budowy, ale mogą ją opóźnić. Z punktu widzenia wyceny PGNiG byłoby to neutralne (nie uwzględniamy ani wydatków inwestycyjnych związanych z projektem, ani przyszłych przychodów z nim związanych), gdyż dotychczas poniesione koszty są relatywnie niewielkie. Opóźnienie rurociągu Skanled może mieć jednak wpływ na projekt Baltic Pipe, który bez połączenia z Norwegią nie będzie miał ani strategicznego ani ekonomicznego uzasadnienia.

Konflikt gazowy i spadek dostaw z Ukrainy

PGNiG poinformował, że dostawy z Ukrainy spadły o 11% i utrzymują się na tym stabilnym poziomie. W pełni jest to jednak rekompensowane przez zwiększone dostawy nitką białoruskiego rurociągu. Zarząd PGNiG uspokaja, że polski rynek gazu jest obecnie zbilansowany, a pełne magazyny stanowią dodatkowy bufor zabezpieczający. Szacowany popyt na gaz w 1Q'09 to około 4-4,5 mld m³. Potencjał magazynowy to około 1,6 mld m³, a własne wydobyte to 1 mld m³ kwartalnie. Na razie sytuacja jest więc pod kontrolą z punktu widzenia odbiorców. Deklaracja prezesa PGNiG o pełnych stanach magazynowych może być jednak niezbyt korzystna z punktu widzenia wyników Spółki za 4Q. Gaz był wówczas bardzo drogi i liczyliśmy, że spadek popytu ze strony przemysłu pozwoli na zmniejszenie zakupów gazu z importu, co mogło poprawić wyniki segmentu obrotu. Tymczasem, jeśli PGNiG utrzymało standardowy poziom zakupów surowca z Rosji, ten scenariusz może nie być aktualny.



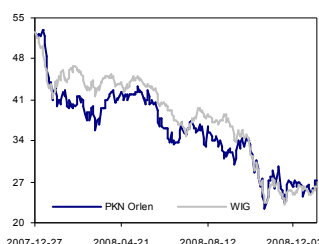
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,1 PLN Cena docelowa: 39,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-20

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	52 867,2	63 793,0	20,7%	82 253,3	28,9%	59 538,1	-27,6%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	4 684,7	5 035,3	7,5%	4 709,3	-6,5%	5 045,2	7,1%	MC (cena bieżąca)	11 582,4
marża EBITDA	8,9%	7,9%		5,7%		8,5%		EV (cena bieżąca)	24 496,0
EBIT	2 576,6	2 603,9	1,1%	2 294,0	-11,9%	2 471,0	7,7%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 986,0	2 412,4	21,5%	1 071,7	-55,6%	2 200,2	105,3%		
P/E	5,8	4,8		10,8		5,3		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	2,8	2,4		3,3		2,4		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-48,3%
EV/EBITDA	4,8	4,6		5,2		5,1		Max (52 tyg.)	52,9
Dyid (%)	0,0	0,0		6,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,4



Perspektywa bardzo wysokiej straty w 4Q'08 (efekt przeszacowań zapasów i długu walutowego) oraz prawdopodobne opóźnienie dezinvestycji mających na celu poprawę bilansu przy jednoczesnej koncentracji wydatków kapitałowych (zakup udziałów w Polkomte-lu, wykup pakietu rządowego w Możejkach, możliwy wykup 50% w BOP) może w średnim terminie osłabiać skutecznie notowania akcji koncernu. W styczniu w związku z wyraźną poprawą sentymentu na rynku ropy, oczekujemy jednak, iż PKN powinien zachowywać się lepiej od indeksu WIG20.

Umowy roczne na sprzedaż paliw drogą morską

Możejki podpisały roczne umowy na sprzedaż w 2009 roku benzyny i diesla z firmą Trafigura Beheer o łącznej wartości szacowanej na 750 mln USD. Spółka zawarła również kontrakt na sprzedaż diesla z firmą ESC Trading o wartości 600 mln USD oraz na sprzedaż benzyny do szwajcarskiej firmy Vitol na 360 mln USD. Umowy te regulują sprzedaż paliw z litewskiej rafinerii drogą morską. Kontrahenci to znane firmy traderskie działające w branży paliwowej.

Roszczenia wobec Yukosu

Orlen poinformował, że dostarczył spółce Yukos International zawiadomienie o roszczeniach z tytułu niezgodności ze stanem faktycznym oświadczeń Yukosu na temat rafinerii w Możejkach w momencie jej sprzedaży. Zabezpieczeniem tych roszczeń jest rachunek zastrzeżony, na którym zgodnie z umową kupna Możejek Yukos zdeponował 250 mln USD. Yukos ma 30 dni na zakwestionowanie roszczeń. W momencie finalizacji transakcji zakupu Możejek było jasne, że stan faktyczny rafinerii odbiega od tego uzgodnionego w oświadczeniu Yukosu (część instalacji zniszczył pożar), stąd obecne roszczenia Orlenu są w pełni zasadne. Trudno jednak w tej chwili oceniać prawdopodobieństwo odzyskania przez polski koncern części zapłaconej ceny. Ewentualne odwołanie się Yukosu może oznaczać bowiem wkroczenie na drogę sądową i przeciąganie w czasie całego procesu. Pozytywne rozstrzygnięcie dla Orlenu oznaczałoby poważny zastrzyk gotówki.

Shell wystawił udziały w CR na sprzedaż?

Koncern Shell prawdopodobnie zdecydował o wyjściu z Ceskiej Rafinerii, w której ma 16,3% udziałów. Pierwszeństwo zakupu mają pozostali akcjonariusze tej rafinerii czyli Unipetrol (51%) oraz ENI (32%). Podobny ruch 1,5 rok temu wykonał koncern ConocoPhillips i wówczas to ENI dokupiło 16% pakiet. Prasa spekuluje, że to Unipetrol będzie najbardziej zainteresowany przejęciem pakietu Shella, aczkolwiek zainteresowanie zgłasza ostatnio także Lukoil. Poprzednio spółka zależna Orlenu zaoferowała za 16% 270 mln USD, co okazało się niewystarczające. Kluczowe w tej rozgrywce będzie to, kto odkupi od Shella udziały w sieci stacji benzynowych, bo wyjście z CR raczej implikuje podobny ruch w detalu. Naszym zdaniem zakup 16% pakietu z punktu widzenia Unipetrolu nie jest kwestią kluczową bo i tak nie daje strategicznej kontroli nad rafinerią, więc ten koncern nie będzie raczej agresywnie ofertował.

Plany sprzedaży spółek transportowych

Przedstawiciele Orlenu poinformowali, że rozważają outsourcing usług transportowych, co wiązałoby się ze sprzedażą spółek prowadzących tę działalność na rzecz grupy. Chodzi o spółkę kolejową i samochodową, które generują roczne przychody na poziomie odpowiednio 116 mln PLN oraz 162 mln PLN. Zarząd oczekuje, że oprócz pozyskania środków pieniężnych z tych dezinvestycji, outsourcing mógłby pozwolić na oszczędności w zakresie kosztów transportu na poziomie około 20%. Podobno działający w kraju niezależni operatorzy logistyczni są zainteresowani zakupem wspomnianych podmiotów. Na razie jednak są to tylko deklaracje i trudno określić, jaką cenę Orlen byłby w stanie wynegocjować. Przedział 250-300 mln PLN podawany w prasie wydaje się mało prawdopodobny.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 5,1 PLN

Cena docelowa: 8 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-27

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 676,2	1 824,2	8,8%	2 539,7	39,2%	2 238,2	-11,9%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	-226,4	235,1		415,8	76,8%	150,0	-63,9%	MC (cena bieżąca)	378,8
marża EBITDA	-13,5%	12,9%		16,4%		6,7%		EV (cena bieżąca)	226,6
EBIT	-288,6	187,5		352,4	88,0%	84,8	-75,9%	Free float	21,0%
Zysk netto	-304,3	204,0		262,6	28,7%	74,9	-71,5%		
P/E		1,9		1,4		5,1		Zmiana ceny: 1m	-9,2%
P/CE		1,5		1,2		2,7		Zmiana ceny: 6m	-67,3%
P/BV	0,5	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-69,8%
EV/EBITDA		1,0		0,5		1,6		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	5,8	8,6		0,0		20,8		Min (52 tyg.)	4,8



Końcówka roku była dla akcjonariuszy Polic nieudana i choć po dramatycznych spadkach z października oraz listopada (odpowiednio -38% i -39%) negatywny sentyment nieco osłabł, to ogłoszony przez Zarząd komunikat o stratach na hedgingu i zapasach spowodował obniżenie notowań o kolejne 16%. Obecnie, choć akcje Spółki wydają się już atrakcyjne w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, uważamy iż w najbliższych miesiącach będzie brakować pozytywnych katalizatorów dla kursu. Spodziewamy się kilku słabych kwartałów, które mimo iż nie powinny już przynieść tak wysokich strat jak w 4Q'08 (-235 mln PLN) to będą skutecznie zniechęcać do inwestycji w Police.

Pomysł na zwiększenie płynności rolników

Spółka prowadzi negocjacje z bankiem BGŻ na temat pakietu kredytującego zakup nawozów dla rolników. Police chcą w ten sposób ułatwić zdobycie kapitału obrotowego rolnikom na wiosnę, kiedy będą musieli kupować nawozy. Firma prowadzi także rozmowy z Rabobankiem na temat przedłużenia linii kredytu obrotowego na 50 mln PLN, która wygasła kilka miesięcy temu. Police mogą mieć naszym zdaniem kłopoty ze sprzedażą w 1Q'09, nie tylko ze względu na znaczne zatowarowanie dystrybutorów, ale również ze względu na siłę zakupową rolników, którzy w pierwszej kolejności będą rezygnować z nawożenia NPK. Pomysł z pakietem finansowym dla klientów może się sprawdzić. Wiadomo, że rynek opiera się na dystrybutorach i jeśli zakupy na kredyt dotyczyłyby tylko asortymentu Polic, to wówczas Spółka ta mogłaby na wyhamowaniu popytu stracić mniej niż konkurencja.

W 4Q straty na zapasach i hedgingu

W opublikowanym komunikacie Zarząd poinformował, iż w 4Q inwestorzy powinni spodziewać się obciążenia wyniku w kwocie 150,45 mln PLN z uwagi na przeprowadzone przeszacowanie zapasów, na co miał wpływ spadek cen wyrobów nawozowych na rynkach światowych (przypominamy, że na koniec września Spółka pokazała wyraźny wzrost zapasów do 617 mln PLN). Jednocześnie na wynik netto Spółki ujemnie wpłyną zawarte transakcje hedgingowe na EUR/PLN, których wycena na koniec listopada wyniosła -71,5 mln PLN. Zarząd poinformował jednak, że do końca listopada na zrealizowanych już transakcjach zabezpieczających zarobił 20,5 mln PLN (chodzi tu zapewne o zyski z pierwszych trzech kwartałów). O tym, iż istnieje ryzyko przeszacowania zapasów w Policach informowaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym z 27 listopada. Również wtedy szacowaliśmy straty na hedgingu, aczkolwiek z uwagi na niższy kurs EUR/PLN kalkulowaliśmy je na poziomie 37 mln PLN. Przy kursie zamknięcia z ostatniego dnia grudnia strata może wynieść nawet 80,7 mln PLN (Spółka dokonała wyceny na 30.11). Police mają zabezpieczone około 15% 2,5 letniej ekspozycji w EUR. W naszym raporcie z listopada szacowaliśmy, że strata netto w 4Q może wynieść około 79 mln PLN. Biorąc pod uwagę te informacje na temat zapasów (wówczas tylko sygnalizowaliśmy taką możliwość, ale jej nie uwzględnialiśmy) i wyższą stratę na hedgingu, wynik netto Polic może w ostatnim kwartale wynieść -235 mln PLN.



ZA Puławy (Trzymaj)

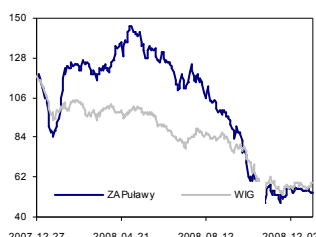
Cena bieżąca: 53 PLN

Cena docelowa: 68,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 205,3	2 503,5	13,5%	2 741,0	9,5%	2 551,4	-6,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	251,4	432,8	72,2%	389,3	-10,0%	225,3	-42,1%	MC (cena bieżąca)	1 013,1
marża EBITDA	11,4%	17,3%		14,2%		8,8%		EV (cena bieżąca)	524,9
EBIT	151,4	358,7	136,9%	305,0	-15,0%	126,0	-58,7%	Free float	29,2%
Zysk netto	130,0	330,8	154,5%	249,7	-24,5%	102,8	-58,8%		
P/E	7,8	3,1		4,1		9,9		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	4,4	2,5		3,0		5,0		Zmiana ceny: 6m	-52,3%
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-54,0%
EV/EBITDA	2,7	1,1		1,3		2,8		Max (52 tyg.)	145,9
Dyid (%)	3,8	3,2		8,1		7,5		Min (52 tyg.)	47,5



Grudzień 2008 roku ZA Puławy zamknęły 5% spadkiem kursu, ale choć był to gorszy rezultat od szerokiego rynku to okazał się najlepszy wśród największych giełdowych spółek chemicznych (Police -16%, Ciech -11%, ZAT -16%, Synthos -27%). Oczekujemy, że początek nowego roku powinien być pod tym względem podobny i inwestorzy będą premiować ZAP za ogromne zasoby gotówki (po uwzględnieniu wypłaconej w grudniu dywidendy, gotówka netto to ponad 31 PLN na akcję, czyli prawie 60% wartości rynkowej Spółki). Uważamy, że ZAP zaprezentują relatywnie najlepsze w sektorze wyniki za 4Q (brak efektu znacznego przeszacowania zapasów, mniejszy ujemny wpływ przestoju instalacji). Nawet w kwestii strat na hedgingu walutowym, rezerwy w ZAP powinny być w tym zakresie niższe niż u konkurencji (około -50 mln PLN). W styczniu może to być jednak za mało, aby kurs zachował się lepiej od indeksu WIG.

Porozumienie w sprawie budowy elektrowni

ZA Puławy oraz Vattenfall Poland podpisały porozumienie dotyczące wybudowania konwencjonalnej elektrowni o mocy powyżej 1400 MW i na podstawie tego dokumentu wystąpią do PSE z wnioskiem o określenie warunków przyłączenia do sieci. Elektrownia powstanie na terenach należących do ZAP. Strony porozumienia dopuszczają również udział w planowanym przedsięwzięciu innych podmiotów, m.in. Lubelskiego Węgla Bogdanka, na razie jednak udziały w projekcie będą podzielone 50:50 pomiędzy Vattenfall i ZAP. Biorąc pod uwagę planowaną moc elektrowni, koszt inwestycji może sięgnąć 2 mld EUR, a termin ukończenia budowy można szacować wstępnie na koniec 2014 roku. Obecnie Puławy nie są samowystarczalne pod względem pozyskania energii elektrycznej, mimo iż posiadają własną elektrociepłownię. Rocznie ZAP zużywają około 910 GWh energii elektrycznej, a z własnej produkcji pochodzi około 560 GWh (moc zainstalowana 130 MW). Nowy projekt ma zapewne służyć także zaopatrzeniu w energię nowych instalacji produkcyjnych Puławy II (jeśli Puławom przypadłby proporcjonalny udział w wytworzonej energii uzyskiwałyby dostęp do dodatkowych 3000 GWh rocznie, a więc dużą część musiałyby sprzedawać na zewnątrz).

Ograniczenie emisji NOx może przynieść 22 mln EUR rocznie

Puławy poinformowały, że wraz z firmą BASF instalują na swoich instalacjach kwasy azotowego katalizatory, które pozwolą zredukować emisję tlenków azotu o ponad 80%. Dzięki temu, prawdopodobnie już w 2009 roku będzie możliwe osiąganie przychodów ze sprzedaży jednostek redukcji emisji (ERU). Obecnie funkcjonuje już jeden katalizator, a pozostałe 3 zostały uruchomione do końca 2008 roku. Inwestycja jest finansowana przez BASF, który w zamian otrzyma 11% zaoszczędzonych ERU. ZAP szacują, iż do 2012 roku przychody ze sprzedaży jednostek emisji NOx powinny wynieść około 22 mln EUR rocznie. Projekt redukcji NOx rzeczywiście, biorąc pod uwagę obecne ceny certyfikatów może przynieść znaczące korzyści finansowe Spółce. W naszych prognozach konserwatywnie nie uwzględniamy jednak tych przepływów. Jeśli rzeczywiście uda się Spółce osiągnąć planowany poziom przychodów (kwestia potwierdzenia rzeczywistego zmniejszenia emisji poprzez monitoring oraz utrzymanie cen certyfikatów przez cały okres do 2012 roku) oznaczałoby to dodatkowy zdyskontowany FCF w wysokości 216 mln PLN, czyli dodatkowe 11 PLN na akcję ZAP. Założenie stałych cen certyfikatów jest jednak mocno optymistyczne.

Telekomunikacja

TDC sprzedaje udziały w Polkomtelu

TDC sprzedała cały swój pakiet udziałów w Polkomtelu (19,61%) pozostałym udziałowcom spółki: Vodafoneowi, KGHM, PKN Orlen, PGE i Węgłokoksowi za łączną kwotę 726 mln Euro. Tym samym w polskich rękach znajdzie się 75,6% udziałów, a podmioty przejmą pełną kontrolę nad spółką. Wycena 100% udziałów w Polkomtelu implikowana transakcją to 15,3 mld PLN, co daje prognozowane P/E na rok 2008 na poziomie 10. W naszych modelach dla KGHM i PKN przyjmujemy wycenę Polkomtela na poziomie 16 mld PLN, tj. z 4,8% premią do ceny płaconej obecnie przez Vodafone. Z nieoficjalnych informacji docierających ze spółek wynika, że polscy udziałowcy będą dążyli do wyjścia z inwestycji. KGHM, który jako jedyny mógłby finansować utrzymywanie pozycji, ugnie się pod naciskiem PKN i PSE, które będą dążyły do zmniejszenia zadłużenia i finansowania przyszłych inwestycji. Tym samym, wyjście wszystkich polskich podmiotów powinno oznaczać premię za kontrolę jaką zapłaci Vodafone – jedyny kupujący (prawo pierwokupu). Wycena w transakcji Vodafone – TDC jest naszym zdaniem punktem odniesienia, od którego polscy udziałowcy będą żądali premii za kontrolę. W tym kontekście uważamy, że wycena Polkomtela na poziomie 16 mld PLN jest ostrożna. W przypadku KGHM zakładamy, że spółka zapłaci pełny podatek od transakcji i nie wykorzysta tarczy podatkowej wynikającej ze straty na inwestycji w Telefonie Dialog. Wykorzystanie pełnej tarczy oznacza dodatkowe 2,2 PLN na akcje spółki. Zamknięcie transakcji sprzedaży całego pakietu na rzecz Vodafone oznacza, że na koncie KGHM pojawi się 4,77 mld PLN gotówki (łącznie z już posiadaną przez spółkę), tj. 23,5 PLN na akcje, co stanowi 82% kapitalizacji spółki.

UOKiK „punktuje” operatorów alternatywnych

Urząd antymonopolowy przyjrzał się cennikom i regulaminom świadczenia usług telekomunikacyjnych. Przeciwno tym dwóm operatorom telewizji kablowej (Aster i Toya) UOKiK skierował do sądu sprawy za łamanie praw konsumentów. Przeciw Dialogowi i Tele2 toczą się ponadto postępowania urzędu o naruszenie interesów klientów. Ewentualne kary nałożone na Tele2 czy Netię nie powinny być istotne z punktu widzenia wyceny spółki.



Netia (Kupuj)

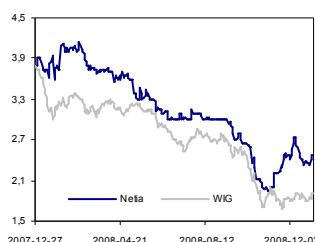
Cena bieżąca: 2,5 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	862,1	838,0	-2,8%	1 044,0	24,6%	1 503,1	44,0%	Liczba akcji (mIn)	389,2
EBITDA	-68,9	170,7		144,3	-15,5%	234,0	62,2%	MC (cena bieżąca)	961,2
marża EBITDA	-8,0%	20,4%		13,8%		15,6%		EV (cena bieżąca)	703,4
EBIT	-341,4	-103,8	-69,6%	-114,3	10,1%	-23,4	-79,5%	Free float	100,0%
Zysk netto	-378,9	-268,9	-29,0%	213,6		-9,9			
P/E				4,5				Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE		170,5		2,0		3,9		Zmiana ceny: 6m	-17,4%
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-36,7%
EV/EBITDA		5,8		4,9		2,8		Max (52 tyg.)	4,1
Dyid (%)	5,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Netia podniosła prognozę EBITDA na 2008 r. do 160 mln PLN z 145 mln PLN, podtrzymujemy opinię, że w tym roku Netia będzie jedną z niewielu spółek na GPW, które wykażą wysoką dynamikę (ponad 50%) wzrostu EBITDA. Im mniejszy przyrost liczby abonentów tym większy bieżący FCF i EBITDA. W 2009 roku przygotowanie spółki do sprzedaży przez głównego akcjonariusza. Podtrzymujemy rekomendację kupna.

Akwizycja dwóch operatorów lokalnych (+31 tys. abonentów)

Internetia, spółka zależna Netii kupiła dwóch dostawców internetu (Air Bites Polska, Easy Com) za łączną kwotę ponad 27,7 mln PLN. Jednocześnie Netia podniosła prognozę liczby klientów internetu szerokopasmowego na koniec 2008 r. do 410 tys. wobec 385 tys. dotychczas. Air Bites jest operatorem telekomunikacyjnym świadczącym przede wszystkim usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu dla klientów na terenie 14 miast, (głównie w Polsce południowej). Air Bites obsługiwała 24,5 tys. klientów, a posiadane przez tą spółkę zasoby sieciowe umożliwiają łącznie obsługę 105 tys. gospodarstw domowych. Easy Com jest operatorem sieci osiedlowych i świadczy usługi szerokopasmowego dostępu do internetu dla klientów na terenie Góry, Rawicza, Krotoszyń, Żar i Ostrowa Wielkopolskiego. Easy Com posiadał 6,3 tys. aktywnych klientów. Spółka poinformowała, że najprawdopodobniej nie uda jej się zamknąć do końca roku żadnej transakcji, dlatego obniżyła prognozę wydatków inwestycyjnych na ten cel z 45 do 24 mln PLN. Niewykluczone, że pomogło to spółce w negocjacjach, które zakończyły się powodzeniem. Kwota płacona za abonenta jest zbliżona do wcześniejszych transakcji.

Pierwsza oferta na kupno pakietu Novatora

Grupa telekomunikacyjna MNI złożyła ofertę na zakup pakietu 31% akcji Netii od islandzkiego funduszu Novator. Spółka prowadzi też rozmowy nt. sfinansowania tej inwestycji wspólnie z instytucjami finansowymi. Narastająco w I-III kw. 2008 roku grupa MNI miała 14,77 mln PLN zysku przy przychodach na poziomie 131,74 mln PLN. W 2009 roku oczekujemy, że Netia osiągnie przychody na poziomie 1,5 mld PLN i EBITDA wynoszącą ponad 240 mln PLN. Nie podano szczegółów oferty, ale naszym zdaniem MNI liczy na „okazyjne” kupno (cena zbliżona do rynkowej) udziałów od Nowatora, który jak donoszą media ma problemy finansowe. Naszym zdaniem do takiej sprzedaży nie dojdzie, jeżeli pakiet rzeczywiście wystawiony jest na sprzedaż w najbliższych tygodniach pojawią się potencjalni kupcy zagraniczni.

TP żąda od Tele2 (Netii) 60 mln PLN

TPSA złożyła pozew przeciwko należącemu do Netii Tele2 o zapłatę blisko 60 mln PLN wraz z ustawowymi odsetkami za płacenie przez 15 miesięcy zaniżonych stawek za hurtowy dostęp do internetu. Tele2 nie zgadza się z zarzutami telekomu. Decyzja w sprawie wysokości stawek WLR dla Tele2 została wydana przez Prezesa UKE 29 grudnia 2006 r. Decyzja ta, z uwagi na jej wadliwość, została uchylona przez Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów 10 grudnia 2007 r., a 3 czerwca 2008 r. Sąd Apelacyjny w Warszawie wstrzymał jej wykonalność. Tele2 broni się przed zarzutami telekomu, argumentując, że TP świadczy usługi hurtowego dostępu do internetu Centertelowi, czyli swojej spółce zależnej, po takich samych stawkach jak zakwestionowane. Naszym zdaniem w świetle wymienionych powyżej argumentów (decyzja regulatora, stawka Centertela) ryzyko wyegzekwowania od Tele2 należności jest niewielkie.



TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 20,5 PLN Cena docelowa: 20,5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 625,0	18 244,0	-2,0%	18 324,7	0,4%	18 141,2	-1,0%	Liczba akcji (mIn)	1 368,8
EBITDA	7 856,0	7 721,0	-1,7%	7 569,0	-2,0%	7 418,5	-2,0%	MC (cena bieżąca)	28 032,5
marża EBITDA	42,2%	42,3%		41,3%		40,9%		EV (cena bieżąca)	33 375,0
EBIT	3 367,0	3 282,0	-2,5%	3 282,4	0,0%	3 282,4	0,0%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 096,0	2 273,0	8,4%	2 558,5	12,6%	2 495,4	-2,5%		
P/E	13,7	12,6		11,0		11,2		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	4,4	4,3		4,1		4,2		Zmiana ceny: 6m	-4,7%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	-11,0%
EV/EBITDA	4,6	4,4		4,4		4,4		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	4,9	9,3		8,3		8,3		Min (52 tyg.)	17,9



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami UKE podjęło decyzję o podziale funkcjonalnym TP, co wywołało negatywną reakcję inwestorów a co okazało się okazją do kupna akcji spółki. Podtrzymujemy opinię, że do podziału TP jeszcze bardzo daleka droga. Decyzja UKE jest wstępna – ostateczna zostanie podjęta pod koniec 2009 roku. Podział wymaga zmiany w prawie telekomunikacyjnym, ale również w kodeksie handlowym, co wymaga poparcia politycznego dla pomysłu, którego naszym zdaniem UKE nie zdobędzie. Wynik netto 4Q2009 zostanie obciążony rezerwą na odprawy pracownicze i startami na różnicach kursowych. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 20,5 PLN za akcję, dlatego uwzględniając bieżącą cenę akcji obniżamy rekomendację inwestycyjną z akumuluj do trzymaj.

Zgodnie z oczekiwaniami - separacja

Zgodnie z oczekiwaniami UKE rozpoczął procedurę podziału funkcjonalnego operatora. Wg. regulatora podział funkcjonalny TP jest możliwy w okresie 2010-2012. Ostateczna decyzja może zostać podjęta pod koniec 2009 r. Do tego czasu UKE zamierza przeprowadzić szereg analiz rynkowych dot. podziału i uzyskać opinię KE. Niezbędne będą także zmiany w prawie telekomunikacyjnym. Regulator nie wyklucza również porozumienia z operatorem dominującym. W ub. tygodniu TPSA zaproponowała UKE plan dobrowolnych działań mających wprowadzić "równowagę dostępu", które miałyby stanowić alternatywę dla przymusowej separacji funkcjonalnej TP. Na temat tego planu trwają rozmowy, UKE może je kontynuować równolegle do przygotowań do podziału. Obowiązek funkcjonalnej separacji został już nałożony na głównych operatorów telekomunikacyjnych w Wielkiej Brytanii i Szwecji. Analogiczny proces rozpoczął się we Włoszech. Unijne źródła określiły decyzję UKE wprost jako "dobrą wiadomość". TP podtrzymuje stanowisko, że podział będzie niekorzystny dla rynku i zahamuje inwestycje. Podtrzymujemy opinię, że projekt podziału nie uzyska poparcia politycznego i nie zostanie doprowadzony do końca, jeszcze przed ostateczną decyzją UKE – która zapadnie pod koniec 2009. Na chwilę obecną jeszcze nic nie jest przesądzone.

Plan przeciw podziałowi

TPSA zaproponowała UKE plan działań (tworzony z doradcą: PWC) mających wprowadzić "równowagę dostępu", które miałyby stanowić alternatywę dla przymusowej separacji funkcjonalnej operatora dominującego. Plan zakłada m.in. ustanowienie "chińskich murów" między wybranymi strukturami firmy, szkolenia dla pracowników z zakresu równoważnego traktowania operatorów, wprowadzenia odpowiednich procesów motywacyjnych. TP SA chce jednak, żeby te same usługi dla jej części detalicznej i dla operatorów alternatywnych były oferowane po tych samych cenach, ale według różnych procesów - co nie wymaga duplikacji systemów IT. TP nie przedstawiła szczegółów planu. Mają one zostać dopracowane w trakcie prac z regulatorem. Założenia planu zakładają, że UKE utworzy zespół, który będzie monitorował jego plan. TP chce też utworzenia mediatora telekomunikacyjnego, który będzie rozstrzygał spory z operatorami alternatywnymi. Naszym zdaniem plan nie powstrzyma UKE od decyzji o podziale (styczeń). Sama decyzja o podziale nie wyklucza również, że projekt przygotowany przez TP nie będzie nadal dyskutowany i uszczegóławiany, a wizja podziału będzie miała za zadanie wywieranie na TP presji w toczących się negocjacjach.

Niższy wynik w 4Q2008

TPSA powiększył rezerwę na odprawy dla odchodzących pracowników o 180 mln PLN, co wpłynęło na wynik finansowy za IV kw. W listopadzie spółka poinformowała, że maksymalnie 4.900 jej pracowników mogło skorzystać z programu dobrowolnych odejść z firmy w latach 2009-11, a średnia wartość pakietu na odchodzącego pracownika wyniesie około 47 tys. PLN. Informacja była już przez spółkę sygnalizowana kilka tygodni temu i nie powinna być zaskoczeniem dla inwestorów. Oznacza to, że prognozowany przez nas tegoroczny wynik netto będzie niższy o

wspomniana kwotę. Ponadto w związku z osłabieniem PLN, spółka wykaże stratę na niezabezpieczonej pozycji na długi denominowany w walucie na kwotę ok. 80 mln PLN. W efekcie zysk netto 4Q2009 powinien oscylować na poziomie 300 mln PLN.

Współpraca Centertel z TP niezgodna z prawem

Centertel ma lepsze warunki świadczenia usług telefonicznych oraz internetowych na liniach TP niż Netia czy PTC – wynika z zakończonej przez UKE kontroli. Centertel ma lepszy niż inni operatorzy dostęp do danych o sieci TP i jej abonentach. Dodatkowo może korzystać z pomieszczeń w budynkach należących do TP na lepszych warunkach niż inni operatorzy. UKE dało grupie TP 60 dni na usunięcie nieprawidłowości. Bezpośrednią przyczyną wszczęcia kontroli było zaoferowanie przez Orange (Centertel) dostępu do Internetu na warunkach korzystniejszych niż Neostarda TP. Operatorzy alternatywni utrzymują, że trudno zrozumieć, jak ceny zaproponowane przez Centertel pokrywają koszty ich świadczenia. To efekt kontroli, o której głośno pisały media (wejście do siedziby spółki przedstawicieli UKE, KE i prokuratury) – ostatecznie informacje dot. prokuratury zostały zdementowane. Wnioski kontroli nie powinny dziwić. TP prawdopodobnie dostosuje się do zaleceń UKE i usunie nieprawidłowości. Ostatnią odsłoną będzie zapewne nałożenie na operatora kary finansowej.

CDMA ma pomóc sprzedawać TV

TP uruchomi usługę bezprzewodowego dostępu do internetu na bazie technologii CDMA, dzięki czemu Centertel będzie mógł zaoferować dostęp do internetu w obszarach gdzie nie istnieje infrastruktura stacjonarna. Obok internetu, klient dostanie możliwość oglądania telewizji za pośrednictwem satelitarnego i rozmawiania przez telefon, dzięki technologii VIP (triple-play). Do końca roku Orange chce pokryć zasięgiem połowę populacji, do końca 2009 roku – całość. W sumie 2 mln gospodarstw domowych, które były dotychczas odcięte od internetu. Na rynku już funkcjonują oferty dostępu do internetu pomijające infrastrukturę stacjonarną a opierające się na GSM/GPRS, co powoduje, że oferta TP nie jest żadnym przełomem. Z drugiej strony oferta bardzo dobrze uzupełnia nową usługę TP - dostępu do TV poprzez satelitę. W tym kontekście jest istotna dla operatora i naszym zdaniem może być konkurencyjna na rynku jako triple -play.

Media

Problemy współwłaściciela Rzeczpospolitej

Fundusz inwestycyjny Mecom, kontrolujący w Polsce spółkę Media Regionalne i mający 51 proc. udziałów w Presspublice wydającej m.in. Rzeczpospolitą, odroczył o dwa miesiące planowany na koniec 2008 roku audyt bankowy swoich umów kredytowych. Mecom chce zyskać czas na zmniejszenie swojego zadłużenia wynoszącego obecnie prawie 600 mln funtów. Gwarancją pożyczek udzielonych koncernowi są jego akcje, których wartość spadła w ostatnich dniach o prawie 50%. Mecom zamierza osiągnąć do końca lutego wymaganą przez kredytodawców płynność finansową, sprzedając udziały w niektórych firmach należące do niego nie tylko w Polsce, lecz także Niemczech, Danii, Norwegii i Holandii. Z naszych informacji wynika, że proces sprzedaży Presspubliki już się rozpoczął. Nie posiadamy danych finansowych spółki, ale biorąc pod uwagę pozycję tytułu na rynku reklamowym i średnią dzienną sprzedaż (150-160 tys.), jest bardzo prawdopodobne, że wydawnictwo będzie w obecnym roku nierentowne. Na rynku pojawiały się spekulacje, że potencjalnym nabywcą może być Axel Springer – wydawca opiniotwórczego Dziennika i bulwarówki Fakt. Nie oczekujemy, żeby tytułem był zainteresowany inny duży, medialny koncern zagraniczny – jeszcze nieobecny w Polsce. Nie można wykluczyć, że w 2009 roku na sprzedaż będzie również wydawca dziennika Polska.



Agora (Kupuj)

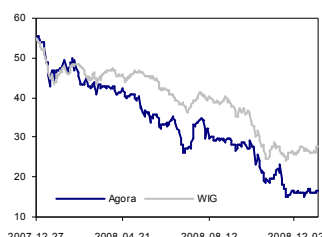
Cena bieżąca: 16,8 PLN

Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 133,7	1 152,0	1,6%	1 278,4	11,0%	1 282,2	0,3%	Liczba akcji (mln)	55,0
EBITDA	116,5	198,6	70,5%	170,8	-14,0%	160,6	-6,0%	MC (cena bieżąca)	923,6
marża EBITDA	10,3%	17,2%		13,4%		12,5%		EV (cena bieżąca)	798,5
EBIT	39,6	120,3	203,8%	94,1	-21,7%	85,3	-9,3%	Free float	37,0%
Zysk netto	32,0	100,2	213,1%	82,1	-18,0%	73,5	-10,5%		
P/E	28,9	9,2		11,2		12,6		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	8,5	5,2		5,8		6,2		Zmiana ceny: 6m	-40,8%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-69,2%
EV/EBITDA	5,4	3,5		4,7		4,9		Max (52 tyg.)	54,6
Dyid (%)	3,0	8,9		13,5		9,4		Min (52 tyg.)	14,9



Grudzień przyniósł kilka pozytywnych informacji dla spółki. Agora podniosła cenę Gazety Wyborczej o 20%, w ślad za tym cenę Dziennika - po raz drugi w ostatnich miesiącach - podniósł również Axel Springer - co naszym zdaniem świadczy o końcu wojny cenowej dzienników opiniotwórczych, wreszcie Agora poinformowała o redukcji zatrudniania o 300 osób, co naszym zdaniem daje oszczędności roczne na poziomie ok. 22-25 mln PLN. Pomimo oczekiwanego spowolnienia na rynku reklamowym, a biorąc pod uwagę bieżącą cenę akcji spółki zalecamy ich kupno.

Wzrost ceny Gazety

Agora zdecydowała, że od 2 stycznia 2009 roku cena Gazety Wyborczej w sprzedaży jednorazowej wzrośnie o 30 groszy z 1,50 PLN do 1,80 PLN, a w sprzedaży w prenumeracie teczkowej z 1 PLN do 1,30 PLN. Swoje posunięcie spółka argumentuje wzrostem kosztów, m.in. kosztów produkcji. W naszych prognozach zakładaliśmy, że spółka wykona taki ruch w połowie 2009 roku, co w świetle podjętej decyzji daje potencjał do podwyższenia prognozy zysków. W ujęciu całorocznym wzrost ceny gazety o 0,3 PLN to większe wpływy o ok. 21 mln PLN (po wyłączeniu dwucenówek). Informacja pozytywna dla spółki. Mając na uwadze ostrożną wycenę nie zmieniamy jednak naszych prognoz, ze względu na dwa czynniki. Trudno oszacować o ile spadnie sprzedaż Gazety w związku z podwyżką. W naszych prognozach na 2009 zakładamy, że będzie to -4,5% w ujęciu r/r. W prognozie na 2009 zakładamy 2% spadek wpływów reklamowych Gazety, w świetle ostatnich danych makro może być to założenie zbyt optymistyczne. Ewentualne zyski z tytułu podwyżki cen w tym kontekście stanowi „zabezpieczenie” prognozy.

Agora zwolni 300 osób a

W ramach planu poprawy efektywności operacyjnej, spółka zamierza zwolnić do 300 osób, czyli około 7,5% obecnie zatrudnionych w grupie. Spółka szacuje, że koszty planu wyniosą około 8,5 mln PLN i obciążą wyniki 4Q2008. Zwolnienia odbędą się na podstawie ustawy o zwolnieniach grupowych, ale tylko w samej spółce, natomiast w jej podmiotach zależnych, będzie realizowane na innych zasadach. Proces zwolnień ruszył 1 stycznia 2009 roku i ma potrwać sześć miesięcy. Po opublikowaniu wyniku za ten okres zarząd spółki poda szacunki dotyczące oszczędności z tytułu zmniejszenia zatrudnienia. Działania zarządu oceniamy pozytywnie. W skali pełnego roku oszczędności z tytułu wprowadzonego programu oceniamy na 22-25 mln PLN, co stanowi 14% prognozowanej przez nas EBITDA na rok 2008. W okresie recesji, oczekujemy, że spółka obniży również koszty promocji i marketingu (w samej części prasowej 180 mln PLN rocznie). Pozytywny wpływ na kurs. Nie korygujemy naszych prognoz na rok 2009, ze względu na dużą nieprzewidywalność rynku reklamowego (w prognozie spadek wpływów reklamowych Gazety o 2%). Działania oszczędnościowe spółki traktujemy jako „bezpiecznik” prognozy na wypadek głębszego spowolnienia rynku reklamowego.

.... Dziennik po raz kolejny drożeje

Axel Springer Polska od 2 stycznia 2009 roku po raz drugi w ciągu 8 miesięcy podwyższa cenę Dziennika. Wydanie gazety ukazujące się od poniedziałku do czwartku zdrożało z 1,80 PLN do 2 PLN, a numery wychodzące w piątki i soboty z 2 PLN do 2,50 PLN. Średnia sprzedaż ogółem "Dziennika" w okresie od stycznia do października 2008 wyniosła 113 692 egz. (dane ZKDP). Potwierdza się teza z naszego ostatniego raportu analitycznego – wojna na rynku dzienników zakończona. Nie oznacza to oczywiście, że konkurencyjne tytuły i ich wydawcy przestaną się atakować w mediach, ale mając w perspektywie nadchodzący kryzys reklamowy grupy medio- we zaczną kłaść znacząco większy nacisk na wynik i przepływy gotówkowe niż na sprzedaż.



Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

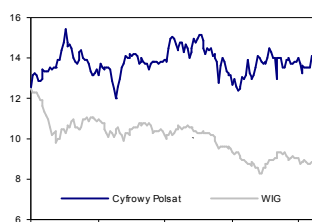
Cena bieżąca: 14,1 PLN

Cena docelowa: 15,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-26

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	493,8	796,7	61,3%	1 132,9	42,2%	1 306,0	15,3%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	74,3	165,9	123,4%	346,2	108,7%	470,8	36,0%	MC (cena bieżąca)	3 775,3
marża EBITDA	15,0%	20,8%		30,6%		36,1%		EV (cena bieżąca)	3 677,1
EBIT	41,7	145,1	247,8%	321,3	121,3%	441,3	37,4%	Free float	31,8%
Zysk netto	55,7	113,4	103,6%	260,2	129,4%	364,6	40,2%		
P/E	67,8	33,3		14,5		10,4		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	42,8	28,1		13,2		9,6		Zmiana ceny: 6m	4,4%
P/BV		61,7		13,3		7,9		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	52,6	23,2		10,6		7,5		Max (52 tyg.)	15,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,4		0,3		Min (52 tyg.)	12,0



Nie widzimy czynników, które mogłyby znacząco zmieniać notowania Cyfrowego Polsatu w bieżącym miesiącu. Jako spółka uważana za defensywną powinna cieszyć się mniejszym zainteresowaniem w okresie odbicia, co spowoduje, że Cyfrowy Polsat nie powinien być dużym beneficjentem poprawy sentymentu na giełdzie. W dłuższej perspektywie podtrzymujemy opinię, że mimo wymagającej na tle rynku bieżącej wyceny Cyfrowy Polsat posiada potencjał do znacznej poprawy wyników finansowych w nadchodzących 12 miesiącach i zwwyżki notowań kursu akcji.

Wywiad szefem RN Canal+ Cyfrowego

W wywiadzie dla „Pulsu Biznesu” prezes Rady Nadzorczej Canal+ Cyfrowego Jean Noel Tronc wypowiada się na temat strategii platformy ukierunkowanej na odbudowę pozycji nadwyrężonej przez ostatnie sukcesy telewizji ‘n’. Zapowiada osiągnięcie na koniec 2009 roku 1,3 mln użytkowników. Zdaniem Tronca wzmożone nakłady marketingowe przynoszą rezultaty i od października platforma pozyskuje ponad połowę klientów brutto wszystkich platform. Informacje prezesa dotyczące liczby pozyskanych klientów są niespójne z danymi za październik raportowanymi przez konkurencję. Uważamy, że w przyszłości bardzo realne jest połączenie Cyfry + i platformy Telekomunikacji Polskiej w jeden podmiot.



TVN (Trzymaj)

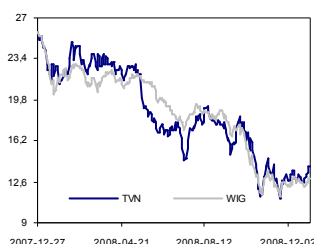
Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 13 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-12

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 165,0	1 554,7	33,5%	1 904,2	22,5%	1 998,3	4,9%	Liczba akcji (mln)	349,4
EBITDA	399,8	554,1	38,6%	702,3	26,7%	696,0	-0,9%	MC (cena bieżąca)	4 852,9
marża EBITDA	34,3%	35,6%		36,9%		34,8%		EV (cena bieżąca)	5 729,4
EBIT	348,4	482,1	38,4%	624,3	29,5%	611,9	-2,0%	Free float	38,8%
Zysk netto	258,8	243,3	-6,0%	383,1	57,4%	356,3	-7,0%		
P/E	18,4	19,8		12,7		13,6		Zmiana ceny: 1m	9,4%
P/CE	15,4	15,3		10,5		11,0		Zmiana ceny: 6m	-20,4%
P/BV	3,9	3,4		2,9		2,6		Zmiana ceny: 12m	-45,4%
EV/EBITDA	13,8	9,9		8,2		8,5		Max (52 tyg.)	25,5
Dyid (%)	0,0	2,7		2,7		2,7		Min (52 tyg.)	11,0



TVN wraca naszym zdaniem w trudny okres dużego ochłodzenia na rynku reklamowym, gdzie dynamika segmentu telewizyjnego osiągnie wartość bliską zero. Czynniki ten powinien w dłuższym horyzoncie negatywnie wpływać na zachowywanie się kursu TVN względem szerokiego rynku. Z kolei późnocykliczny charakter rynku reklamowego spowoduje naszym zdaniem, że w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego także w fazie poprawy sentymentu giełdowego akcje TVN powinny być relatywnie słabe na tle blue chipów.

Sześciu inwestorów chętnych na Puls, TVN i Polsat dementują zainteresowanie

Prezes TV Puls Dariusz Dąbski w wypowiedzi dla PAP poinformował, że zakupem udziałów w stacji jest zainteresowanych sześć podmiotów. Mają to być polskie i zagraniczne podmioty z branży, a zamknięcie transakcji miałoby nastąpić na początku 2009 roku. Według spekulacji prasowych są to: Polsat, TVN, Agora, Axel Springer i Bertelsmann. Najmniej zdeterminowane do przejęcia mogą być naszym zdaniem Polsat i TVN, dla których dzięki licznym kanałom tematycznym TV Puls przedstawia poza prawdopodobnym wejściem do pierwszego multipleksu niewielką wartość. Jeżeli chodzi o pozostałe podmioty to w przeszłości były one zainteresowane wejściem w polski segment telewizyjny i wydaje się bardzo prawdopodobne, że będą bardzo zainteresowane zaangażowaniem w TV Puls. Wszystko będzie jednak zależało od ceny i możliwości uzyskania pakietu kontrolnego, z czym problem miał News Corporation. Uważamy, że najkorzystniejsze dla TVN byłoby wejście do Pulsu Agory, problemem natomiast byłoby wejście na polski rynek RTL Group (Bertelsmann).

Grudniowe wyniki oglądalności

W listopadzie doszło do nieznacznego spadku oglądalności TVN (z 18,5% do 18,4%) w ujęciu całodobowym. W tym samym czasie oglądalność TVP1 spadła z 22,5% do 22,3%, TVP2 obniżyła się z 17,8% do 16,9% i Polsatu z 15,7% do 14,8%. Nieznacznie spadła też całodobowa oglądalność TVN w grupie docelowej. Wzrosła natomiast oglądalność w grupie docelowej w prime time. Wyniki oglądalności są nieco słabsze niż wrześniowe i październikowe, ale biorąc pod uwagę, że zazwyczaj czas reklamowy sprzedawany według cennika jest rozdysponowany na miesiąc przed terminem wpływ niższej oglądalności na listopadowe wpływy powinien być niewielki i większe piętno odcisną na ich dobre wyniki oglądalności poprzednich miesięcy. Sytuacja może nieco pogorszyć się w grudniu, tym bardziej że zakończyły się najpopularniejsze formaty rozrywkowe w ramówce. Najważniejsze pod względem przychodów miesiące (październik i listopad) TVN ma już jednak za sobą.

Projekt ustawy medialnej

Zespół przy Ministerstwie Kultury opracował projekt nowej ustawy medialnej, który zmieni zasady funkcjonowania mediów publicznych. Zlikwidowany ma zostać abonament, a wpływy z jego tytułu mają zostać zastąpione przez VAT płacony przez reklamodawców za czas antenowy. Ze środków tych utworzony byłby Fundusz Zadań Publicznych, który wypłacałby środki Telewizji Polskiej i Polskiemu Radiu w zależności od liczby programów misyjnych i czasu ich nadawania (najwyżej byłyby opłacane programy w prime time). W czasie nadawania programów finansowanych z FZP stacje nie mogłyby emitować reklam. Część środków płynących z FZP mogłoby być przeznaczona dla stacji komercyjnych pod warunkiem puszczenia przez nich programów emisyjnych zatwierdzonych przez fundusz. Pomysł ustawy wydaje nam się bardzo ciekawy, powiększający konkurencję na rynku medialnym i usuwający kontrowersje związane z abonamentem. Programy misyjne będą na warunkach komercyjnych konkurowały z innymi programami. Ewentualne przegłosowanie ustawy przez sejm i wprowadzenie jej w życie uznałobyśmy za dobrą wiadomość dla rynku mediowego, w szczególności dla stacji komercyjnych. Droga ku temu jest jednak wyboista i spodziewamy się, że bardzo prawdopodobne jest w tej sprawie veto prezydenta.

Zmniejszenie udziału TVN w indeksie CECE

Od 22 grudnia udział TVN w indeksie spółek Europy Środkowej na wiedeńskiej giełdzie zmniejszył się o jedną trzecią. Decyzja ta oznacza mniejszy popyt na akcję ze strony inwestorów replikujących ten indeks swoim portfelem akcyjnym. Nie wydaje nam się, by skala takich inwestycji mogła być duża.

Ceny reklamy TV już nie rosną

Z analizy domu mediowego Omnicom Media Group wynika, że średnia cena reklam w TVN w styczniu 2009 roku będzie zbliżona do poziomu ze stycznia 2008 roku. Najwięcej w styczniu 2009 roku w TVN trzeba będzie zapłacić za spoty umieszczone w drugiej i trzeciej przerwie filmu fabularnego emitowanego w soboty o 21.00. 30 sekund czasu reklamowego kosztuje zależnie od tygodnia od 26,8 tys. PLN do 27,4 tys. PLN. Informacja zgodna z naszymi założeniami dotyczącymi rynku reklamy TV w roku 2009, a wynikająca ze spowolnienia gospodarczego.

Mniej sprzedanych reklam w telewizji

Według danych AGB Nielsen Media Research w listopadzie i w pierwszej połowie grudnia TVN sprzedał 24 831 spotów reklamowych, przy 28020 reklam sprzedanych w zeszłym roku w tym samym okresie. TVP1 sprzedała 17930 reklam (rok temu było to 19199 spotów), TVP2 17558 (19760), a Polsat 26653 (26621). Jednocześnie przychody cennikowe wzrosły w TVN o 45%, Jedynki i Dwójki wzrosły odpowiednio o 22% i 17%, a Polsatu spadły o 5,3%. Liczba sprzedanych spotów nie informuje o metodzie sprzedaży czasu reklamowego (cennik lub punkty ratingowe). Z kolei przychody cennikowe nie uwzględniają rabatów i upustów. Tymi lukami informacyjnymi należy najprawdopodobniej tłumaczyć nietypowe dane dotyczące Polsatu. Stoimy na stanowisku, że czwarty kwartał powinien być jeszcze dobry dla TVN, a prawdziwe problemy spółki zaczną się dopiero z Nowym Rokiem.



WSiP (Kupuj)

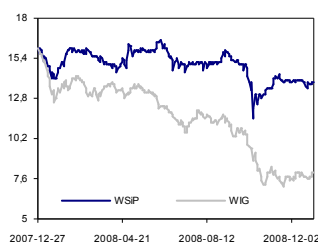
Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 18,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-12-09

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	253,4	224,9	-11,3%	194,5	-13,5%	190,6	-2,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	26,9	35,6	32,7%	68,9	93,3%	51,6	-25,0%	MC (cena bieżąca)	344,2
marża EBITDA	10,6%	15,8%		35,4%		27,1%		EV (cena bieżąca)	291,3
EBIT	23,2	29,8	28,7%	49,8	66,8%	42,1	-15,3%	Free float	36,6%
Zysk netto	20,1	49,2	144,9%	41,5	-15,6%	35,6	-14,0%		
P/E	21,6	7,5		8,3		9,7		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	18,3	6,7		5,7		7,6		Zmiana ceny: 6m	-7,3%
P/BV	3,6	3,0		2,9		3,0		Zmiana ceny: 12m	-12,6%
EV/EBITDA	13,2	8,4		4,2		5,8		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	0,0	7,6		13,0		12,0		Min (52 tyg.)	11,5



Odbicie rynku jakie najprawdopodobniej nastąpi w styczniu spowoduje, że z dużym prawdopodobieństwem z łask wypadną spółki dywidendowe, m.in. Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne. Z tego też względu, mimo solidnych wyników prezentowanych przez spółkę oraz małej wrażliwości na ewentualne skutki spowolnienia gospodarczego spodziewamy się, że akcje WSiP będą w nadchodzącym miesiącu zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu giełdowego.

Cały zysk z 2008 roku na dywidendę i buyback

Prezes WSiP jest za utrzymaniem polityki dywidendowej w kolejnych latach. Prezes WSiP Stanisław Wedler uważa, że spółka w kolejnych latach powinna dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Zarząd będzie rekomendował przeznaczenie 100 proc. zysku z 2008 roku na dywidendę i buyback.

Sektor IT

Tech Data planuje przejęcie ABC Daty

Według informacji Parkietu Tech Data Polska jest bardzo zainteresowana odkupieniem od MCI Management udziałów w ABC Data. Na ten moment do Tech Daty nie wpłynęło żadne zaproszenie do składania oferty ze strony MCI, jednak jej przedstawiciele nie ukrywają zainteresowania przejęciem. Byłby to kolejny krok w kierunku konsolidacji rynku. Uważamy, że uderzyłaby ona w dłuższej perspektywie przede wszystkim w mniejsze podmioty, natomiast mogłaby to być pozytywna informacja dla AB czy Actionu. Spółki te przeżywają (AB), bądź najprawdopodobniej będą przeżywały w najbliższym okresie (Action) problemy związane z reorganizacją spółki po przejęciach. Gdyby w tym samym czasie podobne trudności przechodził najważniejszy konkurent ułatwiłoby to im życie w trudnym okresie spowolnienia gospodarczego.

Pieniądze z budżetu i Unii lekarstwem na spowolnienie?

„Gazeta Wyborcza” napisała o 700 mln PLN jakie w 2009 roku mają być wydane z budżetu i środków unijnych na informatyzację kraju w ramach programu Innowacyjna Gospodarka. Zamówienia rządowe na podobną kwotę miałyby zostać zrealizowane również w 2010 roku. W ramach tych sum realizowane byłyby m.in. kontrakty na elektroniczny dowód osobisty, e-Podatki, informatyzacja ksiąg wieczystych itp. Wymienione projekty są częścią Planu Informatyzacji Państwa, który jak do tej pory ma liczne opóźnienia w harmonogramie. Nie wydaje nam się możliwe, by 2009 rok mógłby być przełomowy pod tym względem i wątpimy w realność wydania 700 mln PLN jeszcze w 2009 roku. Naszym zdaniem bardzo możliwe jest rozpisanie kilku dużych przetargów w nadchodzącym roku, jednak rozstrzygnięcie przetargów i wydanie zakontraktowanych kwot jest w tym okresie praktycznie niemożliwe. W związku ze spowolnieniem w innych segmentach rynku IT do publicznych przetargów stanie na pewno wielu zainteresowanych i wykorzystają oni ścieżki odwoławcze do samego końca w wypadku niekorzystnych dla nich rozstrzygnięć. W związku z tym nie sądzimy, by jakiegokolwiek realne pieniądze z dużych projektów pojawiły się już w 2009 roku. W tym czasie będą realizowane raczej mniejsze projekty publiczne, w dużej części na szczeblu samorządowym.

Asseco Poland

Coraz bliżej przejęć

Prezes Góral poinformował w wywiadzie dla PAP, że spółka podjęła decyzję o przejęciu niemieckiej spółki i transakcja może zostać sfinalizowana do końca roku. Prezes jest również zadowolony z wyników audytu merytorycznego spółki hiszpańskiej (do przeprowadzenia pozostał jeszcze audyt finansowy) i ta transakcja również może zostać przeprowadzona na początku przyszłego roku. Nie ma natomiast ostatecznych decyzji w sprawie spółki holenderskiej. Spółka niemiecka ma wspólnie z matrix24, AP i Uniquare stworzyć Asseco Dach, w którego skład wejdzie też najprawdopodobniej Asseco Austria. Prezes Góral wypowiedział się również na temat konsensusu rynkowego stwierdzając, że spółka ma szansę pokazać lepsze rezultaty. Zysk netto niemieckiej spółki to około 1 mln euro, zysk hiszpańskiej to około 4 mln euro. Przejęcie tych spółek będzie ważnym etapem w tworzeniu podwalin pod rozwój w Europie Zachodniej. Niestety jak dotąd brak jest informacji na temat ewentualnych cen przejęcia.

Dwie umowy

Asseco Poland podpisało z Biurem Maklerskim Alior Banku umowę na udzielenie licencji oraz wdrożenie i świadczenie usług informatycznych na kompleksowy system przeznaczony dla biur maklerskich, a także umowę uzupełniającą (do umowy z 1997 r.) z ZUS o wartości 191,5 mln PLN netto. Druga umowa została zawarta na okres od 1 stycznia 2009 r. do 10 października 2010 r.

Sprzedaż części akcji własnych

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o zbyciu 1,4 mln własnych akcji z ogólnej liczby 11,6 mln akcji własnych posiadanych przez spółkę. Średnia jednostkowa cena zbycia wyniosła 45 PLN, co oznacza, że spółka osiągnęła na sprzedaży wpływ na poziomie 63 mln PLN. Celem sprzedaży akcji własnych było szybkie pozyskanie środków na dokonanie planowanych przejęć. Dwa pakiety po 700 tys. akcji zostały zbyte po cenie 10% niższej od ceny zamknięcia z dnia poprzedzającego transakcję.

Zakup udziałów w spółce update4u Software AG

Asseco Germany nabyło 60% udziałów w kapitale zakładowym spółki update4u Software AG za cenę 4,8 mln euro. Umowa przewiduje dodatkowe płatności w wypadku osiągnięcia przez przejętą spółkę określonych wyników finansowych za lata 2009 i 2010. W 2009 roku update4u ma osiągnąć 1,3 mln euro zysku. Jest to jedna z trzech transakcji jakie Asseco planowało przeprowadzić na przełomie 2008 i 2009 roku (do tego dochodzi spółka hiszpańska i holenderska). Przejęty podmiot jest producentem oprogramowania klasy IT Management Software. Cenę przejęcia trudno ocenić bez znajomości dodatkowych opłat jakie byli właściciele otrzymają po

wypełnieniu przez spółkę prognozy. Na ten moment P/E nowego nabytku przy założeniu wypełnienia prognozy wynosi 3,7.

Comarch

Wezwanie na akcje SoftM Software und Beratung AG

Spółka poinformowała w komunikacie o ogłoszeniu przez spółkę zależną Comarch Software AG wezwania na pozostałe akcje spółki SoftM Software und Beratung AG. Okres akceptacji potrwa od 22 grudnia 2008 roku do 2 lutego 2009 roku. Cena nabycia jednej akcji w wezwaniu to 3,45 euro. Zakupu pakietu w SoftM Comarch dokonał w połowie listopada i obecnie posiada 3,25 mln akcji stanowiących 50,15% kapitału zakładowego nabytej spółki. Do ewentualnego nabycia pozostało jeszcze 3,23 mln akcji, co oznacza, że zakup akcji w wezwaniu może jeszcze pochłonąć 11,14 mln euro. Tym samym pakiet 100% akcji niemieckiej spółki będzie kosztował Comarch łącznie 22,35 mln euro. Przypomnijmy, że SoftM w zeszłym roku osiągnęła 59,4 mln euro przychodów, 1,9 mln euro straty operacyjnej i 0,9 mln euro straty netto. W pierwszych 9 miesiącach bieżącego roku wypracowała 39,7 mln euro sprzedaży, 0,5 mln euro zysku operacyjnego i 0,1 mln euro straty netto.

Kontrakt z Uniwersytetem Medycznym w Lublinie

Spółka podpisała umowę na stworzenie zintegrowanego systemu informatycznego dla UM w Lublinie. Kwota umowy to około 3,0 mln PLN brutto. Niewielki kontrakt realizowany w konsorcjum ze spółką Naxtech.

Qumak Sekom

Pozytywny czwarty kwartał

Prezes Paweł Jaguś poinformował w rozmowie z dziennikarzami, że czwarty kwartał spełnił oczekiwania Zarządu i pozwoli na wypełnienie tegorocznych prognoz finansowych. Ponadto dodał, że do backlogu zraportowanego przy wynikach trzeciego kwartału (134 mln PLN) mogą dojść dwa duże kontrakty, jeden związany z organizacją Euro2012, drugi związany najprawdopodobniej z Schengen. Wskaźnik P/E implikowany wypełnioną prognozą to 8,8 zatem nie szczególnego po ostatniej fali spadków giełdowych. Interesująco wygląda natomiast portfel kontraktów, który obejmuje już ponad połowę zeszłorocznych przychodów. Uzupełnienie tego portfela o dwa nowe kontrakty byłoby dobrą informacją w czasie obaw o spowolnienie w 2009 roku.

Umowa z Budimex Dromex

Qumak-Sekom ma umowę z Budimex Dromex wartą 6,77 mln PLN netto. Spółka Qumak-Sekom podpisała umowę ze spółką Budimex Dromex na montaż instalacji i automatyki w budynkach biurowych wartą 6,77 mln PLN netto. Termin zakończenia robót umowy ustalono na 31.08.2009 r.

Podniesienie prognoz rocznych

Spółka poinformowała o podniesieniu rocznych prognoz wyników finansowych. Prognoza przychodów pozostała na niezmiennym poziomie 250 mln PLN. Oczekiwania odnośnie zysku operacyjnego zostały podniesione z 15,2 mln PLN do 17,2 mln PLN, a zysku netto z 12,5 mln PLN do 13,7 mln PLN. Spółka już wcześniej informowała o możliwości nieznacznego przekroczenia wcześniejszych prognoz Zarządu. Wskaźnik P/E implikowany nową prognozą to 7,9.

Powództwo oddalone

Sąd oddalił powództwo ZUS-u w sprawie przeciwko Qumakowi-Sekom, która dotyczyła ustalenia nieistnienia stosunku prawnego wynikającego z umowy o wartości 24,1 mln zł. Sąd oddalił powództwo ZUS-u ze względu na brak interesu prawnego. Pełnomocnik ZUS-u zapowiedział publicznie, że nie będzie wnosził apelacji od wyroku sądu. Sprawa dotyczyła podpisanej w połowie marca 2008 r. umowy między Qumakiem-Sekom, a ZUS-em o wartości 24,1 mln zł brutto, której przedmiotem była dostawa, instalacja i uruchomienie 44 zestawów sprzętu komputerowego.



AB (Trzymaj)

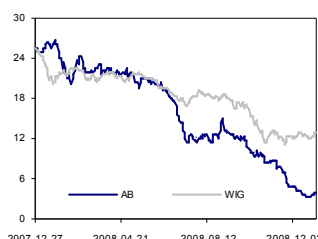
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 12,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 230,2	2 259,4	83,7%	3 069,0	35,8%	3 364,2	9,6%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	16,8	24,4	45,6%	53,7	119,9%	58,4	8,9%	MC (cena bieżąca)	60,6
marża EBITDA	1,4%	1,1%		1,7%		1,7%		EV (cena bieżąca)	236,3
EBIT	15,4	22,2	44,1%	48,4	118,0%	52,9	9,4%	Free float	37,9%
Zysk netto	9,6	8,5	-12,3%	25,8	205,1%	29,9	16,1%		
P/E	4,6	7,2		2,4		2,0		Zmiana ceny: 1m	-21,3%
P/CE	4,0	5,7		1,9		1,7		Zmiana ceny: 6m	-73,8%
P/BV	0,6	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-84,8%
EV/EBITDA	7,2	7,7		4,4		4,2		Max (52 tyg.)	26,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Podobnie jak dla całego segmentu dystrybucji IT styczeń powinien być dla AB relatywnie słabszym w porównaniu do szerokiego rynku, na co wpływ będą miały m.in. wiadomości o osłabiającym się popycie konsumpcyjnym oraz o zmniejszanych przez ubezpieczycieli limitach kredytowych, co szczególnie uderzy naszym zdaniem w mocniej zadłużonych dystrybutorów, którzy teraz będą musieli bądź zrezygnować z części sprzedaży do bardziej zagrożonych spółek, bądź samodzielnie ponosić ryzyko upadłości klienta.

Podpisanie umowy dystrybucyjnej

Spółka podpisała umowę dystrybucyjną na produkty firmy HTC Corporation. Przedmiotem umowy jest dystrybucja urządzeń, takich jak: urządzenia telekomunikacji bezprzewodowej, PDA, urządzenia nawigacyjne oraz inne urządzenia produkowane przez HTC.



Action (Akumuluj)

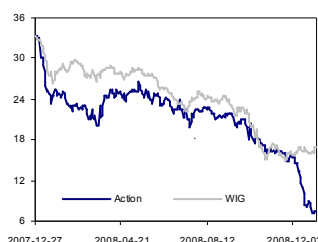
Cena bieżąca: 7,5 PLN

Cena docelowa: 24 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	4 568,6	95,0%	3 310,4	-27,5%	Liczba akcji (mIn)	17,2
EBITDA	37,7	69,8	85,1%	128,6	84,3%	93,1	-27,7%	MC (cena bieżąca)	128,4
marża EBITDA	2,1%	3,0%		2,8%		2,8%		EV (cena bieżąca)	283,0
EBIT	30,4	57,3	88,7%	113,4	97,9%	81,7	-27,9%	Free float	31,0%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	75,9	124,5%	49,7	-34,5%		
P/E	5,6	3,8		1,7		2,6		Zmiana ceny: 1m	-51,9%
P/CE	4,2	2,8		1,4		2,1		Zmiana ceny: 6m	-66,9%
P/BV	0,8	0,7		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-77,5%
EV/EBITDA	4,8	4,0		2,2		3,0		Max (52 tyg.)	33,2
Dyid (%)	2,0	3,6		5,7		12,4		Min (52 tyg.)	7,2



Notowania Actionu w grudniu mocno ucierpiały ze względu na słabe wyniki zaraportowane w pierwszym kwartale roku obrotowego. Naszym zdaniem również nadchodzący miesiąc może być pod względem notowań słabszy od pozostałych spółek giełdowych. Podobnie jak w przypadku AB na działalność spółki negatywnie mogą wpływać mniejsze limity kredytowe dla klientów przydzielone przez ubezpieczycieli. Głównym czynnikiem, który może determinować kurs akcji jest jednak potencjalna fuzja z Vobisem i parytet wymiany akcji jaki zostanie ustalony przy negocjacjach. Wobec braku informacji na temat możliwych warunków wymiany akcji nie jesteśmy w stanie przewidzieć ostatecznej reakcji rynku na ewentualną informację na temat fuzji.

Umowa o konsolidacji z Vobisem

Spółka potwierdziła w komunikacie wcześniejsze informacje PAP dotyczące podpisania z Vobisem umowy o konsolidacji i uzyskania na okres 3 miesięcy wyłączności na negocjacje w sprawie przejęcia. Vobis posiada sieć 200 salonów własnych i franczyzowych, wypracowała w zeszłym roku 829,6 mln PLN przychodów, 23,7 mln PLN zysku netto, 27,7 mln PLN zysku operacyjnego. Jest to więc podmiot przekraczający rozmiarami połączone siły Komputronika i Karenu tak jak Vobis funkcjonujących w segmencie detalicznym. Ocena ewentualnej transakcji będzie w dużej mierze zależała od ustalonego parytetu wymiany. Ponieważ transakcja będzie bezgotówkowa nie powinno być problemów z samym finansowaniem przejęcia, jednak tak duża fuzja na początku spodziewanego spowolnienia wydaje się nam dosyć ryzykowna.

Wyniki 1Q 2008/2009

Action zanotował bardzo słabe wyniki w pierwszym kwartale nowego roku obrotowego obejmującego miesiące sierpień - październik, przy czym główną przyczyną negatywnego zaskoczenia było saldo ujemnych i dodatnich różnic kursowych jakie spółka zaksięgowała w tym okresie. Sama wartość sprzedaży, która w wymienionym okresie wyniosła 608,4 mln PLN, tj. o 20,4% więcej niż w tym samym okresie ubiegłego roku nie wskazuje na to, aby spowolnienie gospodarcze póki co ograniczało popyt wśród klientów spółki. Poza wysoką sprzedażą spółka też zaprezentowała znaczną poprawę marży brutto na sprzedaży z 7,2% do 10,3%, co jest przede wszystkim efektem tańszych zakupów zrealizowanych po niskim kursie dolara amerykańskiego i euro oraz sprzedaży, dla której ceny w PLN były ustalane już w stosunku do znacznie wyższego kursu. Spółce udało się ponadto zredukować udział w przychodach kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, co spowodowało wzrost marży netto na sprzedaży z 0,3% do 3,9%. Wyniki zostały jednak popsute na poziomie pozostałych kosztów, gdzie spółka zaksięgowała 45,9 mln PLN. W efekcie spółka zanotowała stratę operacyjną w wysokości 18,1 mln PLN, przy 10,2 mln PLN zysku operacyjnego w analogicznym okresie ubiegłego roku, a po uwzględnieniu wyższych od ubiegłorocznych kosztów finansowych stratę netto w wysokości 18,3 mln PLN (rok temu był to zysk w wysokości 5,9 mln PLN). Podsumowując, główną przyczyną słabych wyników Actionu były pozostałe koszty operacyjne, z których niemal całość była efektem przeszacowań sald zobowiązań walutowych. Większość negatywnego efektu tego przeszacowania, zakładając w przyszłości stabilność kursów walutowych będzie odwróconych w postaci wyższej marży realizowanej na zapasach magazynowych. Tempo w jakim będzie następowało odrabianie przez spółkę strat z tego tytułu będzie zależało od koniunktury w branży i tempa w jakim zostaną upłynnione tanie zapasy. Przy rysującym się znacznym zmniejszeniu popytu na sprzęt IT zarówno ze strony gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw oczekujemy, że strat nie da się odrobić w kolejnym kwartale i będzie to dłuższy okres rozliczony na co najmniej dwa okresy sprawozdawcze.

Podniesienie dywidendy?

Action nie wyklucza podwyższenia dywidendy z zysku za 2007/08 r. Action, który wcześniej planował przeznaczenie około 20 proc. zysku za rok obrotowy 2007/08 na wypłatę dywidendy, rozważa obecnie możliwość wypłaty większej części zysku dla akcjonariuszy. Na dywidendę może trafić nie więcej niż połowa ubiegłorocznego zysku.



ASBIS (Trzymaj)

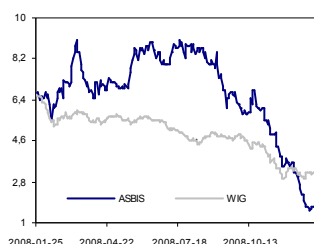
Cena bieżąca: 1,6 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-18

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 008,8	1 397,3	38,5%	1 619,2	15,9%	1 717,0	6,0%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	17,9	27,6	53,8%	25,6	-7,2%	20,7	-19,3%	MC (cena bieżąca)	88,8
marża EBITDA	1,8%	2,0%		1,6%		1,2%		EV (cena bieżąca)	100,5
EBIT	16,1	25,7	59,6%	23,3	-9,5%	18,3	-21,5%	Free float	32,8%
Zysk netto	9,4	18,7	98,1%	13,5	-27,7%	10,1	-25,1%		
P/E	9,4	4,7		6,6		8,8		Zmiana ceny: 1m	-51,0%
P/CE	7,9	4,3		5,6		7,1		Zmiana ceny: 6m	-79,0%
P/BV	1,5	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,4	3,1		3,9		5,2		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	1,1	1,1		3,2		4,1		Min (52 tyg.)	1,5



W grudniu na kurs Asbisu negatywnie wpływała pogarszająca się sytuacja gospodarcza na dwóch głównych rynkach spółki, tj. Rosji i Ukrainie. Czynniki ten może być również decydujący jeśli chodzi o zachowanie akcji spółki w styczniu. Z drugiej strony zwracamy uwagę na znaczne dyskonto z jakim Asbis jest notowany w stosunku do wartości księgowej kapitałów własnych. Wydaje się, że tak znaczne dyskonto nie jest w pełni uzasadnione słabością rynków wschodnich i możliwymi upadłościami przedsiębiorstw na tym terenie. Uważamy, że bieżące dyskonto z zapasem uwzględnia scenariusz ewentualnych strat poniesionych w przypadku upadłości części kontrahentów.



Komputronik (Akumuluj)

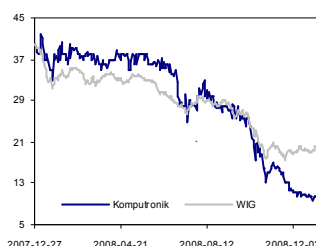
Cena bieżąca: 10,6 PLN

Cena docelowa: 33,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-12-02

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	338,4	519,2	53,5%	921,2	77,4%	1 229,1	33,4%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	11,4	13,9	22,4%	18,0	29,4%	31,7	76,4%	MC (cena bieżąca)	86,9
marża EBITDA	3,4%	2,7%		2,0%		2,6%		EV (cena bieżąca)	72,9
EBIT	10,5	11,3	8,1%	13,3	17,5%	25,9	94,6%	Free float	20,3%
Zysk netto	8,7	10,2	17,1%	20,3	99,0%	27,9	37,4%		
P/E	7,3	7,7		4,3		3,1		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	6,6	6,2		3,5		2,6		Zmiana ceny: 6m	-62,3%
P/BV	3,7	0,9		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-72,1%
EV/EBITDA	4,6	3,4		4,1		2,5		Max (52 tyg.)	41,9
Dyid (%)	0,5	0,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,6



W styczniu oczekujemy, że kurs akcji Komputronika będzie zachowywał się poniżej indeksu rynkowego. Słaby sentyment do walorów spółki wynikać będzie z niepewności dotyczącej przyszłej koniunktury w dystrybucji branży sprzętu IT. Opublikowane obniżone prognozy roczne posiadają duży margines błędu, co również zwiększa niepewność dotyczącą wyników spółki. Z tego względu uważamy, że Komputronik nie skorzysta na ewentualnej wyższości indeksów jakiej oczekujemy w styczniu.

Wyniki sprzedaży w październiku i listopadzie

Spółka poinformowała w komunikacie, że sprzedaż spółki-matki wyniosła w październiku 90 mln PLN i była 57% wyższa niż przed rokiem, a w listopadzie kształtowała się na poziomie 91 mln PLN, czyli 30% więcej od zeszłorocznego osiągnięcia. Są to wyniki o nieco niższej dynamice niż w pierwszym półroczu jednak zdecydowanie powyżej dynamiki słabego trzeciego kwartału. Mimo poprawy wypełnienie całorocznych prognoz mówiących o 920 mln PLN przychodów i 22 mln PLN zysku netto jest w tym momencie nierealne.

Obniżenie prognoz wyników finansowych

Komputronik obniżył prognozę zysku netto grupy w 2008 roku do 7-11 mln PLN z 22 mln PLN zakładanych pierwotnie, a przychodów do 770-800 mln PLN z 920 mln PLN zakładanych wcześniej. Zysk brutto wyniesie 8,5-12,5 mln PLN (wcześniej oceniano, że będzie to 29 mln PLN), zysk operacyjny 11,4-14,4 mln PLN (według pierwotnych prognoz miało to być 30,5 mln PLN), a EBITDA 16,5-19,5 mln PLN (a nie 34,5 mln PLN, jak zakładano wcześniej). Jednocześnie spółka odwołała prognozy na 2009 rok. Zarząd spółki przed wynikami trzeciego kwartału dawał sygnały o możliwym obniżeniu prognoz wyników na 2009 rok. Wobec słabnącej dynamiki sprzedaży i straty jaką zanotowała Grupa w 3Q2008 sama korekta prognoz stała się kwestią czasu. Skala obniżki jest dość duża i odzwierciedla słabszy od pierwotnych założeń grudzień i przedświąteczny okres sprzedaży. Oczekujemy, że ostateczne wyniki finansowe utrzymają się bliżej dolnej granicy podanych przez kierownictwo spółki przedziałów.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 63,5 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana		
Przychody	1 085,6	1 253,0	15,4%	1 280,0	2,2%	1 369,6	7,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	154,1	194,0	25,9%	187,9	-3,2%	201,0	7,0%	MC (cena bieżąca)	585,8
marża EBITDA	14,2%	15,5%		14,7%		14,7%		EV (cena bieżąca)	941,6
EBIT	109,6	141,9	29,4%	128,0	-9,8%	141,1	10,2%	Free float	46,0%
Zysk netto	87,8	97,8	11,4%	86,1	-12,0%	98,3	14,2%		
P/E	6,7	6,0		6,8		6,0		Zmiana ceny: 1m	-7,5%
P/CE	4,4	3,9		4,0		3,7		Zmiana ceny: 6m	-24,9%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-60,8%
EV/EBITDA	5,4	4,9		5,0		4,4		Max (52 tyg.)	161,8
Dywid (%)	6,3	6,3		7,1		7,3		Min (52 tyg.)	49,5



Spółka jest wysoce związana z koniunkturą gospodarczą, a szczególnie z branżą budowlaną i maszynową (SWW, SKA) oraz popytem konsumenckim (SOG). Prognozy makroekonomiczne na najbliższe kwartały są złe, co zapewne będzie wpływało na dalsze pogarszanie się wyników spółki. Naszym zdaniem, przy obecnych cenach negatywny scenariusz jest już uwzględniony w cenie akcji. Podtrzymujemy rekomendację kupna.

Wstępna prognoza wyników za 4Q2008

W 4Q2008 roku zarząd spodziewa się osiągnąć ok. 260 mln PLN skonsolidowanej sprzedaży (-15% r/r). Głównymi czynnikami wpływającymi na niższy poziom przychodów ze sprzedaży był znaczący spadek cen aluminium na światowych rynkach (-23% w USD oraz 13% w PLN) oraz spadek sprzedaży ilościowej w Segmencie Wyróbów Wyciskanych oraz w dwóch najmniejszych segmentach (Segmencie Usług Budowlanych i Segmencie Akcesoriów Budowlanych). W 4Q2008 dodatnią dynamikę przychodów ze sprzedaży osiągnął jedynie Segment Systemów Aluminiowych (+5%), Segment Opakowań Giętkich osiągnął sprzedaż porównywalną do 2008 roku, natomiast pozostałe segmenty zanotowały do 30% spadku. EBIT wyniesie ok. 25-27 mln PLN głównie ze względu na bardzo słabą sprzedaż w miesiącu grudniu, która wyniesie ok. 50 mln PLN w stosunku do planowanych 70 - 75 mln PLN. W efekcie skonsolidowany zysk netto wyniesie ok. 16 - 17 mln PLN. Oznacza to, że w ujęciu rocznym spółka osiągnie EBIT w wysokości 128 mln PLN i zysk netto na poziomie 77-78 mln PLN. W przypadku zysku netto to o 8 mln PLN mniej niż zakładaliśmy i wcześniej prognozował zarząd. Na poziomie EBIT prognoza jest niższa o 2 mln PLN, co może oznaczać, że spółka poniosła wyższe niż oczekiwaliśmy koszty finansowe. Po dokładnym zapoznaniu się z wynikami zaktualizujemy nasze prognozy na 2009 roku. Wyniki osiągnięte przez spółkę w grudniu mogą być zapowiedzią słabszych niż oczekiwania wyników całego przemysłu.



KGHM (Kupuj)

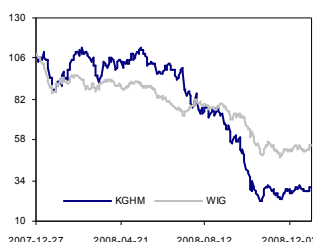
Cena bieżąca: 30,5 PLN

Cena docelowa: 49,2 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-27

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 669,7	12 183,0	4,4%	11 080,7	-9,0%	7 442,0	-32,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 646,5	5 034,0	8,3%	3 897,6	-22,6%	1 139,7	-70,8%	MC (cena bieżąca)	6 100,0
marża EBITDA	39,8%	41,3%		35,2%		15,3%		EV (cena bieżąca)	3 988,3
EBIT	4 302,2	4 682,0	8,8%	3 430,9	-26,7%	670,2	-80,5%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 504,6	3 799,0	8,4%	2 818,6	-25,8%	583,3	-79,3%		
P/E	1,7	1,6		2,2		10,5		Zmiana ceny: 1m	9,0%
P/CE	1,6	1,5		1,9		5,8		Zmiana ceny: 6m	-67,8%
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-71,4%
EV/EBITDA	0,9	0,7		1,0		3,8		Max (52 tyg.)	112,0
Dyid (%)	32,8	55,7		29,5		9,0		Min (52 tyg.)	21,4



Obserwowany spadek cen surowców znajdzie swoje odzwierciedlenie w wynikach najbliższych kwartałów, co uwzględniamy już w naszych prognozach. Zwracamy uwagę, że pomimo spadających nadal cen surowców spółki górnicze notowane na światowych giełdach (BHP Billiton, Rio Tinto, Anglo American) nie pogłębiają już spadków. Podtrzymujemy opinię, że jest to dobry czas na kupno akcji spółki, szczególnie, że w perspektywie 3-4 tygodni rynek miedzi wchodzi w fazę sezonowego wzrostu popytu, co powinno nieco spowolnić dalszy wzrost zapasów metalu.

Ceny miedzi i srebra w 4Q2008

W 4Q2008 średnia cena miedzi wyniosła 3 948 tys. USD, tj. o 48% mniej niż w 3Q2008 i 46% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Z punktu widzenia spółki negatywny efekt częściowo amortyzuje osłabienie PLN w stosunku do USD, w efekcie czego złotówkowa cena metalu jest o 32% niższa niż w poprzednim kwartale i o 38% w stosunku do 4Q2007. W przypadku ceny srebra wyrażonego w PLN spadki wynoszą odpowiednio -11% i -18%.

Bilans miedzi po dziewięciu miesiącach

Wg najnowszego raportu International Copper Study Group w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 2008 roku rynek miedzi zanotował nadwyżkę podaży na poziomie 120 tys. ton. Konsumpcja miedzi w tym okresie wzrosła o 2,7% (nie uwzględnia działań Agencji Rezerw Materiałowych) w odniesieniu do analogicznego okresu sprzed roku, z czego zużycie w Chinach wzrosło o 12,7% r/r, przy niższej konsumpcji w krajach UE-15, Japonii oraz USA odpowiednio o 3,3%, 1,5% i 9%. Produkcja górnicza miedzi obniżyła się o 0,8% r/r, z czego produkcja koncentratu spadła o 1,6%. Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych kopalń utrzymywał się na bardzo niskim poziomie 82,7% w stosunku do 85,9% przed rokiem. Produkcja miedzi rafinowanej wzrosła o 3% r/r (produkcja pierwotna: +3,3%, produkcja ze złomów +1,7%).

Producenci wstrzymują nowe projekty

Grudzień przyniósł kolejne informacje o zamknięciach lub wstrzymaniu inwestycji górniczych (*m.in. BHP Billiton, Anglo American, Soughtern Copper). Zgodnie z szacunkami Brook Hunt produkcja górnicza miedzi w 2009 roku będzie o ok. 1,1 mln ton mniejsza w stosunku do produkcji prognozowanej jeszcze kilka miesięcy temu. Główne powody wstrzymania nowych inwestycji to: spadek lub brak rentowności projektów i problemy z pozyskaniem finansowania. Na 2010 rok szacuje się, że utracona produkcja z tytułu wstrzymanych projektów górniczych wyniesie 1,38 mln ton.

Budownictwo

Wzrost produkcji budowlano - montażowej X 2008

Zgodnie z danymi GUS, produkcja budowlano-montażowa wzrosła w listopadzie o 5,5% r/r i spadła o 20,1% m/m. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 11% r/r i spadła o 1% m/m.

Problemy w segmencie budownictwa kubaturowego

Prezes Budimexu twierdzi, że zatory płatności w branży już zaczynają się poprawiać. Nie dotyczą one projektów infrastrukturalnych, lecz inwestycji mieszkaniowych, handlowych i biurowców. Coraz bardziej realne stają się także działania ukierunkowane na redukcję kosztów (zwolnienia). Zgodnie z wypowiedzią prof. Bolkowskiej, sektor budowlany charakteryzuje się ciągle wysoką rentownością, rzędu 4,9%, lecz coraz więcej firm traci zamówienia. Co czwarta firma budowlana przynosi obecnie straty, takich przedsiębiorstw jest dwukrotnie więcej niż przed rokiem. Przedstawiciel Polskich Składów Budowlanych twierdzi, że w ciągu 11 miesięcy składy sprzedały o 4% więcej materiałów niż przed rokiem, ale w listopadzie popyt był niższy. Od września mamy do czynienia z wyraźnym spadkiem sprzedaży cementu.

Kryzys w ukraińskim budownictwie

Wartość robót budowlano-montażowych od stycznia do października na Ukrainie spadła w ujęciu realnym o 9,6%. Zgodnie z prognozą PMR, spadek w ujęciu rocznym powinien wynieść 12%. Sytuacja na rynku kredytowym na Ukrainie jest znacznie gorsza niż w Polsce, gdyż oprocentowanie kredytów wzrosło nawet do 20% w skali roku. Słaba koniunktura panuje też w zakresie budownictwa inżynierskiego. Zbigniew Bachman z PIPH Budownictwa uważa, że jest to w dużej mierze wpływ kryzysu politycznego. Zgodnie z opinią analityka PMR, dopiero gdy uspokoi się sytuacja polityczna i gospodarcza, będzie można liczyć na wzrost inwestycji. Dyrektor eksportu w Ulma Construcción Polska twierdzi, że spółka na razie dobrze sobie radzi na ukraińskim rynku, ponieważ posiada dużo kontraktów, których finansowanie nie zależy od państwa.

Budownictwo komercyjne

Kryzys finansowy wyhamuje inwestycje hotelowe

Grupa Orbis może wkrótce podjąć decyzję o zamrożeniu nowych inwestycji, ze względu na zbliżające się spowolnienie gospodarcze. Wiceprezes spółki przyznał, że wstrzymane mogłyby zostać wszystkie trwające inwestycje. Jednym z negatywnych sygnałów, które mogą być przyczyną takiej decyzji, jest obserwowany 12%-owy spadek liczby turystów zagranicznych w tym roku. Przedstawiciel JW Construction Holding twierdzi, że firma zamierza kontynuować inwestycje hotelowe, podobnie jak Warimpex wraz z Louvre Hotels. Z inwestycji nie wycofuje się także Starwood Hotels & Resorts.

Budownictwo mieszkaniowe

Cztery na pięć inwestycji deweloperskich nie ruszy

Jarosław Szanajca, prezes Dom Development i Polskiego Związku Firm Deweloperskich twierdzi, że w wyniku sytuacji na rynku, cztery na pięć z planowanych inwestycji mieszkaniowych w Warszawie nie ruszy. Zdaniem prezesa sytuacja na rynku jest fatalna, ze względu na spadek sprzedaży nawet o 90%. Na pytanie dlaczego deweloperzy nie obniżają cen p. Szanajca odpowiada, że to droga do nikąd. Obniżka cen powoduje wzrost oczekiwań klientów i prowadzi do dalszego spadku cen.

Budownictwo przemysłowe

Ujemna dynamika inwestycji już w Q1 2009?

Już teraz niektóre szacunki zakładają, że w Q1 2009 dynamika inwestycji będzie ujemna i wyniesie -2%. W Q3 2008 wzrost inwestycji wyniósł 3,5%, w porównaniu do 15,2% w Q2 2008 i 15,7% w Q1 2008. Ostatnią ujemną dynamikę inwestycji GUS zanotował w Q2 2003 (-0,6%).

Koszty budowy fabryk spadają, ale firmy nie inwestują

Ze względu na niepewną sytuację gospodarczą, firmy zainteresowane budową nowych obiektów przekładają podjęcie decyzji na pierwszy kwartał lub pierwszą połowę 2009 roku. Zgodnie z wypowiedzią przedstawiciela PM Group Polska, projektów jest o 30-40% mniej niż na początku 2008 roku. Podobnego zdania jest wiceprezes Mostostalu Puławy, choć przypomina, że rolę gra tutaj również zbliżający się sezon zimowy. Wzrosło zainteresowanie podwykonawców nowymi budowlami. Jeszcze niedawno zgłaszały się 2-3 konkurencyjne firmy, teraz jest ich 10. Ceny prac podwykonawczych są obecnie nawet o 5% niższe niż w Q1 2008. Przedstawiciel PM Group Polska spodziewa się kontynuacji tendencji w kolejnych miesiącach. Skracają się terminy dostawy materiałów budowlanych, a ich ceny spadły o kilka procent. W najbliższym czasie mo-

gą potanieć także działki budowlane. Biorąc pod uwagę te czynniki, koszt budowy fabryki może okazać się niższy o nawet 10% niż kilka miesięcy temu. Warto zauważyć też pozytywny dla zagranicznych inwestorów efekt w postaci tańszego złotego.

4 mld PLN dotacji dla przedsiębiorstw z UE

W 2009 roku przedsiębiorstwa mają otrzymać ponad 1 mld EUR (ponad 4 mld PLN) na wsparcie inwestycji.

Budownictwo publiczne

Sześć konsorcjów zawalczy o kontrakt na budowę stadionu narodowego

Kryteria przetargowe spełniły konsorcja z udziałem firm takich jak Budimex, PBG i Hydrobudowa Polska, Pol-Aqua i Mostostal Warszawa (firmy startują w jednym konsorcjum). Konsorcjum Mostostalu Export i China Metallurgical Group Corporation nie zostały dopuszczone do kolejnego etapu przetargu. Ostateczne oferty zawierające ceny zostaną złożone w marcu. Umowa z wykonawcą zostanie podpisana w kwietniu.

Budownictwo drogowe

GDDKiA Zainwestuje 28-30 mld PLN

Lech Witecki, szef GDDKiA zapewnia, że ma przygotowane inwestycje, które w przyszłym roku pochłoną 28 mld PLN, rząd tyle pieniędzy planuje przeznaczyć na ten cel. Na niewykonanie planu zgodnie z wypowiedzią Lecha Witeckiego może wpłynąć jedynie plan Natura 2000 i związane z nim ryzyko powstania nowych obszarów objętych ochroną. Minister infrastruktury Cezary Grabarczyk przyznał, że w budżecie na przyszły rok rząd przeznaczył 30 mld PLN na budowę dróg. Najwięcej otrzymają województwa mazowieckie – blisko 5 mld PLN i śląskie – 4 mld PLN. Na początku przyszłego roku GDDKiA ogłosi przetargi na budowę kilku odcinków autostrad i spodziewa się, że prace budowlane będą mogły ruszyć już latem przyszłego roku. Wszystkie te odcinki autostradowe będą podzielone na 15-20 kilometrowe fragmenty i to właśnie na nie będą ogłaszane przetargi (pozwoli to na udział w ofertowaniu mniejszych firm).

Budownictwo ekologiczne

Nakłady na ochronę środowiska – 66,2 mld PLN w okresie 2009 - 2012

Niezbędne nakłady na wykonanie zadań określonych w polityce ekologicznej Polski na lata 2009-2012 wyniosą 66,2 mld PLN, a na lata 2013-2016 - 63,5 mld PLN - szacuje Ministerstwo Środowiska. Zgodnie z danymi GUS, średnioroczne nakłady inwestycyjne ponoszone na ochronę środowiska i gospodarkę wodną w ostatnich latach (w cenach bieżących) wykazywały niewielką tendencję wzrostową i kształtowały się w granicach od 6,4 mld PLN w 2002 r. do 8,9 mld PLN w 2006 r. oraz do 9,8 mld PLN w 2007 r. Wzrost kosztów ochrony środowiska w Polsce wynika ze zobowiązań zawartych przez RP w Traktacie Akcesyjnym.

Energoinstal

Oczekiwana poprawa w 2009 roku

Prezes i jednocześnie największy akcjonariusz spółki obiecuje, że wyniki w 2009 roku będą znacznie lepsze niż w 2008. W nowy rok spółka ma wejść z kontraktacją na poziomie 85 mln PLN dla podmiotu dominującego i 120 mln PLN w skali grupy. Prezes jednocześnie podkreślił, że spółka nie dysponuje „toksycznymi” opcjami.

Energomontaż Południe

Nowy kontrakt niemiecki i brak opcji walutowych

Energomontaż Południe podpisał kontrakt na montaż części ciśnieniowej kotła o mocy 910 MW w elektrowni Rheinhafen-Dampfkraftwerk Karlsruhe w Niemczech. Wartość zamówienia stanowi kwotę 16,88 mln EUR (65,5 mln zł, czyli 21% wartości prognozowanych przychodów na rok 2008). Realizacja zamówienia odbywać się będzie w okresie od czerwca 2009 r. do kwietnia 2010 roku. Szacunkowa wielkość portfela na rok 2009 wynosi 178 mln PLN. Dodatkowo 38 mln PLN przechodzi na rok 2010. Spółka podtrzymuje deklaracje dotyczące oczekiwanego wzrostu przychodów r/r o co najmniej 15% oraz oczekiwanej marży brutto na sprzedaży na poziomie 18-20%. Zgodnie ze słowami prezesa, Energomontaż Południe nie stosuje instrumentów spekulacyjnych, do zabezpieczenia zagranicznych kontraktów stosuje instrumenty typu forward.

Energopol - Południe

Możliwa strata 5,3 mln PLN na transakcjach forward oraz opcjach

Energopol-Południe poinformował w komunikacie, że w wyniku zawartych transakcji forward oraz transakcji kupna i sprzedaży opcji na kurs euro/PLN może stracić 5,3 mln PLN (wycena na

16 grudnia). Kwota ta zostanie zbilansowana poprzez zwiększone przychody Spółki z zabezpieczonych kontraktów budowlanych rozliczanych w EUR (przesunięcie wyniku w czasie). Stan środków pieniężnych posiadanych przez spółkę oscyluje wokół 20 mln PLN. Ewentualne negatywne przepływy pieniężne nie spowodują zagrożenia dla działalności spółki, ani też nie będą miały negatywnego wpływu na osiągnięcie zaplanowanych przez spółkę na 2008 rok przychodów, które przewyższą przychody osiągnięte przez spółkę w 2007 roku, o co najmniej 30%.

Instal Kraków

Frampol – wzrost przychodów

Na 50 mln PLN wyceniono wartość umowy ramowej między PUH Frampol (79% udziałów ma Instal Kraków) z litewskim NTTI. Kontrakt przewiduje dostarczenie przez Frampol urządzeń wentylacyjno – klimatyzacyjnych dla obiektów przemysłowych i mieszkalnych, głównie na rynek rosyjski. Umowa obowiązuje do końca października 2009 roku. Zdaniem prezesa Instal Kraków przychody Frampolu sięgną w przyszłym roku ok. 80 mln PLN. Kontrakty będą realizowane w oparciu o pełną przedpłatę.

Mostostal Export

Zwiększa pulę kontraktów, możliwe pozyskanie inwestora branżowego

Mostostal Export zwiększa portfel zamówień w Rosji i liczy, że w pierwszym kwartale przyszłego roku zapadnie decyzja o możliwości pozyskania dla spółki partnera strategicznego. Jeszcze we wrześniu tego roku spółka informowała, że wartość jej portfela zleceń w Rosji to 218 mln USD. Prezes przyznał jednocześnie, że z ogólnej puli kontraktów w Rosji w trakcie uzgadniania i ubezpieczenia finansowania przez KUKĘ są cztery duże kontrakty, o wartości 230 mln USD.

Mostostal Płock

Przejęcie Centromostu Stocznia Rzeczna przesuwają się w czasie

Przejęcie spółki Centromost, której 50% udziałów posiada Mostostal Płock, przesuwają się w czasie. Prezes Mostostalu Płock przyznaje, że oczekuje na dalszy rozwój w sytuacji w spółce. Centromost ma problem z opcjami walutowymi, ponadto spowolnienie gospodarcze może w najbliższym czasie w istotny sposób przełożyć się na ilość nowych zleceń. Zgodnie z wypowiedzią prezesa Centromostu, spółka nie zawierała transakcji spekulacyjnych, instrumenty pochodne to głównie forwardy, a strata z ich wyceny może wynieść 1-2 mln PLN. Spółka rocznie generuje około 80-100 mln przychodów i około 2,5 mln PLN zysku netto. Wynik Mostostalu Płock w 2008 roku powinien być rekordowy, raczej jednak nie przekroczy 20 mln PLN. Do końca czerwca 2009 roku spółka ma wypełniony portfel w wysokości co najmniej 110 mln PLN. Mostostal Płock w przyszłości może również otrzymać zlecenia jako podwykonawca stadionu we Wrocławiu (najkorzystniejszą ofertę cenową złożył Mostostal Warszawa).

Mostostal Zabrze

Wybór oferty za 90 mln PLN

Oferta spółki została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu zorganizowanym przez Forum Częstochowa na zaprojektowanie i wykonawstwo robót budowlanych i instalacyjnych w ramach budowy elektrociepłowni w Częstochowie. Złożyło ją konsorcjum firm Mostostal Zabrze i KPBP Budus. Wartość oferty (90 mln PLN), bez uwzględnienia podziału prac między członków konsorcjum, to około 10% przychodów Mostostalu Zabrze prognozowanych przez nas na rok 2008.

Pol-Aqua

List intencyjny z Auchan

Pol-Aqua podpisała z Auchan Polska list intencyjny dotyczący budowy centrum handlowego w Łomiankach. Cena ryczałtowa za prace budowlane, które wykona Pol-Aqua wyniesie 107,5 mln PLN netto (9,2% prognozowanych przez nas przychodów spółki za rok 2008).

Prochem

Możliwy buyback

Prezes spółki powiedział, że zamiast dywidendy z zysków za 2008 rok rozpatrzy alternatywę w postaci skupu akcji własnych. Prognoza zysku netto na 2008 rok to 14 mln PLN. Nie wypłacenie dywidendy byłoby podyktowane rozpoczęciem budowy biurowca w Krakowie (110 mln PLN) w 1Q09.

Rafako

Wniosek o upadłość ELWO

Zarząd ELWO złożył w sądzie wniosek o ogłoszenie upadłości. Bezpośrednią przyczyną ogłoszenia upadłości było zajęcie rachunków bankowych przez ING BSK (na rachunkach znajdowało się 14 mln PLN w gotówce i papierach wartościowych). Istotne również było także rozwiązanie przez banki umów, na mocy których zostały zawarte transakcje na instrumentach pochodnych. Rafako deklaruje, że jest gotowe przejąć na siebie realizację kontraktów Elwo, a także zatrudnić ludzi pracujących w spółce. W perspektywie może dojść do kontynuacji produkcji elektrofiltrów w ramach struktur Rafako.

Rozwiązanie umowy i spór z ING BSK

Rafako otrzymało od swojej spółki zależnej ELWO informację o rozwiązaniu przez ING BSK umowy ramowej, na podstawie której dokonywane były walutowe transakcje terminowe, pomimo ustaleń między bankami (ING BSK, Millennium, Fortis Bank Polska, Pekao) a spółką. ELWO uważa, że bank dokonał tych czynności bez podstawy prawnej, naruszając jednocześnie umowę ramową. Spółka na tej podstawie złożyła jednocześnie oświadczenie o rozwiązaniu ze skutkiem natychmiastowym Umowy Ramowej z 25.01.07 i Umowy Zabezpieczającej z 24.06.08 oraz wszystkich transakcji zawartych na ich podstawie. ING BSK miało transakcje na 2,56 mln EUR, Millennium na 48,7 mln EUR, Fortis BP na 46,1 mln EUR, a Pekao na 28,5 mln EUR. ING BSK domaga się 20 mln PLN.

Komentarz do artykułów prasowych

Strata z tytułu transakcji walutowych Elwo w sprawozdaniu jednostkowym Rafako wyniesie 19 mln PLN (wartość udziałów w Elwo), natomiast na poziomie skonsolidowanym zostanie wykazana pełna strata na pozycjach opcyjnych. Rafako przyznało, że nie poręczała żadnych transakcji walutowych spółki zależnej Elwo. W wyniku wzrostu kursu EUR Rafako spodziewa się wzrostu marży operacyjnej na realizowanych przez Rafako kontraktach handlowych, co w pełni zrekompensuje ewentualną stratę.

Odejście wiceprezesa

Jerzy Thamm, wiceprezes spółki Rafako, złożył rezygnację z pełnionej funkcji. Jerzy Thamm zasiadał także w radzie nadzorczej Elwo.

Orzeczenie ukraińskiego sądu

Sąd Gospodarczy Obwodu Donieckiego w związku ze złożonym 3 października 2008 roku pozwodem o odszkodowanie wobec Spółki Akcyjnej Donieckoblenergo, wydał wyrok zasądzający na rzecz Rafako odszkodowanie w wysokości 11,5 mln USD (35 mln PLN). Zarząd Rafako ocenia, że wypłata odszkodowania może wpłynąć na poprawę wyników finansowych spółki (w ubiegłych latach utworzono rezerwy na ewentualne straty).

Remak

Dwa duże kontrakty

Firmy Remak i Polimex Mostostal (udział obu firm w konsorcjum: 50%) podpisały kontrakt z Alstom Power GmbH Stuttgart na montaż części ciśnieniowych bloków energetycznych o mocy 800MW dla projektu STKW Westfalen. Wartość prac to 31,3 mln EUR (121,8 mln PLN). Zadanie będzie realizowane w terminie od Q1 2009 do Q3 2010. Spółka otrzymała też zlecenie od Alstom Power na montaż 3 kotłów odzyskowych w Elektrowni Grain o wartości 80,9 mln PLN. Prace będą realizowane od grudnia 2008 roku do września 2009 roku.

Unibep

Przejęcie firmy drogowej postępuje zgodnie z planem

Unibep podpisał umowę przedwstępną zakupu 100% udziałów w regionalnej firmie zajmującej się budownictwem drogowym. Spółka rocznie generuje przychody na poziomie 20 mln PLN. W wyniku realizacji strategii Unibepu, przychody w segmencie drogowym mają w 2009 roku wynieść do 50 mln PLN.

Nabycie projektu deweloperskiego od SIM Ursynów

Unibep nabył od SIM Ursynów prawo do wieczystego użytkowania nieruchomości wraz z nakładami i prawami autorskimi do projektu w Warszawie przy ul. Kwatery Głównej 46. Strony uzgodniły łączną cenę za w/w nieruchomość w kwocie 52,7 mln PLN (w tym 27,7 mln PLN nakłady Unibep na realizację I etapu inwestycji). Projekt jest trzyetapowy, obecnie trwa realizacja pierwszego etapu, która ma się zakończyć we wrześniu 2009 roku. Spółka ma podpisane umowy na kupno 20% lokali. Unibep zapowiada ostrożne podejście do działalności deweloperskiej, raczej nie będzie kupować gruntów, myśli jednak o rozpoczęciu nowego projektu w zakresie budownictwa jednorodzinnego. Spółka zakłada, że przy obecnych trudnościach finansowych i braku nowych kontraktów, przychody z rynku rosyjskiego w 2009 roku sięgną 100 mln PLN.



Żurawie Wieżowe

Zwołanie NWZA na 23 stycznia 2009

Celem NWZA jest uchwalenie zmiany Statutu Spółki w zakresie upoważnienia Zarządu Spółki do podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego oraz w sprawie wyłączenia prawa poboru. Podjęcie uchwały w sprawie przeprowadzenia oferty publicznej i ubiegania się o dopuszczenie na rynku regulowanym praw poboru, praw do akcji oraz akcji emitowanych w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego oraz ich dematerializacji. W styczniu zostanie podjęta decyzja o skali emisji, związanej z subskrypcją prywatną. Żurawie są zainteresowane przejęciem jednej z dużych firm niemieckich (Grohmann), która wystawiona jest na sprzedaż. W najbliższych planach jest również finalizacja przejęcia firmy z Chorwacji.



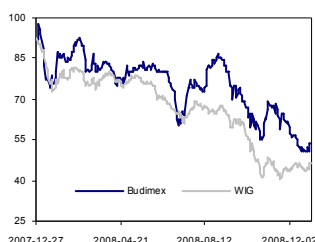
Budimex (Kupuj)

Cena bieżąca: 53,4 PLN Cena docelowa: 80 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 043,2	3 075,9	1,1%	3 357,1	9,1%	3 834,9	14,2%	Liczba akcji (mIn)	25,5
EBITDA	31,1	51,7	66,0%	137,9	167,0%	141,3	2,5%	MC (cena bieżąca)	1 363,3
marża EBITDA	1,0%	1,7%		4,1%		3,7%		EV (cena bieżąca)	1 101,6
EBIT	9,9	28,0	182,2%	118,8	323,5%	121,7	2,5%	Free float	26,7%
Zysk netto	3,9	15,1	286,9%	99,2	558,5%	109,8	10,7%		
P/E	350,1	90,5		13,7		12,4		Zmiana ceny: 1m	-13,8%
P/CE	54,4	35,2		11,5		10,5		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	2,6	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	-44,2%
EV/EBITDA	35,6	21,8		8,0		7,2		Max (52 tyg.)	95,7
Dyid (%)	0,0	0,0		1,8		3,7		Min (52 tyg.)	50,7



Podtrzymujemy naszą rekomendację i cenę docelową. Sądzymy, że w perspektywie najbliższych lat motorem rozwoju Budimexu będzie segment drogowy. W tym kontekście istotna jest umowa podpisana przez konsorcjum Autostrada Południe z GDDKiA na budowę odcinka A1 Stryków-Pyrzowice. W skład konsorcjum z 5% udziału wchodzi Budimex. Po stronie podmiotu dominującego w konsorcjum (Cintra Concessiones) znajduje się pozyskanie finansowania inwestycji, prace budowlane zaś w dużej części może wykonać właśnie Budimex. W naszym modelu założyliśmy 3 mld PLN przychodów z realizacji kontraktów PPP w latach 2010-2012 (przy wartości kontraktu A1 Stryków-Pyrzowice na poziomie 8 mld PLN). Prognozujemy, że w 2010 roku udział segmentu drogowego w przychodach wzrośnie do 65%, w marży zaś aż do 75,5%. Spodziewamy się, że wskutek znacznego umocnienia EUR w stosunku do PLN nasza prognoza zysku na rok 2008 będzie musiała być jednak obniżona (wycena instrumentów zabezpieczających, przeniesienie wyniku w czasie). Wpłynie to na podniesienie prognoz na rok 2009 (przy czym netto po zdyskontowaniu różnica będzie wynosić 0).

Podpisana umowa na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice

GDDKiA podpisała umowę z firmą Autostrada Południe na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice o długości 180 km. Umowę przekazano do podpisu do ministra infrastruktury. W skład konsorcjum Autostrada Południe wchodzi Cintra Concessiones (90% udziałów) oraz Ferrovial-Agroman (5% udziałów) i Budimex (5% udziałów). Koszt budowy autostrady wyniesie ma 7-9 mld PLN.

Coraz bliżej wyboru operatora odcinka autostrady A2 Stryków-Konotopa

Do GDDKiA wpłynęła oferta budowy odcinka Stryków-Konotopa od konsorcjum Autostrada Południe (Cintra Concessiones, Ferrovial, Budimex). Oferta Autostrady Mazowsze (Stalexport Autostrady) ma zostać złożona po Nowym Roku. Po otrzymaniu ofert GDDKiA ma wybrać konsorcjum, które zajmie się budową i operatorstwem odcinka.

Budimex weźmie udział w prywatyzacji PRK Kraków

Prezes spółki zadeklarował, że jest zainteresowany udziałem w prywatyzacji PRK Kraków. Wartość spółki szacuje na 50-70 mln PLN. Jednocześnie stwierdził, że Budimex nie będzie miał problemu z przejęciem spółki przy wykorzystaniu środków własnych. Udziałem w przetargu zainteresowany jest też m.in. Polimex Mostostal i Feroco. Ministerstwo Skarbu Państwa czeka na odpowiedzi na zaproszenie do rokowań do 9 stycznia 2009 roku.



Elektrobudowa (Kupuj)

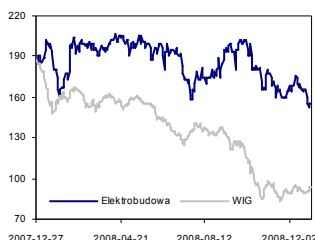
Cena bieżąca: 156 PLN

Cena docelowa: 225,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	473,9	679,6	43,4%	850,0	25,1%	876,9	3,2%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	28,2	49,6	75,8%	83,2	67,7%	70,2	-15,6%	MC (cena bieżąca)	740,6
marża EBITDA	6,0%	7,3%		9,8%		8,0%		EV (cena bieżąca)	694,0
EBIT	23,5	44,2	87,9%	75,5	70,6%	63,8	-15,5%	Free float	39,1%
Zysk netto	15,4	34,7	125,2%	64,8	86,8%	57,9	-10,6%		
P/E	42,7	19,0		11,4		12,8		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	32,8	16,4		10,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	-18,1%
P/BV	7,2	5,9		3,0		2,6		Zmiana ceny: 12m	-17,9%
EV/EBITDA	23,4	13,3		8,3		9,5		Max (52 tyg.)	207,0
Dyid (%)	0,9	1,3		2,9		2,6		Min (52 tyg.)	153,0



Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podkreślamy jednak, że horyzont rekomendacji jest długoterminowy (oczekujemy znacznej poprawy wyników w 2011 roku w momencie rozpoczęcia w Polsce inwestycji w energetyce). Z punktu widzenia przychodów, nie przewidujemy w latach 2009-2010 istotnych dynamik (2009 rok: 3,2%, 2010 rok: 0,9%). Jeśli chodzi o zysk netto, przewidujemy, że wyniki w 2009 roku będą nieznacznie gorsze niż w 2008 roku, co spowodowane będzie wzrostem konkurencji i spadkiem ilości zleceń w zakresie usług elektro-instalacyjnych (tzw. segment przemysłu, 30-35% przychodów spółki). Nie wystąpi także jednorazowy efekt oszczędności kosztowych, jaki zaobserwowaliśmy w Q3 2008. Nie przewidujemy w 2009 roku pogorszenia wyników w zakresie produkcji i instalacji rozdzielnic i stacji kontenerowych (30-35% przychodów), spodziewamy się zaś równie dobrych wyników w zakresie usług budowlanych i instalatorskich dla elektrowni (segment wytwarzania energii). Spodziewamy się, że wskutek znacznego umocnienia EUR w stosunku do PLN nasza prognoza zysku na rok 2008 będzie musiała być jednak obniżona (wycena instrumentów zabezpieczających, przeniesienie wyniku w czasie). Wpłynie to na podniesienie prognoz na rok 2009 (przy czym netto po zdyskontowaniu różnica będzie wynosić 0). Efekt ten nie powinien być jednak duży.

Szykuje się spowolnienie?

Prezes spółki, p. Jacek Fałtynowicz, spodziewa się, że powtórzenie wyników z 2008 roku w roku 2009 byłoby dużym osiągnięciem. Zdaniem prezesa w przypadku przychodów jest to jednak realne. Prezes uważa, że spółka posiada portfel zamówień zabezpieczających przychody i rentowność w pierwszej połowie 2009 roku. Prezes podtrzymał prognozy finansowe na ten rok, zakładające 837 mln PLN przychodów i 57 mln PLN zysku netto.



Erbud (Kupuj)

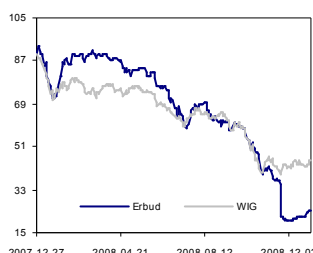
Cena bieżąca: 23,9 PLN

Cena docelowa: 31,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	426,2	663,1	55,6%	983,5	48,3%	915,1	-7,0%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	26,6	34,6	30,1%	67,0	93,5%	46,0	-31,3%	MC (cena bieżąca)	300,4
marża EBITDA	6,2%	5,2%		6,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	259,4
EBIT	25,4	32,8	29,3%	61,1	86,5%	40,9	-33,1%	Free float	21,0%
Zysk netto	20,2	31,8	57,6%	9,1	-71,5%	35,1	287,1%		
P/E	11,9	9,4		33,1		8,5		Zmiana ceny: 1m	18,9%
P/CE	11,2	8,9		20,1		7,5		Zmiana ceny: 6m	-62,5%
P/BV	5,9	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-73,6%
EV/EBITDA	8,0	6,7		3,9		4,3		Max (52 tyg.)	91,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Nadal sądzimy, że rynek przereagował stratę wynikającą z transakcji na instrumentach pochodnych. Uważamy, że pomimo przewidywanego zaostrzenia konkurencji w zakresie budownictwa kubaturowego i spadku produkcji budowlano-montażowej w segmencie, wycena Erbudu jest atrakcyjna. Sączymy, że w najbliższym czasie Erbud będzie w stanie pozyskać nowe kontrakty, gwarantujące realizację prognozowanych wyników finansowych. Zwracamy uwagę na doskonałe wyniki historyczne spółki (bardzo wysokie tempo wzrostu przychodów).

Kontrakt za 35 mln PLN

Erbud podpisał ze spółką Robert BOSCH Sp. z o.o. umowę o wartości 35,65 mln PLN netto dotyczącą rozbudowy zakładu produkcyjnego. Termin zakończenia prac ustalono na 30 lipca 2009 r.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

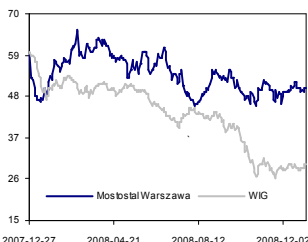
Cena bieżąca: 50,3 PLN

Cena docelowa: 68,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 188,1	1 928,4	62,3%	2 155,8	11,8%	2 468,4	14,5%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	40,6	78,5	93,2%	142,8	82,0%	153,0	7,1%	MC (cena bieżąca)	1 006,0
marża EBITDA	3,4%	4,1%		6,6%		6,2%		EV (cena bieżąca)	789,1
EBIT	21,2	58,9	178,0%	120,0	103,8%	129,3	7,8%	Free float	18,7%
Zysk netto	17,0	52,9	211,7%	96,5	82,2%	102,9	6,7%		
P/E	50,4	19,0		10,4		9,8		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	23,5	13,9		8,4		7,9		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	3,8	3,5		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	-4,2%
EV/EBITDA	19,2	10,5		5,5		4,9		Max (52 tyg.)	65,5
Dyield (%)	0,0	0,1		0,0		4,8		Min (52 tyg.)	45,7



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Pomimo braku istotnej korekty notowań, Mostostal Warszawa pozostaje jedną z najbardziej atrakcyjnych spółek budowlanych notowanych na GPW. Zgodnie z naszą prognozą około 2/3 przychodów spółki w 2009 roku będzie pochodzić z segmentu drogowego oraz segmentów specjalistycznych. Ponadto, zwrócić należy uwagę na bardzo duży portfel zamówień Mostostalu, pokrywający aż 90% przychodów spółki na rok 2009. W czasie najbliższych miesięcy można spodziewać się ogłoszenia przetargu na budowę 2-ej linii warszawskiego metra, w którym spółka pragnie wziąć udział i ma ku temu stosowne referencje. Spodziewamy się, że wskutek znacznego umocnienia EUR w stosunku do PLN nasza prognoza zysku na rok 2008 będzie musiała być jednak obniżona (wycena instrumentów zabezpieczających, przeniesienie wyniku w czasie). Wpłynie to na podniesienie prognoz na rok 2009 (przy czym netto po zdyskontowaniu różnica będzie wynosić 0).

Kontrakt mieszkaniowy Wrobisu

Wrobis podpisał kontrakt z GP Investment na budowę obiektu Centrum Południowe – Etap I we Wrocławiu. Wartość kontraktu to 90,3 mln PLN, czyli 3,6% prognozowanych przychodów na rok 2009. Realizacja rozpoczęła się w grudniu 2008 roku, potrwa zaś do grudnia 2010 roku. Właścicielem spółki GP Investment jest hiszpański deweloper Grupo Prasa.



PBG (Akumuluj)

Cena bieżąca: 205 PLN

Cena docelowa: 219,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	674,3	1 376,8	104,2%	2 077,9	50,9%	2 911,9	40,1%	Liczba akcji (mIn)	13,4
EBITDA	88,5	138,2	56,1%	259,9	88,1%	378,9	45,8%	MC (cena bieżąca)	2 753,2
marża EBITDA	13,1%	10,0%		12,5%		13,0%		EV (cena bieżąca)	3 090,5
EBIT	72,0	109,4	52,0%	225,8	106,4%	344,6	52,6%	Free float	53,0%
Zysk netto	52,2	102,1	95,6%	156,5	53,3%	234,7	50,0%		
P/E	47,3	27,0		17,6		11,7		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	35,9	21,0		14,4		10,2		Zmiana ceny: 6m	-13,9%
P/BV	6,7	3,7		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	-33,0%
EV/EBITDA	31,8	22,5		11,9		8,3		Max (52 tyg.)	331,0
Dyid (%)	0,0	0,1		0,0		4,0		Min (52 tyg.)	175,3



Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Z punktu widzenia wskaźników na lata przyszłe, PBG nie jest już notowane z premią do pozostałych dużych spółek budowlanych notowanych na GPW. Związane jest to z rewizją prognoz (podniesienie prognoz dla PBG w górę, rewizja prognoz dotyczących spółek zajmujących się budownictwem ogólnym w dół). Ponad 90% przychodów 2009 roku jest już pokrytych posiadanym przez spółkę portfelem zamówień. Podkreślamy też fakt, iż już obecnie 81% przychodów spółki generowanych jest w segmentach nie zagrożonych bezpośrednio pogorszeniem koniunktury w budownictwie. Udział tych segmentów będzie nieznacznie rósł w kolejnych latach, do osiągnięcia około 86% udziału w przychodach 2010 roku. W czasie najbliższych miesięcy można spodziewać się ogłoszenia przetargu na budowę 2-ej linii warszawskiego metra, w którym spółka pragnie wziąć udział i ma ku temu stosowne referencje. Pomimo, iż PBG jako jedyna spółka budowlana notowana na GPW stosuje rachunkowość zabezpieczeń, umocnienie EUR w stosunku do PLN również wpłynie na pojawienie się straty z wyceny instrumentów pochodnych (przeniesienie wyniku w czasie). Jest to spowodowane naturą dwóch kontraktów podpisanych przez Hydrobudowę-9 (kontrakty Design&Build, najprawdopodobniej nie będzie możliwe zastosowanie rachunkowości zabezpieczeń przy ich rozliczeniu). Strata na wycenie instrumentów zabezpieczających zostanie skompensowana wyższymi wynikami operacyjnymi w 2009 i 2010 roku.

Nowy Wiceprezes

Rada Nadzorcza PBG powołała dotychczasowego Członka Zarządu Pana Mariusza Łożyńskiego na Wiceprezesa spółki. Będzie koordynować pozyskiwanie zleceń przez grupę i odpowiadać za realizację kontraktów w obszarach hydrotechnicznych i renowacji.

Umowa na rozbudowę stadionu w Poznaniu

Konsorcjum Hydrobudowy Polskiej podpisało ze spółką Euro Poznań 2012 umowę na rozbudowę stadionu w Poznaniu. Wartość umowy to 398,4 mln PLN. Prace mają zostać ukończone w terminie 17 miesięcy od daty zawarcia umowy, nie później jednak niż do 31 maja 2010 roku, przy czym zakończenie konstrukcji żelbetowej powinno nastąpić w ciągu 10 miesięcy od daty zawarcia umowy. W skład konsorcjum wchodzi następujące firmy: Hydrobudowa Polska, która jest liderem konsorcjum, Alpine Bau Deutschland AG, Alpine Bau GmbH, Alpine Construction Polska, AK-BUD Kurant i PBG. Na Hydrobudowę Polską przypadnie 60% zakresu prac związanych z realizacją kontraktu, a na PBG – 10%.



Polimex Mostostal (Kupuj)

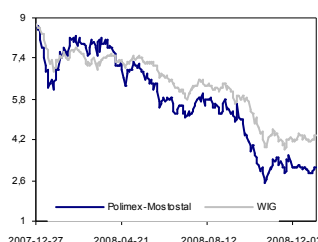
Cena bieżąca: 3,1 PLN

Cena docelowa: 4,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 483,4	3 720,5	49,8%	4 335,6	16,5%	4 866,2	12,2%	Liczba akcji (mIn)	476,7
EBITDA	129,7	205,4	58,4%	307,5	49,7%	325,8	6,0%	MC (cena bieżąca)	1 468,3
marża EBITDA	5,2%	5,5%		7,1%		6,7%		EV (cena bieżąca)	2 088,5
EBIT	98,5	160,4	62,8%	244,9	52,7%	259,6	6,0%	Free float	58,8%
Zysk netto	62,6	100,1	59,9%	133,3	33,2%	156,0	17,0%		
P/E	23,2	14,7		11,0		9,4		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	15,5	10,1		7,5		6,6		Zmiana ceny: 6m	-44,1%
P/BV	4,1	1,5		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-63,6%
EV/EBITDA	12,6	9,5		6,8		6,8		Max (52 tyg.)	8,5
Dyid (%)	0,5	0,6		0,3		0,0		Min (52 tyg.)	2,5



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Sądzymy, że pomimo dużego długu netto, wyniki spółki powinny w przyszłych latach zachowywać się stabilnie. Wpływ na to ma korzystna struktura przychodów spółki: w 2008 roku aż 57,5% przychodów wygenerowane będzie w segmencie budownictwa chemicznego, energetycznego, drogowego i kolejowego, a także w zakresie produkcji kotłów energetycznych. W 2009 roku odsetek ten wzrośnie do 59,5%, w 2010 roku zaś do 63%. Z punktu widzenia generowanych marż, udział segmentów w ograniczonym stopniu zagrożonych sytuacją rynkową sięga w 2008 roku 51%, 62% w 2009 roku i 71% w 2010 roku. Na duży wzrost udziału segmentów „bezpiecznych” ma wpływ prognozowany wzrost rentowności w zakresie budownictwa drogowego, kolejowego i energetycznego, a także spadek rentowności w zakresie budownictwa ogólnego i konstrukcji stalowych. Spodziewamy się, że wskutek znacznego umocnienia EUR w stosunku do PLN nasza prognoza zysku na rok 2008 będzie musiała być jednak obniżona (wycena instrumentów zabezpieczających, przeniesienie wyniku w czasie). Wpłynie to na podniesienie prognoz na rok 2009 (przy czym netto po zdyskontowaniu różnica będzie wynosić 0). Efekt ten nie powinien być jednak duży.

Zysk w 2008 roku: 125-130 mln PLN, przychody: 4,1-4,2 mld PLN

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Jaskóły, zysk w 2008 roku ma sięgnąć 125-130 mln PLN, przychody zaś 4,1 – 4,2 mld PLN. W przyszłym roku prezes oczekuje wzrostu przychodów o 20%, przy zachowaniu rentowności na poziomie 3% (przychody rzędu 5 mld PLN i zysk netto na poziomie 150 mln PLN). Prezes Konrad Jaskółka poinformował, że portfel zamówień Polimexu przekracza już 7 mld PLN, na rok 2009 zaś zakontraktowane już jest 75-80% przychodów.

Polimex rozbuduje stadion Wisły Kraków

Polimex-Mostostal zbuduje wschodnią trybunę stadionu Wisły Kraków za 144,2 mln PLN w ramach przebudowy obiektu przygotowującej go do Euro 2012. Polimex przedstawił najlepszą ofertę spośród dziewięciu, pokonując takie firmy jak Pol-Aqua, Hydrobudowa Polska, Mostostal Warszawa, czy Budimex Dromex. Wartość umowy to około 3,3% prognozowanych przychodów spółki na rok 2008.

Polimex nie rezygnuje z planów związanych z Hotelem Warszawa

Prezes Jaskółka liczy, że do końca roku spółka otrzyma pozwolenie na budowę, co pozwoliłoby jej na rozpoczęcie inwestycji (koszt: 150 mln PLN). Spółka poinformowała także o przejściu kolejnej firmy energetycznej za 2,85 mln PLN.

Polimex jest zainteresowany przetargiem na LNG

Prezes Jaskółka w kuluarach konferencji Nafta/Chemia 2008 poinformował, że Polimex będzie dążył do startu w przetargu na budowę terminalu LNG, w Świnoujściu, gdy zostanie on ogłoszony. Zdaniem prezesa koszt inwestycji mógłby wynieść 500 mln EUR. Transakcja zakupu przez Gaz-System udziałów w spółce, która zajmie się budową terminala, została przeprowadzona 8 grudnia 2008 roku. Na rozpoczęcie inwestycji nie należy raczej liczyć w ciągu dwóch najbliższych lat.



Trakcja Polska (Kupuj)

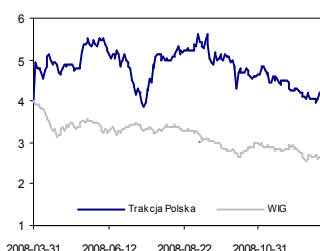
Cena bieżąca: 4,2 PLN

Cena docelowa: 6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	363,2	646,8	78,1%	831,8	28,6%	1 007,8	21,2%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	16,8	35,6	112,4%	78,0	118,9%	82,8	6,2%	MC (cena bieżąca)	669,2
marża EBITDA	4,6%	5,5%		9,4%		8,2%		EV (cena bieżąca)	510,7
EBIT	12,1	29,6	145,1%	69,6	135,5%	70,0	0,5%	Free float	38,8%
Zysk netto	11,5	29,6	158,6%	61,1	106,2%	67,2	9,9%		
P/E	47,4	18,3		10,9		10,0		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	33,6	15,2		9,6		8,4		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	4,5	3,7		2,1		1,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	24,4	13,4		6,5		4,9		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Podtrzymujemy rekomendację kupuj, w oczekiwaniu na stopniową poprawę wyników w kolejnych latach, na skutek rosnących budżetów inwestycyjnych PKP PLK. Obecnie spółka posiada zakontraktowane jedynie połowę prognozowanych na rok 2009 przychodów, w najbliższym czasie spodziewamy się jednak ogłoszenia i rozstrzygnięcia bardzo dużych przetargów. Będzie to m.in. przetarg na LCS Działdowo (ogłoszenie: 9 stycznia 2008) i przetarg na LCS Ciechanów. Oba przetargi warte są około 1 mld PLN. Spodziewamy się, że wskutek znacznego umocnienia EUR w stosunku do PLN nasza prognoza zysku na rok 2008 będzie musiała być jednak obniżona (wycena instrumentów zabezpieczających, przeniesienie wyniku w czasie). Wpłynie to na podniesienie prognoz na rok 2009 (przy czym netto po zdyskontowaniu różnica będzie wynosić 0). Efekt ten nie powinien być jednak duży.



Ulma Construcccion Polska (Trzymaj)

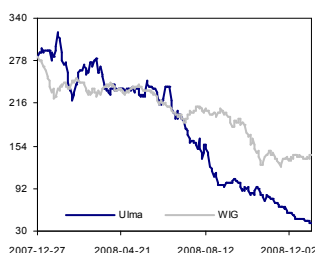
Cena bieżąca: 43 PLN

Cena docelowa: 76,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	154,3	222,6	44,3%	250,0	12,3%	261,4	4,6%	Liczba akcji (mIn)	5,3
EBITDA	74,7	108,5	45,3%	96,8	-10,8%	104,9	8,4%	MC (cena bieżąca)	226,0
marża EBITDA	48,4%	48,7%		38,7%		40,1%		EV (cena bieżąca)	412,1
EBIT	45,6	66,6	46,0%	47,2	-29,1%	49,8	5,5%	Free float	24,5%
Zysk netto	32,9	50,9	54,6%	31,1	-38,9%	27,9	-10,3%		
P/E	6,4	4,4		7,3		8,1		Zmiana ceny: 1m	-21,7%
P/CE	3,4	2,4		2,8		2,7		Zmiana ceny: 6m	-78,5%
P/BV	2,1	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-85,2%
EV/EBITDA	4,2	2,7		4,3		4,1		Max (52 tyg.)	320,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	43,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Nadal przewidujemy spadek cen dzierżawy w zakresie prostych szalunków (kurczenie się rynku mieszkaniowego). W zakresie bardziej skomplikowanego sprzętu, naszym zdaniem taki efekt nie wystąpi. Spośród majątku Ulmy, około 30% to szalunki stosunkowo proste, stosowane głównie w budownictwie mieszkaniowym, 70% zaś to sprzęt specjalistyczny, wykorzystywany w obiektach specjalistycznych i infrastrukturalnych. Nie przewidujemy korekty cen dzierżawy w górę w 2009 i 2010 roku. Sądymy, że może ona nastąpić dopiero w roku 2011, wraz z przewidywaną ogólną poprawą koniunktury gospodarczej w Polsce. Wcześniej poprawa może naszym zdaniem nastąpić na skutek wzrostu rotacji majątku trwałego spółki (otwarcie centrów logistycznych), co będzie naszym zdaniem kompensowało spadek wolumenu sprzedaży starych, zamortyzowanych szalunków. Nie spodziewamy się większej poprawy na rynkach eksportowych, z wyjątkiem rynku ukraińskiego (nowe umowy na dzierżawę specjalistycznego sprzętu). Równocześnie zauważamy, że wycena spółki spadła poniżej poziomu wartości majątku, którego dzierżawą zajmuje się Ulma ($P/BV < 0,9$). W efekcie, sądymy, że w najbliższym czasie notowania spółki się ustabilizują. Z uwagi na brak perspektywy poprawy wyników w najbliższym czasie oraz w oczekiwaniu na wyniki Q4 2008, powstrzymujemy się na razie z wydaniem rekomendacji pozytywnej, .

Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi

Poprawa dostępności kredytów preferencyjnych

Od nowego roku weszły w życie przepisy podwyższające maksymalną cenę 1 m² mieszkania, dla której możliwe jest uzyskanie kredytu hipotecznego z dopłatą (program Rodzina na Swoim, dopłata do połowy wartości odsetek w okresie 8 lat). W Warszawie maksymalna cena 1 m² uprawniająca do uzyskania dopłaty wzrosła z 6632,6 PLN/m² do 7142,8 PLN/m², we Wrocławiu z 5274,1 PLN/m² do 5679,7 PLN/m², w Toruniu z 5055,05 PLN/m² do 5443,9 PLN/m², w Łodzi z 4659,2 PLN/m² do 5017,6 PLN/m², w Krakowie z 4624,1 PLN/m² do 4979,8 PLN/m², w Lublinie zaś z 3924,94 PLN/m² do 4226,86 PLN/m². Według szacunków, od przyszłego roku przynajmniej co trzecie mieszkanie w stolicy będzie można kupić z wykorzystaniem dopłat do kredytów hipotecznych. Obecnie odsetek ten sięga 15%. We Wrocławiu rządowy program ma objąć prawie połowę mieszkań w wyniku nowelizacji ustawy, w Poznaniu zaś ponad połowę. W Katowicach i Łodzi, gdzie ceny rynkowe są znacznie niższe, niemal każde mieszkanie będzie mogło być objęte dopłatami. Ciągłe będzie trudno znaleźć lokal, który będzie mógł być objęty dopłatami w Krakowie i Gdańsku.

Spadki cen ofertowych mieszkań w listopadzie

Analitycy z firmy redNet Consulting informują, że w listopadzie nastąpił spadek cen ofertowych mieszkań. Był on największy w Krakowie (-7%). W Katowicach wyniósł on 3%, w Gdańsku, Poznaniu, Łodzi i Wrocławiu zaś 2%. W Warszawie nie uległy one zmianie, zaś w Szczecinie wzrosły o 1%.

Powrót do dzisiejszych cen mieszkań w połowie 2011 roku

Według firmy doradczej REAS o ewentualnej poprawie sytuacji na rynku mieszkaniowym będzie można najprawdopodobniej mówić dopiero w drugiej połowie 2011 roku. Zdaniem firmy w 2009 roku kontynuowane będą spadki cen mieszkań. Nawet gdyby w drugiej połowie tego roku normalizowała się sytuacja na rynku kredytów hipotecznych, na koniec 2009 roku ceny w Warszawie będą o 10 – 15% niższe niż obecne. Prognoza dotyczy rynku warszawskiego. W konsekwencji dopiero w 2010 r. stopniowo zacznie się zmniejszać pula mieszkań czekających na klientów. Pod koniec tego roku ceny powinny zacząć powoli rosnąć. Zakładając, że będą się już pojawiały sygnały o powrocie Polski na ścieżkę wzrostu gospodarczego, obecny poziom cen mieszkań w Warszawie byłby znów osiągalny około połowy 2011 r. Według optymistycznego wariantu prognozy firmy w przyszłym roku ceny mieszkań będą stanowiły 90% tych na koniec 2008, by w 2010 roku osiągnąć poziom 93%. Według pesymistycznej w przyszłym roku ceny spadną do 85% obecnych cen i utrzymają się bez zmian przez cały 2010 rok.

Deweloperzy generalnie nie wprowadzili świątecznych promocji

Większość deweloperów stwierdziła, że nie stosowała specjalnych świątecznych promocji w listopadzie i grudniu. Przedstawiciel JWC stwierdził, że spółka stosuje politykę indywidualnego negocjowania warunków sprzedaży z klientami. Na ulgi może liczyć jednak klient wpłacający na początku 90% wartości mieszkania (system 90/10). Przedstawiciel Triton Development stwierdził, że lokalizacje, w których spółka sprzedaje mieszkania, nie wymagają wprowadzenia rabatów. Także Polnord nie wprowadził nowych promocji, pomimo zaobserwowanego dużego spadku sprzedaży. Orco Property Group zaoferowało w listopadzie możliwość darmowego wykończenia mieszkań na jednym z osiedli, Dom Development zaś zorganizował Dni Informacji Kredytowej. Nie przysporzyło to jednak spółkom ponadprzeciętnych wyników sprzedażowych. Obniżki wprowadził za to Gant Development. W listopadzie zaoferował 7%-owe rabaty w ramach akcji „Mieszkania bez VAT-u”. W grudniu zaś wprowadzone zostały programy „Obniżka cen w grudniu” (rabaty sięgające 10-20% na wybrane lokale) oraz „Podaj swoją cenę” (klient za pośrednictwem strony www proponuje cenę, po której jest gotowy nabyć mieszkanie). Zdaniem wiceprezesa spółki funkcjonowanie drugiego z programów przełożyło się na zwiększoną liczbę wejść na stronę dewelopera, a także dobre wyniki sprzedażowe. Gant w Q4 2008 sprzedał 160 mieszkań, z czego 40 w pierwszych tygodniach grudnia (wcześniej spółka zakładała, że w całym miesiącu nabywców znajdzie 30 lokali).

Liczba oddanych mieszkań spadła w XI o 6,2% R/R - GUS

Liczba mieszkań oddanych do użytku spadła w listopadzie 2008 roku o 6,2% wobec analogicznego okresu 2007 roku i wyniosła 12.714. Równocześnie liczba oddanych mieszkań w listopadzie wobec października spadła o 18,2%. W ciągu 11 miesięcy tego roku oddano 134.802 mieszkań, o 15,7% więcej niż w 11 miesiącach 2007 roku.

Deweloperzy a finansowanie wkładu własnego klienta przez dewelopera

Zdania na temat finansowania wkładu własnego są podzielone. P. J. Szanajca z Dom Development oraz H. Feliks z Gant Development są zwolennikami takiego rozwiązania. Polnord oraz pozostali przedstawiciele firm deweloperskich o takim rozwiązaniu wypowiadają się raczej krytycznie.

Władze pomogą deweloperom w wynajmie mieszkań?

W ramach pakietu anty kryzysowego specjaliści z Ministerstwa Infrastruktury rozważają pozbawienie ochrony przed eksmisją w razie niepłacenia czynszu lokatorów, którzy zawieraliby umowy najmu na czas określony w nowo wybudowanych blokach. Pakiet proponuje także zwolnienie z obowiązku płacenia zryczałtowanego podatku z najmu (8,5%) na okres 5 lat. Właściciele rozliczający się z fiskusem na zasadach ogólnych płaciliby znacznie niższy podatek, gdyż zaliczaliby do kosztów dużo większe niż obecnie odpisy amortyzacyjne. Na razie rząd postanowił wspierać budowę mieszkań socjalnych i noclegowni. Sejm pracuje ustawą zakładającą nawet 50% dopłaty do tego typu inwestycji. Wiceprezes firmy Gant twierdzi, że plan mający na celu zniesienie ochrony przed eksmisją to krok w dobrym kierunku, jednak nie do końca jest przekonany co do możliwości jego realizacji. W przypadku wejścia w życie nowych przepisów, rentowność inwestycji w budynki pod wynajem przypominałaby rentowność inwestycji w przeciętnej klasy biurowce.

Ponad 100 wniosków o otwarcie postępowań upadłościowych deweloperów czeka w sądach

W pierwszym półroczu 2008 zbankrutowało 27 firm deweloperskich, w sądach znajduje się zaś 110 kolejnych wniosków. Prezes CEE Property Group spodziewa się wielu bankructw w 2009 roku. Duża podaż nowych mieszkań ma spotkać się z ograniczonym popytem, wskutek tego deweloperzy mają chwytać się każdej możliwości, aby sprzedać wybudowane mieszkania.

Deweloperzy komercyjni

Przewidywane pogorszenie koniunktury na rynku biurowym

Zdaniem specjalisty z firmy Mermaid Properties, czeka nas spadek cen czynszów, gdyż obecnie stawki były zbyt wysokie (w ścisłym centrum w Warszawie dochodziły do 35 EUR za m², podczas gdy w kamienicy na Mokotowie sięgały zaledwie 12 EUR za m²). Jednocześnie eksperci zauważają, że obiekty w realizacji nie są zagrożone, plany budowy nowych obiektów mogą być jednak redukowane. Ekspert Cushman & Wakefield twierdzi, że biurowce, które zostaną ukończone w 2009 roku, znajdą najemców w 75%. W perspektywie jednak postęp schłodzenia polskiej gospodarki wpłynie na redukcję popytu na nową powierzchnię biurową. Ekspert C&W twierdzi, że na rynku inwestycyjnym spadnie płynność, w efekcie deweloperzy mogą nie sprzedać obiektów i nie uzyskać środków na rozpoczęcie kolejnych inwestycji.

Atlas Estates

Deweloper obniża stawkę najmu powierzchni biurowej

Atlas Estates, któremu nie udało się jeszcze sprzedać biurowca Millennium Plaza (za 93,1 mln EUR budynek do końca listopada miała nabyć firma z grupy Akron), najwyraźniej stara się zwiększyć przychody z najmu wieżowca, likwidując pustostany. Podstawową stawkę czynszu obniżono z 22 EUR / m² do 19 EUR / m². Aktualnie spółka oferuje ponad 10,6 tys. m², czyli 1/3 dostępnej w budynku powierzchni biurowej. Jeszcze niedawno specjaliści wskazywali na duży popyt na lokale biurowe na rynku warszawskim, o czym świadczyć miał m.in. niski odsetek pustostanów (2-3%). W październiku firma King Sturge podawała, że czynsze w najlepszych lokalizacjach w Warszawie sięgają 34 EUR/m², poza nimi zaś 17 EUR/m².

BBI Development

Inwestycje mimo załamania na rynku

BBI Development otrzymał pozwolenie na budowę Rezydencji Foksal. Projekt ma już zapewnione finansowanie, wybór wykonawcy zaś będzie miał miejsce w Q1 2009. Sprzedaż apartamentów już się rozpoczęła. Cena nabycia 1 PUM to 22-35 tys. PLN (projekt luksusowy). Jeszcze w tym roku powinny być zdaniem zarządu podpisane pierwsze umowy przedsprzedaży. Niedawno spółka rozpoczęła budowę apartamentowca Dom na Dolnej. Spółka otrzymała też pozwolenie na budowę biurowca o powierzchni 55 tys. m² (projekt Plac Unii). W tym przypadku spółka musi jednak zdobyć finansowanie w wysokości 600 mln PLN. Kredyt miał być udzielony przez konsorcjum 2-3 banków, jednak w związku z kryzysem spółka zdecydowała się na wystąpienie o finansowanie pomostowe w wysokości 30 mln PLN (pokryje koszt 2 kwartałów prac budowlanych). Pierwsze prace na działce mają zacząć się w styczniu 2009 roku, po uzyskaniu finansowania pomostowego.

Dom Development

Tegoroczna sprzedaż

Dom Development szacuje, że sprzeda w 2008 roku mniej niż 1.000 mieszkań, wobec prognozowanych wcześniej 1.000-1.200. Spółka nastawia się na to, że rok 2009 będzie trudniejszy niż 2008 (do końca października sprzedaż wyniosła 933 mieszkania). Zdaniem spółki spadek podaży mieszkań wywołany wstrzymaniem inwestycji przez deweloperów pojawi się już w 2010 roku.

Zmiana w zarządzie spółki

CFO spółki, Leszek Piotr Nałęcz, zrezygnował z pełnionej funkcji w Dom Development. Jego obowiązki przejmie Janusz Zalewski, pełniący funkcje członka zarządu w latach 2000-2007.

Echo Investment

Przetargi na rozbudowę dworców PKP

PKP negocjuje inwestycję w nowe dworce z wybranymi deweloperami. Rola deweloperów sprowadzałaby się do sfinansowania kosztów budowy. W zamian, otrzymać oni mają udział w przychodach generowanych przez obiekty. PKP wniesie do inwestycji posiadane grunty. Wybór dewelopera w przypadku warszawskiego dworca zachodniego i wschodniego powinien nastąpić na przełomie 2008 i 2009 roku. W zakresie dworca Warszawa Zachodnia negocjacje prowadzone są z Echo Investment, Eko-Park oraz Nexity. Niedługo rozpocznie się także drugi etap rokowań w sprawie budowy zintegrowanego centrum komunikacyjnego Poznań Główny. W sumie wpłynęło 7 ofert firm zainteresowanych inwestycją, w tym oferty Echo Investment i Pol-Aqua. Echo Investment starała się wcześniej o rozbudowę dworca w Katowicach, jednak wybrana została firma Neinver Polska. Wartość projektów w Warszawie, Poznaniu i Katowicach to kilka-set mln EUR.

Wkrótce ruszy budowa biurowca w Krakowie

W pierwszych dniach stycznia ma rozpocząć się budowa biurowca klasy A w Krakowie. Obiekt został już w całości wynajęty przez Fortis Bank Polska. Echo Investment podpisało już umowę na wykonanie stanu zerowego obiektu.

Skup akcji własnych

NWZA zdecydowało, że Echo Investment w ciągu 5 lat będzie mógł przeznaczyć na skup 210 mln akcji własnych nawet 451,5 mln PLN. Oznacza to ekwiwalent stopy dywidendy na poziomie 50% (całość kapitału dzieli się na 420 mln akcji).

Gant Development

Dobre wyniki sprzedażowe

Gant sprzedał w listopadzie 73 mieszkania, czyli o 26 więcej niż w poprzednim miesiącu. 41 mieszkań kupił w transakcji pakietowej indywidualny inwestor, z myślą o ich wynajmie. Pomimo dobrych wyników, zarząd Ganta nie jest pewny, czy spółce uda się osiągnąć wynik lepszy niż w Q3 2008 (164 sprzedanych mieszkań, X, XI 2008: 120 lokali). Wiceprezes spółki twierdzi, że najprawdopodobniej w grudniu Gant sprzeda trzydzieści-kilka mieszkań. W odróżnieniu od konkurencji, Gant przyznaje, że klient może negocjować z firmą cenę nabywanych mieszkań. Wiceprezes przyznaje, że spółka jest skłonna udzielić nawet 10% upustu od ceny wyjściowej. Chodzi jednak tylko o lokale już gotowe, które deweloper musi utrzymywać. Poza tym klient musi nabyć takie mieszkanie za gotówkę.

Zyski ze sprzedaży sieci kantorów i wypłaty dywidendy

Spółka dokonała sprzedaży sieci 17 kantorów za kwotę 1 mln PLN, czyli mniej niż prognozowany na ten rok zysk w wysokości 1,5 mln PLN. Przed sprzedażą spółka wypłaciła jednak dywidendę z zysków sieci kantorów za ostatnie lata w wysokości 11 mln PLN. Jednocześnie, p. Henryk Feliks przyznał, że plan zakładający 101,6 mln PLN zysku w 2008 roku nie zostanie zrealizowany, odchylenie nie będzie jednak na tyle istotne, aby wymagało korekty prognozy (co przekłada się na zysk netto w wysokości co najmniej 91 mln PLN). Wiceprezes spółki nie oczekuje raczej dodatkowych zysków z przeszacowania wartości CH Marino, gdyż wstępna wycena sporządzona przez rzeczoznawcę odpowiada w przybliżeniu wartości księgowej obiektu.

Najwcześniej za 2 miesiące decyzja o wezwaniu na akcje Budopolu

Wiceprezes Ganta przyznał, że decyzja w sprawie wezwania na akcje Budopolu zapadnie dopiero pod koniec lutego 2009 roku. W wyniku nowej emisji akcji Budopolu, udział Ganta w akcjonariacie spółki wzrósł z około 33% do około 41%. To z kolei nałożyło na spółkę wymóg ogłoszenia wezwania na zakup akcji. Gant, decydując się na zakup akcji Budopolu, musiałby przeznaczyć na ten cel obecnie 14 mln PLN (13 mln akcji po 1,1 PLN). Wiązałoby się to z 20% premią dla akcjonariuszy Budopolu. Zarząd Ganta deklaruje jednak, że poczeka z podjęciem decyzji, co może pozwolić spółce na zaoferowanie niższej ceny za pakiet akcji Budopolu. Nie wyklu-

czone jest także, że nadwyżka akcji Budopolu ponad 33% będzie sprzedana, w celu poprawy płynności Ganta.

GTC

Kredyt od Pekao

Spółka GTC Galeria Kazimierz pozyskała kredyt od Pekao S.A. na 90 mln EUR (350 mln PLN), w celu refinansowania istniejącego zadłużenia podmiotu. Nowy kredyt ma zostać spłacony do marca 2019 roku. Wartość ustanowionego zabezpieczenia odpowiada dwukrotności udzielonego kredytu (180 mln EUR).

Immoeast

1,55 mld EUR straty EBIT w 1H08/09

Immoeast miał w pierwszej połowie 2008/09 roku 1,55 mld EUR straty na poziomie EBIT z powodu spadku wartości portfela nieruchomości oraz przesunięcia lub wstrzymania większości projektów. Obroty spółki wzrosły w pierwszym półroczu roku obrotowego 2008/09 o 22,4% z 136,1 mln EUR do 166,6 mln EUR. EBITDA spadła o 3,6% z 63,3 mln EUR do 61,0 mln EUR. Spółka tłumaczy, że duże straty spowodowane są znacznym spadkiem wartości i wysokimi odpisami amortyzacyjnymi. Immoeast poinformował, że celem spółki jest zabezpieczenie płynności finansowej. Immoeast wstrzymał większość działań deweloperskich. Przesunięto realizację 29 projektów, realizację 51 projektów całkowicie wstrzymano.

Immofinanz wyprzedaje aktywa

Immofinanz, większościowy akcjonariusz i zarazem dłużnik Immoeast, wyprzedaje aktywa. Spółka sprzedała biurowiec City Point Vienna, liczący 33 tys. PUM, za 93 mln EUR (360 mln PLN). Ponadto firma w listopadzie sprzedała 10 kamienic czynszowych za łącznie 35,8 mln EUR (140 mln PLN). Zdaniem przedstawicieli spółki uzyskana cena odpowiada niemal w pełni oszacowanej na potrzeby sprawozdania finansowego za H1 2008 wartości.

J.W. Construction

Józef Wojciechowski jest gotowy dokapitalizować spółkę

Józef Wojciechowski zadeklarował, że jest gotowy dokapitalizować spółkę, choć jego zdaniem taka potrzeba nie wystąpi. Przyznaje również, że mógłby pomóc spółce wykupując mieszkania z projektu Górczewska Park, który ze względu na stosowany system płatności 10/90 doświadcza znacznej ilości rezygnacji klientów z zawartych umów przedsprzedaży.

Wynajem niesprzedanych mieszkań?

JW Construction nie wyklucza, że w razie nie sprzedania wszystkich mieszkań na osiedlu Górczewska Park, zaoferuje wolne lokale do wynajęcia, z możliwością późniejszego wykupu. Projekt będzie mógł dotyczyć tylko tego osiedla. Spółka poinformowała, że do momentu zakończenia prac budowlanych na osiedlu Górczewska Park prowadzona będzie wyłącznie sprzedaż mieszkań.

Emisja obligacji

647 krótkoterminowych obligacji o łącznej wartości 64,7 mln PLN wyemitowała spółka między 3 października a 28 listopada.

UOKiK nałożył 1,68 mln PLN kary za stosowanie niedozwolonych postanowień w umowach

Deweloper we wzorcach umów z konsumentami stosował niezgodne z prawem klauzule. Jest to m.in. odmawianie klientom prawa do odstąpienia od umowy w przypadku zmiany ceny po zawarciu umowy, zapisy o zmianie terminu oddania mieszkania. W przypadku niektórych klauzul, przedsiębiorca zobowiązał się do zmiany treści oraz aneksowania wcześniej zawartych umów do 1 marca 2009 roku. Ponadto JW Construction ma obowiązek w ciągu miesiąca poinformować Urząd o efektach podjętych działań. Decyzje UOKiK nie są prawomocne. JW. Construction zamierza odwołać się od decyzji urzędu.

Orco Property Group

Program redukcji kosztów – oszczędności 30 mln EUR

Orco Property Group szacuje, że dzięki programowi redukcji kosztów zaoszczędzi w 2009 roku 30 mln EUR. Spółka ocenia, że w przyszłym roku jej obroty wyniosą 277 mln EUR (110 mln EUR z wynajmu, 118 mln EUR z zakontraktowanej sprzedaży, 41 mln EUR z obrotów z działalności hotelarskiej, 8,5 mln EUR z opłat za zarządzanie), zaś wydatki na inwestycje 300 mln EUR. Spółka zamierza w ramach programu: ograniczać rozpoczynanie nowych projektów, zredukować zespoły zarządzające nieruchomościami, uprościć struktury zarządzania grupą oraz dogłębnie monitorować koszty marketingu, usług konsultingowych i podróży. Wytyczne do podej-

mowania decyzji w najbliższym czasie to: odłożenie w czasie projektów, na które nie zostało jeszcze pozyskane finansowanie, zezwalanie na wydatki niezbędne do ukończenia budynków, które będą generować przychody już w 2009 roku lub na początku 2010 roku.

Wyniki 3Q08

Przychody Orco Property Group wyniosły po dziewięciu miesiącach 2008 roku 225,6 mln EUR wobec 213,3 mln EUR osiągniętych rok wcześniej. Grupa miała po trzech kwartałach 2008 roku 44 mln EUR zysku operacyjnego wobec 109,3 mln EUR po trzech kwartałach 2007 roku. Na koniec września 2008 roku Orco zanotowało 29,8 mln EUR straty na poziomie netto, podczas gdy rok wcześniej grupa miała 68,4 mln EUR zysku netto.

Polnord

1500 mieszkań sprzedanych w 2009 roku?

Wojciech Ciurzyński, prezes Polnordu, podtrzymał zapowiedź o sprzedaży 1500 mieszkań w 2009 roku. Do 1500 mieszkań deweloper zalicza też lokale, które budowane są z udziałem partnera.

W Q1 2009 ruszy budowa biurowca dla Pol-Aqua?

Polnord właśnie otrzymał pozwolenie na budowę pierwszego biurowca zlokalizowanego w ramach Wilanów Office Park. Głównym najemcą obiektu będzie Pol-Aqua. Uruchomienie budowy przewidziano na Q1 2009, przy czym rozpoczęcie realizacji jest uzależnione od pozyskania przez Polnord finansowania w wysokości 350 mln PLN. Spółka liczy, że uda jej się pozyskać kredyt od banku Pekao S.A. Ponad 60% powierzchni biurowej zostało już wynajęte. Biurowiec dla Pol-Aqua, którego koszt szacowany jest na 50 mln PLN, ma być oddany do użytku w Q3 2010. Zgodnie z umową Pol-Aqua ma wynająć przynajmniej 6 tys. m² powierzchni biurowej oraz minimum 35 miejsc parkingowych (szacunkowy koszt 10-letniej umowy najmu = 65 mln PLN). Umowa najmu powierzchni biurowej podpisana z Polnordem przez Asseco zakłada wynajem 18 tys. PUM oraz 630 miejsc parkingowych. Biura dla Asseco mają być gotowe w drugiej połowie 2011 roku. Biura są obecnie projektowane, spółka nie wystąpiła jeszcze o pozwolenie na budowę, natomiast budowę chciałaby rozpocząć również w 2009 roku.

Nieprawidłowości w księgach Martinsy Fadesy

Likwidatorzy hiszpańskiego dewelopera Martinsa – Fadesa dopatrzili się licznych nieprawidłowości w księgach firmy. Udziałowiec większościowy spółki Fadesa Prokom m.in. nie zaksięgował 2 tys. transakcji, co sztucznie zawyżyło wartość netto aktywów. Zgodnie z deklaracją przedstawicieli Polnordu, w księgach Fadesa Prokom nieprawidłowości nie występują.

Warimpex

Warimpex sprzedał hotel z 7% dyskonta do wyceny rzeczoznawców

Spółka przed końcem 2008 roku przeprowadziła drugą z planowanych transakcji zbycia nieruchomości. Nieruchomość została sprzedana za cenę o 7% niższą od wyceny CB Richard Ellis z czerwca 2008 roku. Spółka wygeneruje na transakcji zysk, gdyż wartość sprzedaży jest blisko dwukrotnie wyższa niż wartość księgowa nieruchomości. Cena sprzedaży hotelu nie została ujawniona.

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

Cena bieżąca: 53,8 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

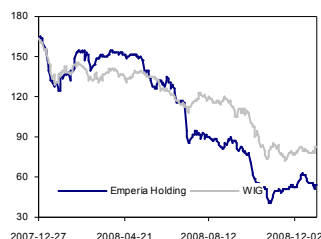
Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana		
Przychody	1 406,7	4 479,6	218,4%	5 370,7	19,9%	5 668,9	5,6%	Liczba akcji (mIn) *	15,1
EBITDA	51,2	176,2	243,9%	154,3	-12,4%	194,2	25,9%	MC (cena bieżąca) *	812,4
marża EBITDA	3,6%	3,9%		2,9%		3,4%		EV (cena bieżąca) *	1 058,8
EBIT	33,0	136,2	313,1%	102,0	-25,1%	128,8	26,3%	Free float	71,0%
Zysk netto	23,4	88,4	278,2%	63,1	-28,6%	92,0	45,8%		
P/E	31,0	9,2		12,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	17,4	6,3		7,0		5,2		Zmiana ceny: 6m	-54,1%
P/BV	2,0	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-67,0%
EV/EBITDA	15,9	5,3		6,9		5,6		Max (52 tyg.)	164,5
Dywid (%)	5,1	3,2		1,6		3,1		Min (52 tyg.)	40,5

* po uwzględnieniu emisji akcji dla akcjonariuszy BOS



Po bardzo dobrym listopadzie, w grudniu akcje Emperii zachowywały się nieco gorzej od indeksu WIG (-3% vs. 0,4%). Nadal uważamy, że akcje Spółki oferują znaczący potencjał wzrostowy i w najbliższych kwartałach inwestorzy nie powinni być już tak negatywnie zaskakiwani, jak w przypadku wyników 3Q. W styczniu oczekivalibyśmy jednak, że kurs będzie zachowywał się tak jak szeroki indeks WIG.



Eurocash (Trzymaj)

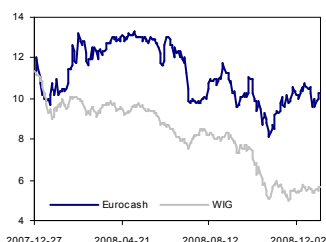
Cena bieżąca: 10,29 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana		
Przychody	3 237,0	4 729,4	46,1%	6 601,8	39,6%	7 399,4	12,1%	Liczba akcji (mIn)	130,4
EBITDA	87,3	121,9	39,7%	155,9	27,9%	186,2	19,4%	MC (cena bieżąca)	1 342,3
marża EBITDA	2,7%	2,6%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	1 251,6
EBIT	55,2	85,8	55,3%	111,0	29,4%	127,3	14,7%	Free float	30,0%
Zysk netto	41,6	58,9	41,7%	79,4	34,8%	105,1	32,4%		
P/E	31,6	22,3		16,9		12,8		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	17,9	13,8		10,8		8,2		Zmiana ceny: 6m	-13,5%
P/BV	6,6	5,6		4,3		3,5		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	15,4	10,3		8,0		6,4		Max (52 tyg.)	13,3
Dywid (%)	1,6	2,2		0,9		3,0		Min (52 tyg.)	8,1



Podtrzymujemy naszą opinię, iż obecna premia w wycenie Eurocash w relacji do branży jest w pełni uzasadniona. Zalecamy trzymanie akcji, wyceniając je na 9,9 PLN. Pozytywnym katalizatorem dla notowań akcji Spółki w tym roku może być kolejna akwizycja (20 mln PLN gotówki netto na bilansie) przeprowadzona, biorąc pod uwagę dotychczasowe osiągnięcia Zarządu, przy atrakcyjnej ewaluacji. Nie sądzimy jednak, aby było to możliwe już na początku roku.

Inne



Mondi (Kupuj)

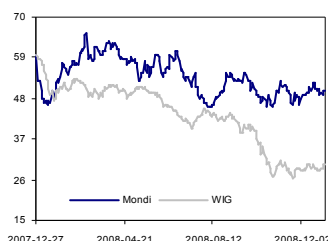
Cena bieżąca: 40,5 PLN Cena docelowa: 54,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana		
Przychody	1 443,9	1 610,4	11,5%	1 410,8	-12,4%	1 594,6	13,0%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	434,9	400,0	-8,0%	287,0	-28,2%	320,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	2 025,0
marża EBITDA	30,1%	24,8%		20,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	2 355,1
EBIT	326,4	295,7	-9,4%	186,1	-37,0%	182,8	-1,8%	Free float	19,0%
Zysk netto	270,0	246,2	-8,8%	156,3	-36,5%	130,7	-16,3%		
P/E	7,5	8,2		13,0		15,5		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	5,4	5,8		7,9		7,5		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	2,1	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-4,2%
EV/EBITDA	4,7	5,0		8,2		8,4		Max (52 tyg.)	65,5
Dywid (%)	12,1	13,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	45,7



80% sprzedaży spółki trafia na eksport, głównie do krajów UE (Włochy, WB, Niemcy), co wystawia spółkę na ryzyko spadku wolumenów w związku z oczekiwaną recesją największych gospodarek UE. Jest to odzwierciedlone w cenach papieru do produkcji tektury – towaru ściśle związanego ze sprzedażą detaliczną. Biorąc jednak pod uwagę osłabienie PLN w stosunku do Euro, cena po jakiej spółka sprzedawała swoje produkty w 4Q2008 była o 11% wyższa niż w poprzednim kwartale. Wynik 4Q2009 obciąża straty na transakcjach zabezpieczających.

Ceny CCM w 4Q2008

Wg. danych FOEX średnia cena kraftlinera na rynku europejskim wyniosła 486 Euro/t i była o 4,4% niższa niż w 3Q2008. Po uwzględnieniu osłabienia złotego w tym czasie, cena złotówkowa jest o 14% wyższa. W przypadku testlinera wzrost wynosi 9,3% a dla flutingu 6,3%

Wzrost cen drewna

W 2009 roku minimalne ceny na internetowych aukcjach będą o 14% wyższe od sugerowanych przez branżę (145 PLN za drewno iglaste, LP chcą 160-175 PLN). Zdaniem odbiorców cena surowca dla fabryk celulozy i płyt zdaniem producentów jest za wysoka o ok. 25%. Przedstawiciele tartaków spotkali się w sprawie cen z dyrektorem LP jednak porozumienia nie osiągnięto. Przedstawiciele branży drzewnej zapowiadają protesty i interwencje u Premiera. Informacja negatywna dla Świecia. W naszych prognozach zakładamy 5% wzrost cen drewna. 10% różnicy to dodatkowe koszty na poziomie ok. 45 mln PLN w skali roku. Ostateczny wynik negocjacji powinien być znany na początku stycznia. Na chwilę obecną nie korygujemy naszych prognoz na 2009 rok, które opierają się na założonym kursie PLN/Euro na poziomie 3,5 w stosunku do 3,85 obecnie. Utrzymanie się tej różnicy w stosunku do prognozy to dodatkowe 70 mln PLN zysku brutto.



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

BZ WBK

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-04-30	2008-08-01	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07
kurs z dnia rekomendacji	164,90	168,00	179,00	144,80	116,00
WIG w dniu rekomendacji	46223,87	42416,36	41152,32	34832,29	27976,81

Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07
kurs z dnia rekomendacji	73,00	65,70	60,00	43,90
WIG w dniu rekomendacji	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81

ING BSK

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-04-30	2008-06-03	2008-07-01	2008-08-06	2008-08-19	2008-10-07	2008-11-13
kurs z dnia rekomendacji	505,00	514,00	445,00	495,00	490,00	451,00	389,50
WIG w dniu rekomendacji	46223,87	46390,78	41146,26	42118,25	40736,81	34832,29	27590,59

Kredyt Bank

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-04-30	2008-08-11	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-07
kurs z dnia rekomendacji	20,99	14,95	13,60	12,00	10,33
WIG w dniu rekomendacji	46223,87	40651,79	36854,78	34832,29	27976,81

Millennium

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2008-04-28	2008-06-03	2008-07-01	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07
kurs z dnia rekomendacji	7,61	8,55	6,85	7,40	6,21	5,30
WIG w dniu rekomendacji	46265,27	46390,78	41146,26	42118,25	36854,78	34832,29

Noble Bank

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2008-07-01	2008-07-02	2008-08-21	2008-10-07
kurs z dnia rekomendacji	8,54	7,40	8,68	6,70
WIG w dniu rekomendacji	41146,26	40489,39	39888,14	34832,29

Pekao

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-05-15	2008-06-17	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13
kurs z dnia rekomendacji	191,00	185,10	192,00	167,00	160,00	115,00
WIG w dniu rekomendacji	48321,35	45819,40	42118,25	36854,78	34832,29	27590,59

PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-06-03	2008-07-01	2008-08-06	2008-08-12	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13
kurs z dnia rekomendacji	50,50	45,49	51,40	49,45	41,50	41,02	30,00
WIG w dniu rekomendacji	46390,78	41146,26	42118,25	40949,96	36854,78	34832,29	27590,59



Telekomunikacja Polska

rekomendacja	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2008-04-14	2008-07-31	2008-09-30	2008-10-30
kurs z dnia rekomendacji	21,65	23,99	22,29	18,90
WIG w dniu rekomendacji	47064,18	42416,36	36854,78	27497,03

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. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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: Budvar Centrum, Centrum Klimy, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construcción Polska, Unibep

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputerik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mondy, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Provimi-Rolimpex, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Optopol, Unibep.

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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