

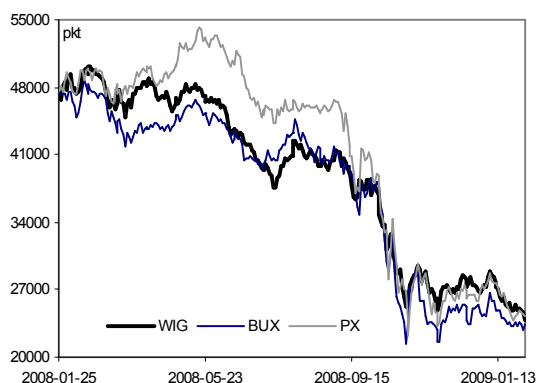
3 lutego 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	23 908
Średnie P/E 2009	9,1
Średnie P/E 2010	8,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 017 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 Kliszczy
 (+48 22) 697 47 06
 kamil.kliscz@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

Luty 2009

Rynek akcji

Pierwsze pozytywne symptomy, które szerzej opisaliśmy w raporcie już mają miejsce: wskaźniki wyprzedzające wyhamowały spadki lub zaczynają rosnąć od rekordowo niskich poziomów z grudnia (ISM, IFO, PMI). Zaczynają rosnąć rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, co naszym zdaniem świadczy o tym, że inwestorzy powoli odchodzą od scenariusza deflacyjnego na rzecz inflacyjnego. To powinno oznaczać pęknięcie bąbla na amerykańskich obligacjach i powrót części kapitału na przeceniony rynek akcji. Podtrzymujemy opinię, że jeszcze w pierwszym półroczu 2009 WIG20 wzrośnie powyżej 2 tys. punktów.

Ze spółek

Banki. Wyniki 4Q08 uwzględnią pierwsze konsekwencje globalnego kryzysu finansowego. W przypadku polskich banków na pierwszy plan idą koszty finansowania, rezerwy na klientowskie transakcje pochodne i pierwsze rezerwy na należności kredytowe. Naszym zdaniem po wynikach sentyment w stosunku do banków poprawi się. Rynek pozna skalę strat na opcjach. Zbiegnie się to z publikacją rewidowanych strategii i oczekiwań zarządów co do 2009 roku.

Rafineryjno-gazowy. Słabe wyniki kwartalne Lotosu i PKN są już w cenach i naszym zdaniem istnieje pole do pozytywnego zaskoczenia ich jakością. Spodziewamy się również odbicia na notowaniach ropy naftowej, co dodatkowo powinno wspierać rafinerie. W przypadku PGNiG radzimy wykorzystać publikację wyników za 4Q do redukcji pozycji.

Media. Ze spółek mediowych zalecamy w lutym przeważanie Agory, Cyfrowego Polsatu oraz WSiP. Z kolei koszty finansowe pogorszą ogólne wrażenie po wynikach TVN co naszym zdaniem będzie przekładało się na słabsze zachowanie kursu tej spółki.

Informatyczne. Relatywnie słabsze wyniki dystrybutorów IT będą negatywnie wpływały na ich wycenę w najbliższym miesiącu, na co złoży się również negatywne nastawienie do branży spowodowane obawami o kondycję rynku sprzętu komputerowego w warunkach recesji.

Metale. Pomimo złych danych makro i rosnących zapasów nie spadają również ceny surowców, które także powinny być beneficjentem przepływu kapitału z obligacji i rosnących napięć inflacyjnych. Zalecamy kupno KGHM.

Budownictwo. Utrzymujemy pozytywne nastawienie w przypadku spółek z dominującym udziałem budownictwa infrastrukturalnego i specjalistycznego (Mostostal Warszawa, Polimex, PBG, Budimex, Elektrobudowa, Trakcja Polska). Szans na pozytywne zaskoczenie spodziewamy się ze strony wyników Budimexu i potencjalnych nowych kontraktów Trakcji Polskiej.

Handel. Przy realizacji naszych prognoz wyników za 4Q spodziewamy się kontynuacji tendencji wzrostowych w przypadku Emperii i ponowny wzrost premii do sektora w przypadku Eurocash.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Eurocash (Akumuluj), Handlowy (Kupuj), Kredyt Bank (Kupuj), Milennium (Kupuj), Pekao (Kupuj), Unibep (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki PGNiG (Trzymaj).

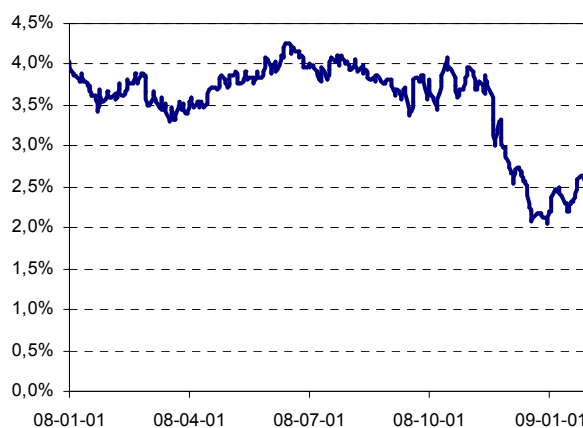
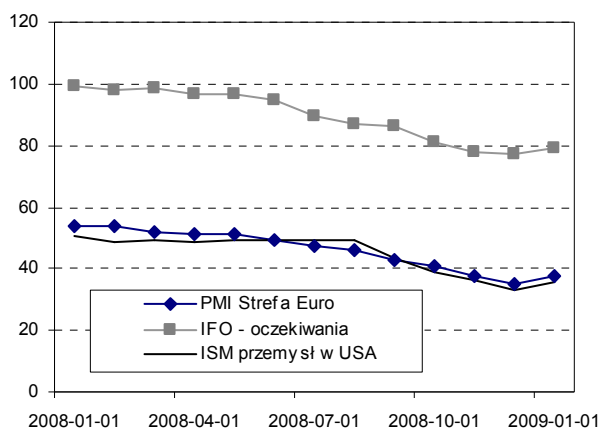
Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	4
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	7
4. Statystyki rekomendacji	8
5. Sektor finansowy	9
5.1. BZ WBK	15
5.2. Handlowy	17
5.3. ING BSK	18
5.4. Kredyt Bank	19
5.5. Millennium	21
5.6. Noble Bank	23
5.7. Pekao	24
5.8. PKO BP	26
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	28
6.1. Ciech	29
6.2. Lotos	31
6.3. PGNiG	33
6.4. PKN Orlen	35
6.5. Police	37
6.6. ZA Puławy	38
7. Telekomunikacja	40
7.1. Netia	41
7.2. TP SA	42
8. Media	44
8.1. Agora	45
8.2. Cyfrowy Polsat	47
8.3. TVN	48
8.4. WSiP	50
9. Sektor IT	51
9.1. AB	53
9.2. Action	54
9.3. ASBIS	55
9.4. Komputronik	55
10. Metale	56
10.1. Kęty	56
10.2. KGHM	57
11. Budownictwo	59
11.1. Budimex	63
11.2. Elektrobudowa	64
11.3. Erbud	65
11.4. Mostostal Warszawa	66
11.5. PBG	67
11.6. Polimex Mostostal	68
11.7. Trakcja Polska	69
11.8. Ulma Construcccion Polska	70
11.9. Unibep	71
12. Deweloperzy	72
13. Handel	76
13.1. Emperia Holding	76
13.2. Eurocash	76
14. Inne sektory	77
14.1. Mondi	77

Rynek akcji

Podtrzymujemy tezy stawiane w „Strategii dla rynku akcji w 2009 roku” opublikowaną 22 stycznia. Pomimo wylewu ogromnej ilości negatywnych informacji z gospodarek i spółek oraz towarzyszący temu powszechny pesymizm wśród inwestorów, od października indeksy na światowych giełdach znajdują się w trendach bocznych. Z drugiej strony pierwsze pozytywne symptomy, które szerzej opisaliśmy w raporcie już mają miejsce: wskaźniki wyprzedzające wyhamowały spadki lub zaczynają rosnąć od rekordowo niskich poziomów z grudnia (ISM, IFO, PMI). Zaczynają rosnąć rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, co naszym zdaniem świadczy o tym, że inwestorzy powoli odchodzą od scenariusza deflacyjnego na rzecz inflacyjnego. To powinno oznaczać pęknięcie bąbla na amerykańskich obligacjach i powrót części kapitału na przeceniony rynek akcji. Zwracamy uwagę, że pomimo złych danych makro i rosnących zapasów nie spadają również ceny surowców, które także powinny być beneficjentem przepływu kapitału z obligacji i rosnących napięć inflacyjnych, począwszy od drugiego półrocza br. Mimo obniżanych systematycznie prognoz wzrostu gospodarczego giełda w Szanghaju kontynuuje wzrosty wbrew sytuacji na innych rynkach rozwiniętych. Indeks w Brazylii jest nadal 30% powyżej październikowego dna. Siła tych rynków wschodzących świadczy naszym zdaniem o budowaniu już pozycji przez globalny kapitał długoterminowy. Postrzeganie wśród inwestorów globalnych polskiego rynku i całego regionu CEE powinno się zmieniać wraz z poprawiającą się oceną perspektyw gospodarki niemieckiej. Prawdopodobnie oznacza to, że w perspektywie najbliższych tygodni warszawska giełda nadal będzie silniej skorelowana z rynkami rozwiniętymi niż wschodzącymi. Wreszcie spadek dziennych obrotów na GPW do poziomu 600 mln PLN (z czego istotną część stanowi arbitraż, animacja i własna książka biur maklerskich) świadczy o wygasającej podaży. Niewielka poprawa sentymentu powinna oznaczać dalsze cofnięcie się ze strony sprzedających i pojawienie się wreszcie popytu, ze strony niedoważonych w akcjach instytucji finansowych. Podtrzymujemy opinię, że jeszcze w pierwszym półroczu 2009 WIG20 wzrośnie powyżej 2 tys. punktów.

Wskaźniki wyprzedzające i rentowność obligacji 10Y w USA



Źródło: Bloomberg

Makroekonomia

Stopy procentowe

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP obniżyła stopy o 75pb. do poziomu 4,25%. W informacji po posiedzeniu Rada wskazała na jeszcze większą ilość ryzyk dla wzrostu gospodarczego niż w i tak bardzo łagodnym komunikacie z grudnia. Ryzyka te to spowolnienie zagranicy, utrudniony dostęp do kredytu i zaostrzenie kryzysu bankowego. Rada przyznała również, że sygnały z rynku pracy (spadek zatrudnienia, obniżanie dynamiki wynagrodzeń oddziałują w kierunku niższej inflacji. Inflacja ma zdaniem RPP nadal obniżać się w najbliższych miesiącach. W komunikacie RPP nawiązała do ostatniego osłabienia złotego. Tu opinia RPP jest zbieżna z naszą – ostatnie osłabienie złotego wynika z odpływu kapitału z rynków emerging markets i nie wiąże się bezpośrednio ze skalą obniżek stóp w polskiej gospodarce (czy też zawężeniem dysparytetu stóp proc.). Ze względu na coraz gwałtowniejsze spowolnienie gospodarcze nie będzie także w znaczący sposób oddziaływało na wzrost cen konsumenta. Osłabienie złotego nie będzie również przeszkodą do kolejnych agresywnych obniżek stóp procentowych.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w grudniu wzrosła o 6,6% r/r wobec 2,7% r/r zanotowanych w listopadzie. Na wyższym odczycie zaważyły przede wszystkim różnica w liczbie dni roboczych (+2 r/r), sprzedaż w kategorii samochody (kumulacja agresywnych promocji w salonach samochodowych przyczyniła się do zwiększenia sprzedaży w tej kategorii o 8,2% m/m) oraz wyższa sprzedaż żywności. Co ciekawe, istotnie spadła dynamika sprzedaży w kategorii RTV i AGD (z 21,1% do 15,3% r/r). Naszym zdaniem pogorszenie sprzedaży dóbr trwałych może być zwiastunem dalszego spadku optymizmu konsumenta i w konsekwencji spadku sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach. Za takim scenariuszem przemawiają również coraz gorsze dane ze strony podaży gospodarki – nowe zamówienia w przemyśle spadły w grudniu o 19,6% r/r. Coraz bardziej prawdopodobne staje się również dalsze ograniczenie dynamiki wynagrodzeń, zatrudnienia (patrz doniesienia o kolejnych zwolnieniach grupowych, w grudniu zanotowano również wzrost stopy bezrobocia do 9,5% z 9,1%) i dochodu do dyspozycji (istotny wpływ na obniżenie dynamiki dochodu do dyspozycji mieć będzie, w skali gospodarki, wzrost obciążeń z tytułu rat kredytów hipotecznych). Czynniki te, w połączeniu z antycyklicznym wzrostem stopy oszczędzania powinien prowadzić do wyraźnego ograniczenia dynamiki konsumpcji prywatnej w całym 2009 roku. Dla porządku przywołujemy również dane o delatorze sprzedaży detalicznej – grudzień był drugim miesiącem, gdy zanotowano spadek cen rok do roku w tzw. koszyku popytowym (sprzedaż po wyłączeniu cen żywności i paliw). Naszym zdaniem procesy deflacyjne na kategoriach popytowych będą widoczne w kolejnych miesiącach potwierdzając słabość popytu w polskiej gospodarce.

Inflacja

W grudniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 3,7% do 3,3%. Na niższy odczyt złożyły się przede wszystkim spadek cen paliw (o 9% m/m) oraz stabilizacja cen w kategorii użytkowanie mieszkania. Niższy okazał się również wzrost nośników energii (0,2% m/m). Inflację bazową netto oszacowaliśmy na poziomie 4,5% r/r (w listopadzie wskaźnik wyniósł 4,7%). W najbliższych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji headline; przed jeszcze gwałtowniejszym hamowaniem tempa wzrostu cen „uchroniły” podwyżki cen energii elektrycznej. Szacujemy, że w styczniu 2009 inflacja zbliży się do poziomu 3,0% r/r; coraz wyraźniejsze powinny okazać się również, spadki inflacji bazowej. Scenariusz szybkiej dezinflacji oraz gwałtownego spadku w sferze realnej gospodarki sprzyjać będą również dalszym agresywnym obniżkom stóp procentowych; już teraz konsensus w RPP dryfuje w kierunku zogniskowania działań na przeciwdziałaniu spadkom sfery realnej. Na najbliższym posiedzeniu RPP prawdopodobnie obniży stopy procentowe o co najmniej 50-75pb.

W grudniu nie odnotowano podwyższenia inflacji bazowej w ujęciu rocznym w żadnej z obliczanych przez NBP kategorii. Inflacja bazowa „netto” oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadły – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – do poziomów równych odpowiednio 4,5% r/r oraz 2,8% r/r. Choć w większości kategorii bazowych odnotowano w dalszym ciągu miesięczne wzrosty, były one co najwyżej równe tym z listopada oraz wyraźnie niższe od odnotowanych przed rokiem. Spowolnienie gospodarcze, które staje się faktem w obliczu obserwowanych kolejnych danych o wysokiej częstotliwości, będzie w najbliższych miesiącach ograniczać wzrosty cen w większości kategorii bazowych. Czynnikiem sprzyjającym niższemu wzrostom cen jest także obserwowane uspokojenie sytuacji na rynku ropy naftowej (transport jest elementem ceny każdego dobra konsumpcyjnego). Z uwagi na wyraźne spadkową fazę cyklu koniunkturalnego również osłabienie złotego nie powinno mieć istotnego wpływu na ceny dyktowane przez sprzedawców.

Bezrobocie, wynagrodzenia

W grudniu po raz kolejny odnotowano ujemną dynamikę zatrudnienia. Pracę straciło 34 tys.

osób w sektorze przedsiębiorstw, a roczny wskaźnik zatrudnienia uplasował się na poziomie 2,3% r/r (poniżej konsensusu rynkowego 2,7% oraz naszej prognozy 2,6%). Obniżenie popytu na pracę staje się coraz bardziej widoczne, co potwierdza wcześniejsze wskazania wskaźników koniunktury. Można przypuszczać, że w najbliższym czasie dojdzie do wcielenia w życie kolejnych planowanych zwolnień grupowych – prawdopodobnie już teraz przedsiębiorcy nie przedłużą części umów zawartych na czas określony. Gorsza sytuacja kosztowa przedsiębiorstw, a także prawdopodobne skrócenie tygodnia pracy zaowocowały spadkiem dynamiki wynagrodzeń, która obniżyła się do 5,4% z 7,8% odnotowanych w listopadzie (konsensus rynkowy 7,4%, nasza prognoza 5,7%). Przyczyn zmniejszenia dynamiki płac należy upatrywać przede wszystkim w gwałtownie obniżającej się aktywności gospodarczej (co wiąże się z mniejszą liczbą nadgodzin oraz zmniejszeniem wynagrodzeń osób pracujących na akord; w dłuższej perspektywie można się także spodziewać większej dyscypliny w żądaniach płacowych formułowanych przez związki zawodowe). Wśród dodatkowych (zdecydowanie mniej istotnych) przyczyn niskiego tempa wzrostu płac należy wymienić także jednorazowe efekty statystyczne: wcześniejszą wypłatę Barbórek w górnictwie, a także przesunięcie wypłat grudniowych wynagrodzeń na styczeń (tego efektu nie jesteśmy jednak w stanie oszacować na podstawie danych o tak dużym stopniu agregacji). W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki zatrudnienia (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 bieżącym roku będą także mniejsze dodatki do wynagrodzeń o charakterze jednorazowym, bądź uznaniowym - jest to naturalna konsekwencja pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, które zobaczymy w najbliższych kwartałach.

W grudniu, jak podaje MIPPS, stopa bezrobocia wzrosła z 9,1% do 9,5%. Wzrost ten jest większy niż wynikałoby z wzorca sezonowego i prawdopodobnie w znacznym stopniu związany z dwoma zjawiskami; pracodawcy nie przedłużania umów zawartych na czas określony, Polacy powracający z zagranicy rejestrują się w urzędach pracy. Wzrost stopy bezrobocia wpisuje się również w trendy obserwowane w pozostałych państwach Unii Europejskiej (w gospodarce niemieckiej w tym samym miesiącu zanotowano pierwszy od 3 lat wzrost bezrobocia).

Produkcja przemysłowa i ceny

W grudniu produkcja przemysłowa obniżyła się o 4,4% r/r (oraz prawie 4% w ujęciu miesięcznym, mimo znacznej różnicy w dniach roboczych). Jednocześnie skorygowano poprzednie dane – w listopadzie produkcja przemysłowa obniżyła się o 9,2%. W ujęciu odsezonowanym odczyt uplasował się na poziomie o 7,4% niższym niż rok wcześniej (w porównaniu do -4,2% w listopadzie), co stanowi wyraźny symptom hamowania polskiej gospodarki. Jednocześnie utwierdza nas to w przekonaniu, że pogłoski o wyłączeniu niektórych linii produkcyjnych oraz mniejszej faktycznej liczby dni pracy nie okazały się bezpodstawne. W kolejnych miesiącach oczekujemy jeszcze niższych (odsezonowanych) dynamik produkcji przemysłowej. Złoży się na to dalsze spowolnienie popytu zagranicznego (w tym znaczne hamowanie gospodarki niemieckiej, która w znaczny sposób ograniczy popyt na półprodukty wykorzystywane do dalszej produkcji) oraz wyraźne ograniczenie nowych inwestycji (niższy popyt oraz puste księgi zamówień sprawiają, że rozbudowa aparatu produkcyjnego, a nawet zastępowanie już zamortyzowanych urządzeń, nie wydają się w tym momencie konieczne). Duży spadek produkcji jest spójny z dalszym ograniczaniem zatrudnienia oraz spadkiem funduszu płac, który przyczyni się bezpośrednio do ograniczenia tempa wzrostu konsumpcji – wbrew powszechnym oczekiwaniom nie będzie ona wystarczającym wsparciem dla tempa wzrostu PKB, które może się w 2009 roku uplasować znacznie poniżej 1,5%.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się w grudniu o 0,5% w ujęciu miesięcznym. Rewizji w górę poddano natomiast oszacowania wzrostu cen producentów za listopad (spadek cen został ostatecznie ustalony na 0,3% m/m) – głównie ten spowodował podwyższenie dynamiki rocznej wskaźnika do 2,6% r/r, znacznie powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Należy jednak zaznaczyć, że ceny w przetwórstwie przemysłowym wciąż spadają w ujęciu miesięcznym (również po 0,6% w listopadzie i w grudniu), a w obecnej fazie cyklu to właśnie miesięczne momentum gospodarki ma podstawowe znaczenie (dynamiki roczne mogą być w tym przypadku mylące).

Deficyt budżetowy

Wykonanie deficytu budżetowego po grudniu okazało się lepsze od pierwotnych założeń (90,8% planu), lecz jednak gorsze od późniejszych szacunków MinFin. Na wyniku budżetu zaważyło wykonanie dochodów, głównie po stronie podatków pośrednich. Plan wydatków został wykonany w 90,2% - znacznie poniżej planu uplasowały się wydatki związane z obsługą zadłużenia krajowego i zagranicznego (odpowiednio 91,4% oraz 87,9%). Dotychczas powoli rosnąca dotacja do FUS doznała w końcu roku znacznego przyspieszenia i wykonanie na tym polu w całym roku sięgnęło 100%, tworząc prawdopodobnie korzystną poduszke płynności-

wą dla funkcjonowania funduszu w br. Z kolei plan wykonania dochodów osiągnął 90,1%. Szczególnie słabo wypadło wykonanie podatków pośrednich, które sięgnęło zaledwie 93,4% (w roku 2007 ten rodzaj wpływów odnotował nadwyżkę w stosunku do planu realizując go w 105,7%). Istotna w tym zakresie jest także dynamika tego rodzaju dochodów – począwszy od lipca tegoroczne dochody z tej kategorii przyrastały znacznie wolniej niż w analogicznym okresie roku 2007. Wręcz fatalnie uplasowało się wykonanie środków z UE – zaledwie 43,2% planu w całym roku. Najnowszy budżet zakłada wykorzystanie środków z UE w wysokości około 35 mld PLN – biorąc pod uwagę kolejne opóźnienia realizowane w zakresie „kluczowych projektów” pieniądze zostaną dopiero w większej części uruchomione prawdopodobnie dopiero pod koniec roku. Na razie wciąż utrzymuje się dobre wykonanie dochodów z PIT i CIT. Coraz więcej czynników wskazuje, że wykonanie zaplanowanego deficytu budżetowego będzie w bieżącym roku niezwykle trudne, a nawet niemożliwe. Podstawowym problemem dla ustawy budżetowej okazują się zbyt optymistyczne założenia dotyczące tempa wzrostu PKB, a także samej konsumpcji. Już ostatnie miesiące ubiegłego roku pokazały, że obniżenie sprzedaży detalicznej (i tym samym konsumpcji) odbija się znacznie na wpływach z VAT. Co więcej, spowolnienie dynamiki płac oraz wzrost liczby zarejestrowanych bezrobotnych będą ograniczać podatki PIT, a pogorszenie wyników finansowych odbije się negatywnie na wpływach z CIT. Kolejne zwolnienia grupowe i wzrost stopy bezrobocia to również zwiększenie zasiłków społecznych, a więc obciążenie strony wydatkowej budżetu. Ostrożne szacunki wskazują, że tegoroczny deficyt może się okazać o 10-12 mld wyższy od planu. Najnowsza prognoza Komisji Europejskiej zakłada, że deficyt wyniesie 3,6% w 2009 oraz 3,5% w 2010 roku. Minister Rostowski nie widzi z kolei potrzeby nowelizacji budżetu, nawet gdyby tempo wzrostu spadło do 2% prognozowanych przez KE. W takim przypadku rząd będzie prawdopodobnie zmuszony do cięcia wydatków – a taki właśnie sposób równoważenia budżetu sugerował Z. Chlebowski – zwłaszcza, że plan przyjęcia euro 1 stycznia 2012 został podtrzymany.

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	Kupuj	111,90	2009-01-23
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	Akumuluj	9,90	2009-02-03
HANDLOWY	Kupuj	54,55	2009-02-03
ING BSK	Kupuj	371,00	2009-01-23
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Kupuj	49,20	2008-11-27
KOMPUTRONIK	Akumuluj	33,90	2008-12-02
KREDYT BANK	Kupuj	7,72	2009-02-03
LOTOS	Kupuj	29,40	2008-11-25
MILLENNIUM	Kupuj	2,79	2009-02-03
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		2009-01-29
PBG	Akumuluj	219,40	2008-11-25
PEKAO	Kupuj	140,80	2009-02-03
PGNiG	Trzymaj	3,94	2009-02-03
PKN ORLEN	Kupuj	39,30	2008-11-20
PKO BP	Kupuj	43,23	2009-01-12
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
UNIBEP	Kupuj	5,40	2009-02-03
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
BZWBK	Kupuj	Kupuj	111,90	2009-01-23
HANDLOWY	Akumuluj	Zawieszona	54,55	2009-01-12
ING BSK	Kupuj	Trzymaj	371,00	2009-01-23
KREDYT BANK	Akumuluj	Sprzedaj	7,72	2009-01-23
MILLENNIUM	Trzymaj	Zawieszona	2,79	2009-01-12
NOBLE BANK	Zawieszona	Kupuj		2009-01-29
PEKAO	Akumuluj	Zawieszona	140,80	2009-01-12
PKO BP	Kupuj	Zawieszona	43,23	2009-01-12
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	Akumuluj	20,50	2009-01-06
UNIBEP	Akumuluj		5,40	2009-01-09

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
EUROCASH	Akumuluj	Trzymaj	9,90	2009-02-03
HANDLOWY	Kupuj	Akumuluj	54,55	2009-02-03
KREDYT BANK	Kupuj	Akumuluj	7,72	2009-02-03
MILLENNIUM	Kupuj	Trzymaj	2,79	2009-02-03
PEKAO	Kupuj	Akumuluj	140,80	2009-02-03
PGNiG	Trzymaj	Akumuluj	3,94	2009-02-03
UNIBEP	Kupuj	Akumuluj	5,40	2009-02-03

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	23	0	0	2	1	8
procent	0,0%	0,0%	24,3%	13,5%	62,2%	0,0%	0,0%	18,2%	9,1%	72,7%

Sektor finansowy

Rośnie pula należności nieregularnych

Wskaźniki kredyty nieregularne/ kredyty ogółem wyniósł na koniec grudnia'08 4,4% i nieznacznie podwyższył się względem listopada ub.r. (o 0,07%). Portfel kredytów nieregularnych wzrósł w ostatnim miesiącu ub.r. o 1,5 mld PLN, a w całym 2008 roku o 4 mld PLN. Ponad 60% całorocznego przyrostu przypada na listopad i grudzień 2008 (łącznie 2,5 mld PLN kredytów nieregularnych). Poziom kredytów nieregularnych gospodarstw domowych sięgnął 3,5% kredytów ogółem. Jednak duża w tym zasługa dynamicznego wzrostu portfela kredytów brutto (sztuczny efekt wywołany osłabieniem złotówki). Nominalnie portfel NPL tego segmentu wzrósł o 756 mln PLN w grudniu i o 2,6 mld PLN w całym 2008 roku. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy wygenerowano 45% rocznego przyrostu poziomu NPL wśród gospodarstw domowych. Bardzo widoczne jest już jednak pogorszenie się jakości kredytów przedsiębiorstw. Kredyty nieregularne stanowiły 6% kredytów ogółem (miesiąc wcześniej 5,7%). W grudniu portfel NPL przedsiębiorstw wzrósł o 0,8 mld PLN, a w całym 2008 roku o 1,5 mld PLN. Należności nieregularne wygenerowane w listopadzie i grudniu stanowiły 93% całkowitego przyrostu NPL tego segmentu w 2008 roku. Widzimy bardzo widoczne pogorszenie się koniunktury w segmencie przedsiębiorstw. W przypadku gospodarstw domowych również widać wyraźne symptomy osłabienia, jednak naszym zdaniem największy problem odnotują przedsiębiorstwa. Uważamy, że wskaźnik jakości NPL/kredytów ogółem całego systemu bankowego wzrośnie do 6,1% na koniec tego roku, a na koniec 2010 roku sięgnie 7,6%.

Kredyty mieszkaniowe – portfel na koniec grudnia 2008

Portfel kredytów mieszkaniowych sięgał ponad 198 mld PLN i był o 62,4% wyższy niż na koniec grudnia 2007. Czynnikiem, który miał decydujący wpływ na wzrost portfela kredytów było osłabienie PLN względem CHF. Po wyłączeniu wpływu osłabienia złotówki (o 8% względem CHF w grudniu ub.r.) wzrost portfela wynosił 3,7 mld PLN. Jest to nadal wysoki wynik w naszej opinii. Widzimy znaczny wzrost zainteresowania kredytami złotówkowymi. Przyrost portfela jest systematycznie coraz silniejszy. W grudniu zwiększył się o 1 mld PLN, podczas gdy w listopadzie jeszcze o 0,6 mld PLN, a we wcześniejszych miesiącach zmiany potrafiły nie przekraczać 100 mln PLN (październik i wrzesień przyniósł spadek portfela).

Wolumeny na koniec grudnia 2008

Portfel depozytów wzrósł o 21% R/R. Złożył się na to wzrost depozytów gospodarstw domowych o 26% R/R i przedsiębiorstw o 5% R/R. Jednocześnie kredyty wzrosły aż o 36% R/R. Portfel kredytów gospodarstw domowych wzrósł o 44% R/R, a portfel kredytów przedsiębiorstw zwiększył się o 29% R/R. Wzrost portfeli kredytów w ostatnich miesiącach to efekt przede wszystkim rewaluacji portfeli kredytów walutowych. W przedsiębiorstwach portfel kredytów złotówkowych spadł z poziomu 177,4 mld PLN na koniec listopada'08 do poziomu 173 mld PLN, ale jednocześnie portfel walutowy wzrósł z 48,5 mld PLN do 54,7 mld PLN (13% w ciągu miesiąca). Gdyby nie osłabienie złotówki (o 8,7% względem CHF oraz o 11% względem EUR) portfele rosłyby znacznie wolniej w grudniu. Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 111% w całym sektorze i aż 124% biorąc pod uwagę tylko portfele gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Widać jednak wyhamowanie tempa wzrostu relacji kredyty/depozyty. Dane zbieżne ze wstępnymi danymi o podaży pieniądza. Podano jednak podział na portfele walutowe i złotówkowe. Dane wskazują na to, że banki znacznie ograniczyły udzielanie nowych kredytów, jednak nie będzie to miało jeszcze wpływu na wolumeny w 4Q08. Naszym zdaniem największe spowolnienie wzrostu portfeli kredytów będzie miało miejsce na przełomie 1Q09/2Q09.

Pengab wzrósł o 1,7 pkt. m/m do 22,8 pkt.

Pengab wzrósł w styczniu w relacji do grudnia o 1,7 pkt. do poziomu 22,8 pkt. Podniesienie poziomu odnotowano jedynie w warstwie bieżących ocen (o 7,7 pp.). Wskaźnik prognoz spadł natomiast o 4,5 pkt. Zwiększenia kredytów walutowych spodziewa się jedynie 9% badanych bankierów, 43% oczekuje spadku, a reszta sądzi, że nic w tej kwestii się nie zmieni. Jeśli chodzi o kredyty dla firm o wartości do 1 mln euro, to 18% ankietowanych przewiduje ich spadek, a 25% wzrost. Finansiści uważają, że będzie rosła liczba kredytów, które nie są spłacane na czas. Wzrost wartości tzw. pożyczek nieregularnych przewiduje aż 29% z nich. Bankowcy bardziej optymistycznie patrzą na rynek lokat. 51% spodziewa się zwiększania depozytów w złotych, a 24% – lokat walutowych. Generalnie dwie trzecie badanych uważa, że 2009 r. będzie gorszy dla banków niż rok poprzedni. Umiarkowany optymizm cechuje tylko jednego na dziesięciu bankowców. Nastroje są pod tym względem najgorsze od 11 lat. Jako potencjalne źródło rozwoju w tym roku dwóch na pięciu finansistów wskazuje bankowość detaliczną. W dalszej kolejności to obsługa małych, średnich i mikrofirm. Uważamy, że średni poziom Pengab w tym roku będzie znacznie niższy niż w 2009 roku (średnia dla całego 2008 to 33,5 pkt.). Ostatnio średni roczny poziom Pengab nie przekraczający 30 pkt. obserwowano w 2004 roku (efekt słabszych ocen bankowców na początku roku). W 2003 roku średni Pengab wynosił 19,4 pkt. (efekt bardzo słabych ocen bankowców z początku roku).

Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2009 roku – większość w PLN

Parkiet pisze, że w tym roku będziemy mieli do czynienia z odwróceniem proporcji między sprzedażą walutowych i złotówkowych kredytów hipotecznych z 80%(FX)/20%(PLN) do 20%(FX)/80%(PLN). Ograniczy to istotnie przychody z wysokich spreadów walutowych. Dodatkowo sprzedaż spadnie o połowę w relacji do ubiegłego roku. Zgadza się z tezami artykułu. Nasze założenia na 2009 rok zakładają sprzedaż niespełna 30 mld PLN kredytów hipotecznych z czego 80% będzie prowadzona w złotówce. Najbardziej ucierpią na tym przychody banków agresywnych na rynku walutowych kredytów hipotecznych: Millennium, Kredyt Banku i PKO BP (choć ze względu na większą dywersyfikację przychodów banku, będzie miało to mniejszy wpływ na wyniki).

IBnGR zakłada portfel hipoteczny na poziomie 200 – 240 mld PLN w 2011 roku

Na koniec listopada – według danych NBP – wartość zadłużenia Polaków z tytułu kredytów hipotecznych wyniosła 171,8 mld PLN. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową prognozuje mocne zahamowanie w tym i następnym roku sprzedaży kredytów mieszkaniowych. Instytut ocenia, że dopiero w 2011 banki znów chętnie będą pożyczać na kupno mieszkania. Wartość portfela kredytów hipotecznych wyniesie 200 – 240 mld PLN, a w 2012 r. w granicach 290 – 350 mld PLN, czyli ok. 20% PKB. Optymistyczna prognoza Instytutu mówi, że w tym roku banki pożyczą klientom na kupno nieruchomości połowę tego, co w ubiegłym. Jeszcze nie ma oficjalnych danych dotyczących sprzedaży kredytów mieszkaniowych w 2008. ZBP jeszcze w grudniu podtrzymywał swoją prognozę sprzedaży 68 mld PLN w 2008 roku. Oznaczałoby to, że w tym roku udzielił kredytów o wartości niecałych 35 mld PLN. ZBP nie podał jeszcze szacunków dotyczących bieżącego roku. Prognozy instytutu zbiegają się z naszymi założeniami. Uważamy, że w 2009 roku w sektorze zostanie sprzedanych 25 – 30 mld PLN kredytów hipotecznych.

Rekomendacja T dopiero za rok

Nowa rekomendacja, która ma m.in. ograniczyć maksymalny poziom obciążenia dochodów gospodarstwa domowego ratą kredytów do 50% wejdzie dopiero za rok. W takim razie czekamy. Banki i tak bardzo ostrożnie podchodzą do udzielania kredytów, a niektóre wymagają od klientów więcej niż zakładają propozycje zapisów Rekomendacji T.

BIK udostępnił 20 mln raportów kredytowych w 2008 roku

W samym grudniu BIK udostępnił 2,1 mln raportów. Jest to o 48% więcej niż w listopadzie (wówczas 1,4 mln raportów). Podtrzymujemy założenia, że w przyszłym roku czeka nas znaczne spowolnienie akcji kredytowej. Wzrost liczby raportów wydawanych w grudniu jest do pewnego stopnia czynnikiem sezonowym. To okres zwiększonego zapotrzebowania na kredyty gotówkowe i okres żniw dla banków. W ubiegłym roku z listopada na grudzień liczba wydawanych przez BIK wniosków wzrosła o 29%. W tym roku można jeszcze dołączyć dokładniejszą weryfikację zdolności kredytowej prowadzonej przez banki (mocno zaostrzone kryteria udzielania kredytów) oraz większą liczbę składanych wniosków. Klienci w obawie, że nie otrzymają kredytu składają wnioski w większej ilości banków. Więcej będzie również decyzji odmownych, a klienci nie będą korzystali z kredytu przyznanego w części banków.

Opłaty za obsługę konta

Z raportu NBP wynika, że banki od kilku lat nie zmieniały istotnie opłat i prowizji związanych z prowadzeniem kont. Stawiki nieznacznie się zwiększają i na razie nie ma szans na obniżki. Nie zmienia tego nawet pojawienie się nowych graczy. Naszym zdaniem w tym roku można oczekiwać decyzji niektórych graczy o podwyższeniu opłat związanych z prowadzeniem konta. Opłaty transakcyjne będą jedną z niewielu stabilnie rosnących pozycji rachunku zysków i strat banków. In plus na tym tle postrzegamy duże banki, o szerokiej bazie klientów (Pekao i PKO BP).

Po wcześniejszym wykupie obligacji, czas na obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej?

NBP zamierza wykupić przed terminem obligacje, które banki musiały objąć przy okazji obniżenia rezerwy obowiązkowej w 2002 roku (w sumie ok. 8 mld PLN). Obecnie bankowcy postulują o obniżenie poziomu stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 2%. Biorąc pod uwagę obecny poziom depozytów dałoby to bankom ok. 9 mld PLN uwolnionych środków. Jednak przedstawiciele RPP o NBP uważają, że na razie nie ma takiej potrzeby. Obniżenie rezerwy leży w gestii RPP. D. Filar powiedział, że na decyzję o obniżeniu stopy RO może mieć wpływ sposób w jaki banki wykorzystają środki pozyskane z tytułu wcześniejszego wykupu obligacji przez NBP. RPP chciałaby, aby banki przeznaczyły dodatkowe środki na kredyty dla klientów lub poprawę płynności na rynku międzybankowym. Jednak banki mogą kupić za te środki instrumenty dłużne (w tym np. NBP). Jeśli zrobią tak ze środkami z obligacji, RPP będzie miała argument, aby nie obniżać RO. Jednak z drugiej strony nie da się od razu skonwertować całej sumy 8 mld PLN na kredyty, szczególnie w kontekście spowolnienia gospodarczego.

Zachęty dla banków?

Rząd ułatwi życie bankom w zamian za zwiększenie akcji kredytowej. Minister finansów jako przewodniczący Komitetu Stabilności Finansowej postawi sektorowi bankowemu cele określają-

ce wzrost akcji kredytowej w 2009. Będzie jeszcze uzgadniał je z samymi zainteresowanymi oraz Komisją Nadzoru Finansowego. W zamian, rząd poprzez senatorów zgłosi poprawki w ustawie o instrumentach wsparcia instytucji finansowych (np. w kwestii dotyczących gwarancji pożyczek międzybankowych). Bankowcy prawdopodobnie dostaną takie instrumenty finansowe, o jakie zabiegają od miesięcy. Prezes ZBP mówi, że szczegóły takiego rozwiązania muszą być doprecyzowane. Pytanie jak będzie wyglądała strona popytowa. Stworzenie takiego rozwiązania będzie trudne. Banki będą musiały realizować cele, ale jednocześnie przestrzegać norm ostrożnościowych. Dodatkowo ryzyko ma wpływ na cenę kredytu, a ta może nie zostać zaakceptowana przez klienta.

Polskie banki mają gotówkę na akcję kredytową?

„Parkiet” pisze, że w polskich bankach jest gotówka na udzielanie kredytów. Większość banków notowanych na GPW ma wskaźnik kredyty/depozyty poniżej 100%. Dodatkowo korzystnie na banki wpływają decyzje KNF, które m.in. zakładają wcześniejszy wykup obligacji, a bankowcy domagają się obniżenia w przyszłości stopy rezerw obowiązkowych. Ponadto gazeta pisze, że banki deklarują pomoc inwestorów strategicznych i finansowanie z ich strony. Anonimowi bankowcy mówią, że decyzja o nieudzielaniu kredytów wynika ze spowolnienia gospodarczego. Banki wolą siedzieć na gotówce. Nie zgadzamy się do końca z tezą artykułu. Spadek podaży kredytów wynika z dwóch głównych przyczyn: nadchodzącego osłabienia gospodarczego i ilości pieniędzy w obiegu. Rzeczywiście banki giełdowe mają w większości relację kredyty/depozyty poniżej 100%, ale cały sektor znajduje się powyżej tej granicy. Inwestorzy strategiczni deklarują pomoc, jednak naszym zdaniem nie są w stanie dostarczyć aż takiej ilości środków. W przyszłym roku przedsiębiorstwa przejdą przez okres słabszych wyników, naszym zdaniem nie zwiększą poziomu oszczędności, motorem wzrostu portfela depozytów będą gospodarstwa domowe. Zakładamy, że portfel depozytów wzrośnie o ponad 36 mld PLN. Po drugiej stronie są kredyty. Zakładamy wzrost portfela kredytów o 35 mld PLN. Teoretycznie banki mogłyby udzielić więcej kredytów, biorąc pod uwagę decyzje KNF i finansowanie inwestorów strategicznych. Naszym zdaniem jednak nie są w stanie powtórzyć sytuacji z 2008 roku kiedy portfel przyrósł o ponad 140 mld PLN. Częściowo jest to efekt osłabienia PLN (co ma wpływ na rewaluację portfeli kredytów walutowych), ale nawet oczyszczając przyrost ze zmian kursu wzrost byłby znacznie większy. A na to banki nie mogą sobie pozwolić w obecnej sytuacji. Oficjalnie inwestor strategiczny deklaruje dokładanie do bilansu polskiego banku, nieoficjalnie koszt takiego pieniądza musi rosnąć i dostęp do niego już nie jest taki łatwy jak kiedyś.

Nie powinno być masowych upadłości firm z powodu rozliczenia opcji

Banki dążą do zawierania układów z firmami, które są im winne duże kwoty. Dla banków bankructwo takiej firmy z powodu opcji byłoby bardzo niekorzystne. Tym niemniej nawet po zawarciu układu z bankiem, konieczność spłaty dużych kwot związanych z opcjami może stanowić duże obciążenie dla spółek i wpływać na ich wyniki. Logiczna teza. Dla banku bankructwo klienta to brak spłaty zobowiązań z tytułu opcji, brak spłaty kredytów oraz utrata transakcyjnego klienta. Jednak w przypadkach, w których spółki świadomie spekulowały możemy oczekiwać, że przychylność banków będzie znacznie mniejsza. Z tego tytułu banki będą tworzyły rezerwy.

Alior bank przyspieszy budowanie sieci

RN banku zdecydowała, że 155 placówek, które miały zostać otwarte do końca 2009 roku powstanie już latem tego roku, a zakończenie rozbudowy sieci do liczby 200 oddziałów planowane pierwotnie na koniec 2010 roku zostanie wykonane do końca 2009 roku. Powodem jest spadek kosztów najmu wynajmowanych powierzchni użytkowych. Agresywny start nowego gracza. Być może koniunktura obecnie nie sprzyja, ale daje to również szanse na wystartowanie działalności w korzystniejszym otoczeniu kosztowym. O ile Alior Bank będzie miał pieniądze na przetrwanie w okresie dekoniunktury, przy następnym okresie wzrostu będzie już zagrożeniem dla konkurencji.

DnB Nord – strata w 4Q08

Prezes banku przyznaje, że bank w ostatnim roku miał stratę. Przyczyną była wycena obligacji oraz wojna odsetkowa w obszarze depozytów. Wyniki banku wpisują się w nurt już raportowanych lub oczekiwanych publikacji wyników sektora bankowego za 4Q08. Wyniki pogorszą się już w 4Q08. W całym 2009 roku oczekujemy spadku zysku o 1/3.

Spór o opcje – koniec w sądzie

Spółki zapowiadają pozwy sądowe przeciwko bankom, które ich zdaniem sprzedały im produkty, które miały być rzekomo zabezpieczeniem eksportu. „Puls Biznesu” opisuje różne przypadki i planowane linie obrony przedsiębiorstw. Przytacza nawet wypowiedzi prawników, że w przypadku jednej z umów zawieranych przez Bank Millennium znaleziono błędy w umowach, które umożliwiają uchylene się od jej skutków prawnych. Naszym zdaniem banki poniosą z tego powodu dodatkowe rezerwy. Pierwsza fala rezerw przyjdzie już w wynikach za 4Q08. Jeśli banki konserwatywnie tworzyły rezerwy na wszystkie zobowiązania pozostające do spłaty, których nie uregulowano na dzień 31 grudnia, to nawet późniejszy proces sądowy nie powinien mieć wpływu na skalę rezerw. Jeśli nie, to następna fala rezerw, tym razem na zobowiązania sporne bę-

dzie miała miejsce w 1Q09. Potem wraz z wyrokiem sądowym będzie istniała możliwość rozwiązania części rezerw, o ile bank wygra. Argumenty przedsiębiorców głośno przetaczają się przez łamy gazet. Nie znamy kontrargumentacji banków. Zapewne podobne sztaby prawników po drugiej stronie.

Allianz Bank – prezes zrezygnował

Paweł Miller, dotychczasowy prezes tworzonego właśnie Allianz Banku, zrezygnował ze stanowiska z dniem 10 stycznia. Za decyzją stały przyczyny osobiste. Na tym tle rozwój drugiego debiutanta, Alior Banku wygląda znacznie lepiej.

Doradcy 24 jako pierwsi wprowadzą opłaty za doradztwo?

Zarządy spółek Doradcy 24 i Creditfiled mogą po połączeniu jako pierwsi wprowadzić opłaty za doradztwo. Konkurencja sceptycznie podchodzi do pomysłu wprowadzenia opłat za pośrednictwo finansowe. Uważają, że nawet jeśli udałoby się to zrobić to tylko w przypadku doradztwa w zakresie zarządzania majątkiem osobistym i to w przypadku większych graczy rynkowych. Zgadza się z opinią konkurentów Doradców 24. Uważamy, że klienci zwrócą się do innych pośredników.

Polbank wprowadza kredyty w euro

Polbank EFG należący do greckiej grupy Eurobank EFG, rozpoczyna sprzedaż kredytów indeksowanych do euro. Zdaniem banku za 5 – 6 lat instrument ten będzie pozbawiony ryzyka kursowego. Ponadto bank nie marzę i zmniejsza prowizję. Pierwszy bank na horyzoncie, który zainteresował się kredytami hipotecznymi w euro. Naszym zdaniem coraz więcej banków będzie promować kredyty w tej walucie, jednak na przeszkodzie stać będą ostre wymogi kredytowe.

Powstają listy firm bez szans na kredyt?

W ING BSK jest lista firm bez szans na kredyt. W innych bankach (*Gazeta Prawna* wymienia: BRE, Pekao, Raiffeisen, Fortis czy Bank Handlowy) również podobno takie listy istnieją. Prezes ING BSK potwierdza, że w banku taka lista istnieje. Jednak wynika to z ostrożniejszego podejścia do analizy ryzyka kredytowego w bankach w obecnym otoczeniu makroekonomicznym. Na takich listach znajdują się zapewne m.in. dłużnicy, którzy nie uregulowali zadłużenia. Analizowana jest również na bieżąco sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw. Naszym zdaniem banki przykręca kurek z kredytami, ale będzie to wywołane znacznie większym ryzykiem związanym z kredytowaniem przedsiębiorstw.

Banki nie dają na projekty unijne

Gazeta Wyborcza pisze, że banki nie są zainteresowane współfinansowaniem projektów unijnych. Problem wynika z tego, że UE daje fundusze „z dołu”, a nie z „góry”. Centrum Wspierania Projektów Europejskich szacuje obecnie, że decyzje odmowne banków dotyczą około 20 – 30% wniosków. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego opracowało projekt nowelizacji rozporządzenia o dotacjach, które na masową skalę dałoby przedsiębiorcom dostęp do zaliczek. Mechanizm unijnego finansowania zostałby odwrócony. Przedsiębiorca składałby wniosek o dotację (np. na zakup maszyny), po podpisaniu umowy awansem dostawałby z unijnych środków zaliczkę (np. 50% całej kwoty). Nie musiałby biec do banku po kredyt. Sęk w tym, że jak dowiedziała się *Gazeta Wyborcza*, projekt został przyblokowany przez resort finansów. Ministerstwo uważa, że przepisy w sprawie zaliczek są wystarczające, a propozycja MRR bezzasadna. W obecnych czasach banki dużo ostrożniej podchodzą do analizy kredytowej klientów. Z obecnych statystyk wynika, że zdecydowana większość jednak kredyty dostaje. Pomysł zaliczek jest dobry, tylko nie wiemy jak będzie z jego egzekucją. W momencie wprowadzenia takich zaliczek banki straciłyby również popyt ze strony klientów. Po co iść do banku po kredyt w momencie, gdy dostało się zaliczkę od państwa.

BGK będzie mógł udzielać gwarancji i poręczeń

Rada Ministrów przyjęła projekt nowelizacji ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego oraz ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa. Efektem tych zmian będzie umożliwienie BGK udzielania gwarancji lub poręczeń w ramach rządowych programów społeczno-gospodarczych, w szczególności dla małych i średnich przedsiębiorstw. Rada Ministrów przyjęła także projekt ustawy o zmianie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne oraz ustawy o Funduszu Poręczeń Unijnych, przedłożony przez ministra finansów. Wszystko zależeć będzie od procedury zabiegania o gwarancje BGK.

Należy pozostawić zyski w bankach

Prezes NBP, Sławomir Skrzypek, powiedział, że duży zysk wypracowany przez banki w 2008 roku powinien pozostać w bankach i zwiększyć ich zdolność do prowadzenia akcji kredytowej. Zgodne z oczekiwaniami KNF. Zarządy banków również wskazują na chęć zatrzymania zysków na poczet kapitałów własnych. Zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy, że tylko Bank Handlowy spośród pokrywanych przez nas banków wypłaci dywidendę z zysków za 2008 rok.

Wyniki banków spółdzielczych w 2008 roku

579 banków spółdzielczych miało 915 mln PLN zysku netto, o 32,7% więcej niż w 2007 roku. Po 1H08 wyniki rosły w tempie ponad 40%. Spowolnienie w drugiej połowie roku wynika ze wzrostu salda rezerw. Przyczyną nie jest wzrost należności nieregularnych. Banki wykorzystują okres bardzo dobrych wyników do zwiększenia poziomu rezerw. Banki spółdzielcze również przejdą przez okres dekonunktury. W 2009 roku podobne wyniki się nie powtórzą. Banki komercyjne, w tym giełdowe w 2008 roku również poprawią wyniki.

BGŻ nie chce współpracować z pośrednikami finansowymi

BGŻ wycofał z oferty pośredników swoje walutowe kredyty hipoteczne. Kredyty te są dalej dostępne w sieci banku. BGŻ argumentuje to chęcią lepszej kontroli nad procesem kredytowym. Banki chcą, aby biznes pozostał w placówkach. W czasach, gdy w bankach wolumeny były znaczące, podzielenie się wnioskami z pośrednikami przynosiło korzyści obu stronom. Banki były skłonne dzielić się częścią prowizji z pośrednikiem finansowym. Jednak w tym roku sprzedaż kredytów hipotecznych spadnie o ponad połowę. Banki starają się wykorzystać potencjał jaki budowały przez ostatnie lata, zatrudniając pracowników i intensywnie poszerzając własną sieć placówek.

Słaby kurs walutowy uderza w banki

Oslabienie PLN ma wpływ na znaczny wzrost portfeli kredytowych banków, w szczególności tych, które agresywnie sprzedawały kredyty hipoteczne w CHF. *Parkiet* pisze, że w gronie banków jest PKO BP, który jeszcze niedawno miał nadwyżkę depozytów nad kredytami (4 mld PLN na koniec 3Q08). Podobnie jest w Millennium, Getin Holding. W innych bankach sytuacja jest podobna, ale dużo zależy od tego w jaki sposób finansowana była akcja kredytowa w CHF. Wiele banków, w tym również PKO BP dla części swojego portfela, finansowało akcję kredytową z pożyczek międzybankowych bezpośrednio w walutach obcych. Relacja kredyty/depozyty jest ważna, jednak należy pamiętać, że banki zabezpieczały portfel kredytów walutowych transakcjami pochodnymi. Banki ograniczyły obecnie akcję kredytową w CHF, zatem w przypadku osłabienia CHF portfele kredytów powinny się zmniejszać.

Getin Holding – Getin Bank – depozyty „kilka miliardów w górę”

Bank poinformował, że saldo depozytów w 4Q08 zwiększyło się o kilka miliardów złotych. W ocenie przedstawicieli banku, 4Q08 był pod tym względem bardzo udany. Prezes banku powiedział, że w wynikach 4Q08 bardziej widoczne będzie spowolnienie akcji kredytowej, niż wzrost kosztów finansowania. Bank ograniczał akcję kredytową w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Obecnie znowu zwiększa swoją obecność. Nie wróci jednak do oferty kredytów walutowych. Na koniec 3Q08 portfel depozytów wynosił 16,5 mld PLN (+76% R/R), a kredytów 17,4 mld PLN (+76% R/R). Getin Holding szacuje, że w 2009 roku saldo depozytów i portfel kredytowy wzrosną w tempie dwucyfrowym, jednak dynamika będzie niższa od obecnej. W 2009 roku Getin skupi się na zwiększeniu cross-sellingu, nawet połowa kredytów detalicznych ma być udzielona obecnym klientom - poinformował prezes Getin Holding. Relacja kredyty/depozyty w banku pozostanie naszym zdaniem na poziomie ponad 100%, m.in. ze względu na osłabienie polskiej waluty (CHF umocnił się względem PLN o 29% w 4Q08). Portfel kredytów hipotecznych stanowił prawie 60% kredytów ogółem grupy Getin Holding. W październiku i listopadzie portfel depozytów w sektorze wzrósł o 13,4 mld PLN, z czego 9,5 mld PLN przypadło na gospodarstwa domowe (główny obszar działania Getin Banku). Pozyskanie 2 mld PLN depozytów oznacza udział na poziomie około 20% w przyroście oszczędności gospodarstw domowych.

Getin Holding – Getin Bank bankiem uniwersalnym

Bank będzie starał się utrzymać swoich klientów przy sobie i zwiększyć ich transakcyjność. Chce wykorzystać bazę ponad 1 mln klientów, którzy korzystali do tej pory z produktów poszczególnych linii biznesowych (kredyt hipoteczny w DomBanku, a lokata w Getin Banku). Tylko 15% z klientów posiadających produkt GB ma w nim konto osobiste. Celem banku jest to zmienić, co ułatwi cross selling produktów z grupy oraz umożliwi zaoferowanie produktów związanych z obsługą konta. Bank poinformował również, że w całym 2008 roku depozyty wzrosły o 7,6 mld PLN. W 4Q08 portfel lokat zwiększył się o 3,2 mld PLN do poziomu 14,5 mld PLN. Celem banku jest finansowanie się przede wszystkim depozytami klientów. Nie chce emitować długu na rynek międzybankowy. Jest właśnie w trakcie skupowania obligacji z II serii emisji Euroobligacji (łączna emisja na 350 mln EUR, zapadalność: maj 2009). Część papierów już skupił. Kolejny etap rozwoju, którego celem jest wykorzystać to co już zostało zbudowane – baza klientów i znaczne aktywa. Oferta ROR-ów i uniwersalnej obsługi klienta da bankowi wzrost opłat z bankowości transakcyjnej, a to pozwala budować powtarzalną część wyniku, niezależną od koniunktury. Przedstawiciele banku informowali już o sukcesie w zbieraniu depozytów.

Getin Holding – Getin International obejmuje udziały w Akkord - Plus

Akkord – Plus podwyższyło kapitał zakładowy o kwotę 3,08 mln UAH (ok. 1,281 mln PLN). Getin International objął całość podwyższenia kapitału. Kapitał zakładowy Akkord-Plus po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału zakładowego będzie wynosić 5,38 mln (ok. 2,24 mln PLN). Objęcie przez Getin International przedmiotowego udziału zapewni Getin International udział w



wysokości 63,57% w podwyższonym kapitale zakładowym Akkord-Plus. Natomiast udział pozostałych udziałowców w podwyższonym kapitale zakładowym Akkord-Plus wyniesie: 34,63% - Getin International S.a.r.l (podmiot zależny GH) oraz 1,80% - PLUS Bank (podmiot zależny GH). Źródłem finansowania przedmiotowego udziału przez Getin International są środki z emisji obligacji, nabywanych przez jedną ze spółek z Grupy Getin Holding (Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Europa SA). Działania na rynkach zagranicznych mają zdecydowanie niższą skalę niż obecność Getin Banku i Noble Banku w Polsce.

Getin Holding – Getin International nie kupił w końcu Plus Banku od Getin Holding

Transakcja, która miała na celu przeniesienie udziałów w Plus Banku z Getin Holding do Getin International nie doszła do skutku w związku niespełnieniem się warunków zawieszających umowy. Warunkami były zgody Urzędu Antymonopolowego Ukrainy oraz Narodowego Banku Ukrainy. Biorąc pod uwagę sytuację na Ukrainie oraz zamrożenie na obecną chwilę planów rozwoju i wprowadzenia nas giełdę Getin International, informacja nie jest zaskoczeniem.

Getin Holding – Nowy Członek Rady Nadzorczej

NWZA powołało Andrzeja Błażejewskiego i Longina Kulę na Członków RN Getin Holding.

Getin Holding – Rejestracja podwyższenia kapitału Getin Banku

Sąd zarejestrował podwyższenie kapitału zakładowego Getin Banku o 13,5 mln PLN do 336,36 mln PLN w drodze emisji 10 mln akcji.



BZ WBK (Kupuj)

Cena bieżąca: 83 PLN

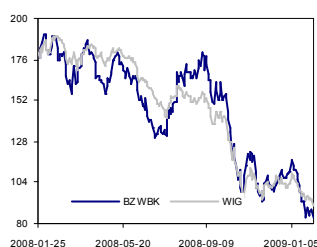
Cena docelowa: 111,9 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-23

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 031,7	1 286,7	24,7%	1 641,4	27,6%	1 676,5	2,1%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,3%	3,5%		3,6%		3,2%		MC (cena bieżąca)	6 055,7
WNDB	2 365,2	2 940,6	24,3%	3 246,0	10,4%	2 972,7	-8,4%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 084,1	1 395,2	28,7%	1 539,0	10,3%	1 184,4	-23,0%		
Zysk brutto	1 065,5	1 391,4	30,6%	1 397,9	0,5%	900,3	-35,6%		
Zysk netto	758,2	954,7	25,9%	1 013,2	6,1%	672,4	-33,6%		
ROE	20,7%	23,0%		20,9%		11,8%		Zmiana ceny: 1m	-25,1%
P/E	8,0	6,3		6,0		9,0		Zmiana ceny: 6m	-50,0%
P/BV	1,5	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-55,4%
D/PS	6,0	6,0		3,0		0,0		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	7,2	7,2		3,6		0,0		Min (52 tyg.)	83,0

* przed kosztami rezerw



Nie zmieniamy naszej oceny BZ WBK. Uważamy, że bank dzięki zdywersyfikowanym źródłom przychodów, płynnym bilansie (kredyty/depozyty 83%), mocnej pozycji kapitałowej (kapitały własne/suma bilansowa 11%, kapitały własne/kredyty 17%) posiada mocne podstawy do utrzymania rozwoju w długim terminie. Oczekujemy jednak, tak jak w przypadku innych banków znacznego spadku zysków netto w 2009 roku (o 34%). W przypadku transakcji sprzedaży BZ WBK, inwestorzy musieliby wziąć pod uwagę bardzo dobrą na tle świata kondycję polskiej gospodarki i silną pozycję BZ WBK na tym tle. Wyceny polskich banków są znacznie powyżej wycen podmiotów zagranicznych, ale premia w wycenie uzasadniona jest przez stabilną kondycję polskiego sektora bankowego. BZ WBK wyceniany jest obecnie przy P/E'09 na poziomie 9,0 oraz P/BV na poziomie 1,0 (zakładając zatrzymanie całości zysków za 2008 i 2009 rok w kapitałach banku). Nasza prognoza zakłada ROE'09 na poziomie niespełna 12%, zatem powyżej kosztu kapitałów własnych. Uważamy, że BZ WBK, obok Pekao i PKO BP pozostaną jedynymi bankami spośród pokrywanych przez nas podmiotów, które odnotują dwucyfrowe ROE. Implikowane P/BV przy ROE=11,8%, g=4% i COE=10,13% (rentowność obligacji dziesięcioletnich 5,13%) wynosi 1,3. Taka wycena zakłada, że po 2009 roku średnioroczne tempo wzrostu banku nie będzie przekraczało 4% i dyskontuje słabe wyniki 2009 roku. Relacja zadłużenia Polaków do PKB w dalszym ciągu pozostaje na poziomie wskazującym na perspektywę rozwoju. Podtrzymujemy rekomendację kupuj na walory BZ WBK. Uważamy, że obecna przecena jest doskonałą okazją do zakupu walorów banku.

Przynajmniej 10 nowych placówek w 2009 roku

Prezes banku deklaruje, że w 2009 roku zostanie otwartych przynajmniej 10 nowych placówek. Obecnie bank ma 504 oddziały. W sieci franszysowej funkcjonuje 60 punktów, a do końca tego roku ich liczba wzrośnie przynajmniej o 40. W ubiegłym roku w czasie wakacji mowa była jeszcze o kilkudziesięciu oddziałach, w ostatnim kwartale ub. r. prezes mówił o 20 – 30 oddziałach. W naszych prognozach uwzględniliśmy otwarcie 20 placówek w 2009 roku. Część z nich to otwarcia wynikające z wcześniejszej rezerwacji lokalizacji i uruchomienia procesu.

Obniżenie ratingu podmiotu

Fitch Ratings obniżył dzisiaj rating podmiotu ("Long-term IDR") do "BBB+" z "A+" i rating krótkoterminowy podmiotu ("Short-term IDR") do "F2" z "F1". Usunął oba ratingi z listy obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Perspektywa ratingu podmiotu jest stabilna. Jednocześnie Fitch obniżył rating wsparcia dla BZ WBK do "2" z "1". Rating indywidualny "C" został potwierdzony. Decyzja ratingowa odzwierciedla obniżenie ratingów dla dominującego akcjonariusza BZ WBK, AIB.

Rebranding odstawiony na boczny tor

BZ WBK odkłada obecnie plany rebrandingu. O zmianie w tym banku mówiło się już od kilku lat. Zmiana nazwy nie jest na razie potrzebna. Jest to niepotrzebny w czasach silnego osłabienia gospodarczego wydatek. Zmiana nazwy na np. nazwę swojego zagranicznego właściciela naszym zdaniem bardziej by zaszkodziła niż pomogła.

Prezes w rozmowie z „Rzeczpospolitą”

Zdaniem prezesa BZ WBK, M. Morawieckiego, regulator powinien bezwzględnie zabronić udzielania kredytów w CHF, tak jak nie pozwala na udzielania kredytów gotówkowych w jenach lub hipotecznych w peso. Prezes w wywiadzie odmówił komentarzy na temat spekulacji o sprzedaży BZ WBK przez AIB. Jednak zapewnił o strategicznym znaczeniu AIB dla gospodarki Irlandii. Zapowiedział, że na wyniki 4Q08 wpływ będą miały wydarzenia października. Odpisy na



opcje walutowe będą niewielkie. Bank negocjuje obecnie warunki restrukturyzacji zadłużenia tylko z 10 kontrahentami. Jego zdaniem skala odpisów na te instrumenty będzie znacznie niższa niż w innych bankach. Skala spekulantów była w banku niewielka. Jego zdaniem odpisy w całym sektorze mogą się wahać między 1 – 1,25 mld PLN przy obecnych poziomach Euro. Prezes na razie nie zakłada redukcji zatrudnienia w BZ WBK. Na razie zredukowano projekty rozwoju (plany rozwoju sieci zredukowano do 20 – 25 placówek), bank restrukturyzuje również koszty operacyjne. Redukcje planowane są w marketingu i systemach informatycznych, ale również drobnych wydatków. Bank planuje również renegotiację umów najmu. W przeciwnym przypadku będzie zmuszony do zamknięcia niektórych placówek. Prezes nie wyklucza rozwoju przez przejęcia. Nie komentował jednak bezpośrednio zainteresowania banku kupnem AIG Bank Polska. Jego zdaniem tegoroczny poziom akcji kredytowej w dużej mierze zależy od działań NBP, regulatora i rządu. Opóźnienia i brak reakcji prowadzi do spadku akcji kredytowej w 2009 roku. Jego zdaniem najpilniejszymi działaniami są: obniżenie rezerwy obowiązkowej do 2%, dalsze cięcie stóp procentowych, dopuszczenie dłuższych operacji otwartego rynku (6 m – cy i dłuższych), przyjmowanie sekurytyzowanych pakietów hipotecznych i korporacyjnych przez bank centralny w zamian za dostarczenie płynności. Podsumowanie wcześniejszych tez stawianych zarówno przez przedstawicieli BZ WBK, jak i całego sektora bankowego. Naszym zdaniem BZ WBK miał 199 mln PLN zysku netto w 4Q08, o prawie 20% mniej niż w 3Q08. Pozytywnie oceniamy politykę zarządzania relacjami z klientem korporacyjnym w banku i stosowane metody zarządzania ryzykiem kredytowym. Pierwszym przykładem są straty na opcjach. Mimo ekspozycji na segment korporacyjny, bank ma relatywnie niską skalę strat na tych instrumentach.



Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 34 PLN

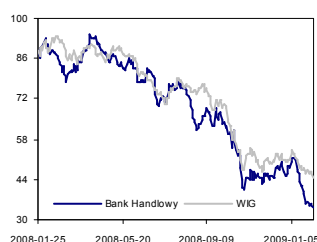
Cena docelowa: 54,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 026,4	1 204,4	17,3%	1 315,3	9,2%	1 339,1	1,8%	Liczba akcji (mIn)	130,7
Marża odsetkowa	3,0%	3,2%		3,4%		3,5%		MC (cena bieżąca)	4 442,4
WNDB	2 096,3	2 447,1	16,7%	2 462,9	0,6%	2 310,3	-6,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	801,8	990,3	23,5%	1 013,4	2,3%	884,5	-12,7%		
Zysk brutto	832,1	1 034,2	24,3%	920,7	-11,0%	614,1	-33,3%		
Zysk netto	657,1	824,2	25,4%	733,8	-11,0%	489,4	-33,3%		
ROE	12,3%	15,0%		13,0%		8,5%		Zmiana ceny: 1m	-29,2%
P/E	6,8	5,4		6,1		9,1		Zmiana ceny: 6m	-55,3%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-62,4%
D/PS	12,0	4,1		4,8		2,8		Max (52 tyg.)	94,5
Dyid (%)	35,2	12,1		14,0		8,3		Min (52 tyg.)	34,0

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że bank będzie prowadził bardzo konserwatywną politykę kredytową w przyszłym roku, szczególnie w stosunku do klientów korporacyjnych. Zakładamy wzrost portfela kredytów o 3%. Bank już w wynikach 3Q08 pokazał, że skupi się na restrukturyzacji bilansu. Suma bilansowa spadnie o w 2008 roku o 2,4%, w 2009 wzrośnie o zaledwie 1,3%. Handlowy jako pierwszy przeprowadził również proces zwolnień grupowych, co przełoży się na spadek kosztów ogółem w 2009 roku, przy dyscyplinie w ramach kosztów rzeczowych (zakładamy wzrost o niespełna 3%). Relacja kredyty/depozyty banku wynosi 69%. Zakładamy nieznaczny spadek marży odsetkowej banku. Uważamy, że zysk banku spadnie o 33% w 2009 roku. Będzie to wynikało przede wszystkim z wyższego poziomu rezerw (zakładamy koszty ryzyka na poziomie 1,6 - 1,8% portfela kredytów netto w 2009 i 2010 roku). Przyczyną jest znaczna ekspozycja na segment korporacyjny (58% portfela). Bank podobnie jak inne instytucje odnotuje spadek przychodów, ale skala spadku będzie niższa niż w przypadku banków, które bardzo szybko zwiększały sumę bilansową w okresie dobrej koniunktury. Za inwestycją w Bank Handlowy przemawia silna baza kapitałowa, perspektywa dywidendy z zysków za 2008 rok (prognozujemy 2,81 PLN/akcję), podjęte kroki w celu ograniczenia wydatków. Uważamy jednak, że bank nie zdecyduje się na wykorzystanie swojej pozycji aby zdobywać udziały rynkowe. Podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj ze względu na spadek wyceny rynkowej. Przy obecnej wycenie stopa dywidendy brutto wynosi ponad 8%.

Zbycie udziałów w PTR S.A.

Bank zbył 17,5 mln akcji w Polskim Towarzystwie Reasekuracyjnym za kwotę 28 mln PLN. Bank informował o zamiarze sprzedaży udziałów jeszcze w ubiegłym roku. Transakcja będzie miała pozytywny wpływ na wyniki 1Q09, jednak bez istotnego wpływu na wyniki całego 2009 roku.

Obniżenie perspektywy ratingu

Moody's Investors Service zmieniła perspektywę ratingu ze stabilnej, umieszczając rating na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia dla depozytów długoterminowych Banku w walucie krajowej i obcej oraz siły finansowej Banku. Ratingi Banku tzn. ocena zobowiązań długo i krótkoterminowych oraz siła finansowa pozostały bez zmian (A2/P-1/C-). Powyższa zmiana jest konsekwencją decyzji ratingowej dla Citigroup Inc. i Citibank N.A. w dniu 16 stycznia 2009 roku. Kolejna fala rewizji ratingów.

1 mln klientów detalicznych

Bank poinformował, że na koniec 2008 roku liczba klientów detalicznych przekroczyła 1 mln. Dobra informacja. Powinno przełożyć się to na portfel depozytowy banku, gdyż ze względu na oczekiwane spowolnienie gospodarcze banki bardzo ostrożnie podchodzą do kredytowania klientów spoza bazy klientów.

1 mln wydanych kart kredytowych

Bank poinformował o przekroczeniu miliona wydanych kart kredytowych. Dołączył tym samym do PKO BP, Cetelemu i GE Money Banku, i Lukas Banku, którzy również wydali ponad milion kart. Informacja pozytywna, jednak o nieistotnym wpływie na wzrost wyników banku.



ING BSK (Kupuj)

Cena bieżąca: 276 PLN

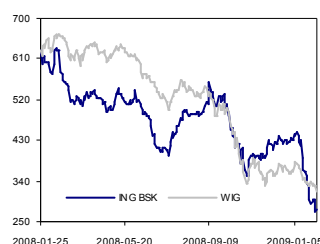
Cena docelowa: 371 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-23

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	936,3	1 048,6	12,0%	1 145,0	9,2%	1 191,2	4,0%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	2,1%		2,0%		1,8%		MC (cena bieżąca)	3 590,8
WNDB	1 752,2	2 009,5	14,7%	2 100,0	4,5%	2 328,5	10,9%	Free float	19,6%
Wynik operacyjny*	547,6	639,1	16,7%	525,6	-17,8%	700,1	33,2%		
Zysk brutto	753,3	787,7	4,6%	584,9	-25,7%	509,8	-12,8%		
Zysk netto	631,4	480,3	-23,9%	408,7	-14,9%	408,6	0,0%		
ROE	16,2%	16,6%		11,7%		9,0%		Zmiana ceny: 1m	-35,8%
P/E	5,7	7,5		8,8		8,8		Zmiana ceny: 6m	-43,9%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-55,2%
D/PS	27,5	27,9		11,7		0,0		Max (52 tyg.)	632,5
Dyid (%)	10,0	10,1		4,2		0,0		Min (52 tyg.)	273,0

* przed kosztami rezerw



Bank poinformował o zysku netto w całym 2008 roku implikując stratę netto w wysokości 94 mln PLN w 4Q08. Przyczyną takiego wyniku była głównie ujemna wycena euroobligacji i obligacji wyemitowanych przez polski Skarb Państwa. Straty z tego tytułu szacowane są na 290 mln PLN. Wynikają z poszerzenia się spreadów instrumentów pochodnych, zabezpieczających portfel tych instrumentów. Spready wzrosły na skutek zawirowań na globalnych rynkach finansowych (m.in. brak płynności). Wraz z uspokajaniem się sytuacji na rynkach finansowych ING BSK będzie miało szanse na odwrócenie ujemnej wyceny. Stworzy to potencjał do wykazywania wyższych wyników finansowych w 2009 roku. Nasze zaktualizowane prognozy nie zakładają odwrócenia strat na ujemnej wycenie obligacji. Zakładamy konserwatywne podejście. Ich odwrócenie nie będzie miało istotnego wpływu na wycenę długoterminową banku. Uważamy, że obecne poziomy cenowe są atrakcyjne. Utrzymujemy rekomendację kupuj dla walorów ING BSK.

Fitch obniżył rating długoterminowy IDR dla ING BSK do A plus z AA minus

Agencja ratingowa Fitch obniżyła długoterminowy rating IDR dla ING BSK do A plus z AA minus oraz podwyższyła perspektywę do stabilnej z negatywnej. Agencja obniżyła też krótkoterminowy rating IDR do F1 z F1 plus. Agencja podała, że rating indywidualny ING BSK został podtrzymany na poziomie "C", a rating wsparcia utrzymany na poziomie "1". Kolejna zmiana na skutek rewizji ratingów inwestora strategicznego. Może nie być to koniec rewizji, jako że Fitch pozostawił negatywną perspektywę dla ratingu grupy ING.

Oszczędności będą, ale niekoniecznie na kosztach osobowych

ING BSK nie zdecydował w sprawie redukcji zatrudnienia, w 2009 roku skupi się na ograniczaniu innych kosztów operacyjnych. Bank deklaruje, że redukcja etatów to ostatnia rzecz, którą zamierza zrobić. W sprawie etatów nie ma jeszcze żadnych decyzji. Możliwe jest, że bank zamrozi nowe zatrudnienia, czyli będzie liczył na redukcję etatów poprzez proces naturalnych odejść. Grupa ING poinformowała w styczniu, że w 2009 roku ograniczy zatrudnienie o 7000 osób, a redukcje mają dotknąć wszystkich filii banku. Cała grupa ING zatrudnia około 130 tys. osób, w tym w Polsce ING BSK około 8 tys. Naszym zdaniem redukcje wywołane ogólnymi decyzjami będą miały niewielki wpływ na polski bank chociażby ze względu na niski udział zatrudnienia w Polsce na tle zatrudnienia w całej grupie ING. Inwestor strategiczny opublikuje wyniki 18 lutego. Takie zapowiedzi mogą być sygnałem kolejnych strat.

Ograniczą wzrost kosztów, chcą nowych klientów

Bank chce pozyskać 250 tys. nowych klientów w 2009 roku, ale przyznaje, że będzie to trudne. W planach jest ograniczenie wzrostu kosztów, jednak oczekuje ich nominalnego wzrostu. Bank nie zamierza otwierać nowych placówek. Informacje zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zaburzenie w wynikach powstałe na skutek wyceny instrumentów dłużnych nie ma wpływu na działalność banku.

Rezygnacja członka zarządu banku

Michał Szczurek zrezygnował z funkcji Wiceprezesa Zarządu ING BSK. Rezygnacja związana jest z przejściem do pracy w strukturach Bankowości Detalicznej Grupy ING w Azji.



Kredyt Bank (Kupuj)

Cena bieżąca: 6 PLN

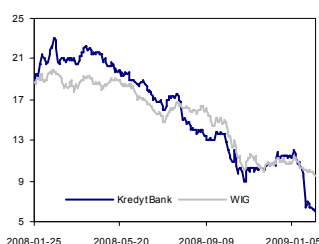
Cena docelowa: 7,7 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	780,0	871,5	11,7%	1 058,7	21,5%	1 113,3	5,2%	Liczba akcji (mIn)	271,7
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,5%		3,2%		MC (cena bieżąca)	1 624,5
WNDB	1 202,8	1 362,5	13,3%	1 588,6	16,6%	1 555,1	-2,1%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	439,8	470,4	7,0%	543,1	15,5%	457,9	-15,7%		
Zysk brutto	460,6	502,0	9,0%	416,0	-17,1%	231,2	-44,4%		
Zysk netto	468,1	390,5	-16,6%	327,0	-16,3%	181,8	-44,4%		
ROE	24,8%	17,9%		13,8%		7,1%		Zmiana ceny: 1m	-47,2%
P/E	3,5	4,2		5,0		8,9		Zmiana ceny: 6m	-64,8%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-69,0%
D/PS	0,2	0,4		0,5		0,0		Max (52 tyg.)	23,0
Dywid (%)	3,7	6,2		8,7		0,0		Min (52 tyg.)	6,0

* przed kosztami rezerw



Zarząd banku poinformował, że zysk netto za 4Q08 wyniósł nie mniej niż 60 mln PLN. Oczekiwaliśmy wyniku netto na poziomie 65 mln PLN. Wcześniej prezes powiedział, że wyniki 4Q08 nie powinny być istotnie niższe niż rezultat pierwszych trzech kwartałów ub.r. Średni zysk to 87 mln PLN, a najniższy wynik to 72 mln PLN. Wyniki banku za 4Q08 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Prezes banku zapowiada wdrożenie nowego modelu zarządzania kosztami w 2009 roku. Deklarację tą, biorąc pod uwagę otoczenie rynkowe i zapowiedzi konkurencji mogą oznaczać prowadzenie programów oszczędnościowych. Na obecną chwilę nie widzimy potencjału do rewizji wyników na 2009 i 2010 rok. Zakładają one wyższe koszty ryzyka (-1%) oraz wydatki wyższe o ponad 4% (tutaj istnieje potencjał do pozytywnych zaskoczeń). Bank wyceniany jest przy P/BV'09 na poziomie 0,6 i P/E'09 9. Podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Obniżenie perspektywy rating'u

Moody's Investors Service potwierdziła długoterminową ocenę ratingową dla depozytów Kredyt Banku S.A. na poziomie A2 oraz zmieniła perspektywę dla powyższego ratingu długoterminowego ze stabilnej na negatywną. Powyższe decyzje ratingowe zostały podjęte w wyniku decyzji o obniżeniu ratingów KBC Banku – podmiotu dominującego wobec Kredyt Banku S.A. Jednocześnie Kredyt Bank S.A. informuje, że pozostałe oceny ratingowe Kredyt Banku S.A. przyznane przez Moody's Investors Service pozostają na dotychczasowych poziomach tj.: ocena krótkoterminowa: Prime-1, ocena siły finansowej: D. Perspektywa dla powyższych ratingów pozostaje stabilna. Kolejna podobna decyzja agencji ratingowej w sprawie polskiego banku wywołała kłopoty inwestora strategicznego.

Bank nie jest na sprzedaż

Przedstawiciele banku w specjalnym komunikacie podkreślają, że polski rynek jest kluczowy dla grypy KBC, a Belgowie nie mają zamiaru sprzedawać Kredyt Banku. Na razie KBC deklaruje, że pomoc rządu jest wystarczająca. Czekamy na rozwój sytuacji. Za bardzo prawdopodobny scenariusz uważamy utrzymanie zaangażowania w Kredyt Banku przez KBC, jednak w obecnej sytuacji nie można wykluczyć żadnego scenariusza.

Zatwierdzenie pożyczki podporządkowanej przez KNF

Do Banku wpłynęła decyzja KNF z 23.01.09 o wyrażeniu zgody na zaliczenie do funduszy uzupełniających Kredyt Banku środków pieniężnych w kwocie 75 mln PLN, zgodnie z warunkami umowy pożyczki podporządkowanej zawartej w dniu 17.12.08 roku pomiędzy Kredyt Bankiem i KBC Bank NV Oddział w Dublinie. Środki pieniężne związane z ww. umową zostały uruchomione w dniu 30.01.09. Bank informował o pożyczce w poprzednim raporcie bieżącym. Proces kwalifikacji środków do funduszy uzupełniających został zakończony. Spowoduje to wzrost współczynnika wypłacalności (Tier II).

Sprzedaż Żagla przekroczyła 2 mld PLN w 2008 roku

Spółka zależna Kredyt Banku pośredniczyła w udzieleniu pożyczek w wysokości 567 mln PLN. Kwota może wzrosnąć, gdyż nie zatwierdzono jeszcze wszystkich wniosków kredytowych. Sprzedaż w całym 2008 roku sięgnęła około 2 mld PLN. Gazeta pisze, że oznacza to wzrost o 17% w relacji do 4Q07 i spadek w relacji do 3Q08 o 23%. Według danych sprzedażowych podawanych przez bank w raportach kwartalnych sprzedaż kredytów za pośrednictwem Żagla wyniosła 862 mln PLN w 3Q08 i 738 mln PLN w 4Q07. Wyniki sprzedażowe 4Q08 są zatem gorsze niż w porównaniach podanych przez gazetę *Parkiet*. Żagiel oferuje kredyty ratalne, gotówkowe i karty kredytowe. Naszym zdaniem podane wyniki sprzedażowe odnoszą się tylko do jednej kategorii sprzedaży kredytów ratalnych, gdyż łączna sprzedaż kredytów w całym 2008



roku przy uwzględnieniu danych podawanych wcześniej niż bank wyniosłaby prawie 2,9 mld PLN, a nie 2 mld PLN jak podano w artykule. Naszym zdaniem wzrostowy trend sprzedaży w tym segmencie będzie powoli wygasł ze względu na spowolnienie gospodarki i wiążący się z tym spadek konsumpcji. Kredyt Bank będzie miał z tego tytułu dodatkowe koszty ryzyka.

Sprzedaż kredytów hipotecznych – 1,64 mld PLN w 4Q08

Kredyt Bank sprzedał w IV kwartale kredyty hipoteczne za 1,64 mld PLN, w tym samym w październiku za 1,1 mld PLN. W strukturze walutowej bieżącej sprzedaży dominują kredyty w złotych. W październiku bank był liderem sprzedaży. W całym 2008 roku sprzedaż tych kredytów wyniosła 6,02 mld PLN, podczas gdy w 2007 roku 3,79 mld PLN. Portfel kredytów mieszkaniowych na koniec grudnia 2008 roku wzrósł do około 12,5 mld PLN, z 5,84 mld PLN na koniec 2007 roku. Obecnie bank udziela kredytów hipotecznych z maksymalnym poziomem LTV dla kredytów złotych w wysokości 100%, dla euro 80%, a dla franka szwajcarskiego 70%. Bank poinformował, że do października w sprzedaży dominował frank (85 - 90% udziału), ale od listopada dominuje złoty. 30 – 40% z wyników sprzedażowych jest realizowana przez zewnętrznych pośredników. Świetne wyniki sprzedażowe, jednak nie do powtórzenia w 2009 roku. Oczekujemy spadku sprzedaży na rynku o 50 – 60%. Zakładamy, że banki sprzedadzą 25 – 30 mld PLN kredytów hipotecznych. Zmieni się również rynek kredytu, nie będzie już dominował CHF. Dla Kredyt Banku oznacza to spadek tempa wzrostu portfela i brak przychodów z przewalutowania nowo udzielanych kredytów, co istotnie kontrybuowało do przychodów za 2008 rok.



Millennium (Kupuj)

Cena bieżąca: 2 PLN

Cena docelowa: 2,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	641,6	771,7	20,3%	981,7	27,2%	996,7	1,5%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,7%		2,4%		MC (cena bieżąca)	1 715,3
WNDB	1 253,0	1 648,2	31,5%	1 899,6	15,2%	1 709,5	-10,0%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	409,4	651,1	59,0%	726,2	11,5%	483,7	-33,4%		
Zysk brutto	370,7	584,6	57,7%	530,2	-9,3%	231,6	-56,3%		
Zysk netto	300,8	461,6	53,5%	422,6	-8,4%	184,6	-56,3%		
ROE	13,1%	19,5%		15,9%		6,4%		Zmiana ceny: 1m	-29,9%
P/E	5,7	3,7		4,1		9,3		Zmiana ceny: 6m	-72,7%
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-74,9%
D/PS	0,5	0,2		0,2		0,0		Max (52 tyg.)	8,7
Dyid (%)	26,7	8,4		9,4		0,0		Min (52 tyg.)	1,9

* przed kosztami rezerw



12 lutego, obok prezentacji wyników za 4Q08 bank opublikuje założenia nowej strategii rozwoju (w styczniu odwołano cele średnioterminowe i przesunięto termin publikacji wyników z ostatniej dekady stycznia na 12 lutego). Przed bankiem bardzo trudny rok. Czynniki ciągnącymi wyniki banku w dół będą: spadek sprzedaży kredytów hipotecznych, utrata znacznej części zysków z pozycji wymiany (wstrzymanie oferty kredytów hipotecznych w CHF, spadek aktywności klientów korporacyjnych na rynkach derywatów), dalszy spadek przychodów z rynków kapitałowych, znacznie wyższe koszty ryzyka kredytowego. Podtrzymujemy nasze prognozy dla Banku Millennium na 2009 rok i na 4Q08. Bank sygnalizował konserwatywne podejście w wycenie strat na klientowskich transakcjach opcyjnych. Po publikacji wyników, większość strat z tego tytułu będzie przeszłością. Oczekujemy ROE w 2009 roku na poziomie 6,4%, 11% na koniec 2011 roku. Zakładamy, że zysk netto spadnie o ponad 56% w 2009 roku, a CAGR'11/08 wyniesie -8,4%. Wskaźnik CIR wzrośnie do 72% w 2009 roku i pozostanie na poziomie ponad 70% do końca 2011 roku. Konsensus rynkowy również pesymistycznie odnosi się do perspektyw rozwoju banku. Zakładany przez nasz scenariusz pogorszenia się wyników jest już w cenach. Naszym zdaniem bank może przedstawić bardziej ambitne założenia. Publikacja wyników i strat na klientowskich transakcjach opcyjnych oraz publikacja strategii może przełożyć się na poprawę postrzegania Banku Millennium. Podnosimy rekomendację z trzymaj do kupuj.

List prezesa Millennium do wicepremiera W. Pawlaka

Prezes banku powiedział, że kilka firm, z którymi bank prowadził negocjacje w sprawie rozwiązania problemu opcji walutowych raptownie je przerwało. Bank otrzymał pisma próbujące podważyć zawarte z bankiem umowy. Argumenty firm są podobne do tych zawartych w opinii kancelarii Krawczyk i Wspólnicy (rozsyłaną przez Ministerstwo Gospodarki). Zdaniem prezesa rzeczywiste prawdopodobieństwo podważenia umów może być mniejsze, więc firmy mogą być narażone na większe straty. Prezes załączył do listu dwie opinie prawne dotyczące opcji (kancelarie: M. Furtek i Wspólnicy oraz White & Case). Zaproponował, aby Ministerstwo Gospodarki umieściło na swoich stronach również opinie prawne przedstawione przez bank. Czekamy na końcówkę w sądzie. Zła informacja dla banku, który zostanie najprawdopodobniej zmuszony do utworzenia rezerwy na sprawy sporne. Naszym zdaniem część z nich zostanie rozwiązana po zakończeniu procesów. Jednak na razie problem opcji stanowi bardzo duże zagrożenie dla wyników Banku Millennium. Dla banku problem opcji to jeszcze jedno zagrożenie: utrata reputacji. Uważamy, że ostatnie zamieszanie medialne wokół Millennium odbije się negatywnie na postrzeganiu banku przez przedsiębiorców.

Zmiany w grupie inwestora strategicznego

Gazeta „Publico” napisała, że Banco Bilbao Vizcaya Argentina jest zainteresowany zakupem pakietu akcji BCP. Banco Bilabo kontaktował się z biurem prezydenta i premiera Portugalii, a także Bank of Portugal w sprawie swojego zainteresowania pakietem 20 – 30% akcji BCP. Banco Bilbao to drugi największy bank w Portugalii. BCP prowadzi działalność w Portugalii, Polsce i Turcji. 21 stycznia BCP poinformowało jednocześnie, że po analizie swojej sytuacji i ocenie swoich inwestycji poza granicami Portugalii, biorąc pod uwagę wcześniej ogłoszoną strategię koncentracji na rynkach priorytetowych, bierze pod uwagę różne opcje, które zakładają również sprzedaż swoich operacji w Turcji (Millennium Bank). Bank Hapoalim, największy bank w Izraelu zapowiedział, że planuje przejęcie Millennium Bank w Turcji. Wsparcie polskiego banku jest w tej sytuacji bardzo ograniczone. Przejęcie BCP może oznaczać zmianę strategii rozwoju grupy.



Odwwołuje cele średnioterminowe

Bank odwołał swoje cele średnioterminowe i przełożył termin publikacji wyników z 22 stycznia na 12 lutego. Większość z dotychczasowych celów było nieosiągalnych w obecnym otoczeniu makroekonomicznym. Nie wiadomo jeszcze, czy poda przy tym nowe kierunki wzrostu. Naszym zdaniem bank może nie zdecydować się na publikację nowych celów średnioterminowych ze względu na brak pewności co do otoczenia makroekonomicznego w Polsce. Jednak bardziej prawdopodobne jest, że podzieli się chociaż częścią założeń z rynkiem. Naszym zdaniem bank zmniejszy planowaną ekspansję sieci z 70 do 20 placówek. Nowe otwarcia wynikać będą przy tym z procesu otwierania placówek (część planowanych otwarć na 2009 rok została przygotowana jeszcze w 2008 roku). Można oczekiwać zamrożenia procesu rekrutacji oraz ograniczenia premii pracowników. Nie wiemy czy na obecną chwilę są możliwe zwolnienia, być może istnieje taka szansa w departamentach analizy kredytowej. Dyscyplina kosztowa to jedna z ważniejszych przesłanek dla banku na najbliższe dwa lata. Jednak ze względu na proces otwierania placówek z 2008 roku (80 nowych placówek i ponad 1000 nowych pracowników), koszty wzrosną o 4 – 5% R/R. Nie wszystkie koszty ekspansji wchodziły w bazę od początku ubiegłego roku. Naszym zdaniem przed bankiem bardzo trudny okres. Oczekujemy dużego spadku ROE, wzrostu CIR w konsekwencji znacznego spadku wyników. Spadek rezultatów będzie wywołany utratą źródeł dochodów (m.in. spadek sprzedaży kredytów hipotecznych i zmiana charakteru rynku – bank nie oferuje już kredytów w CHF, słaba koniunktura na rynkach kapitałowych, klientówskie transakcje walutowe) i wyższymi kosztami ryzyka.



Noble Bank (Zawieszona)

Cena bieżąca: 1,9 PLN

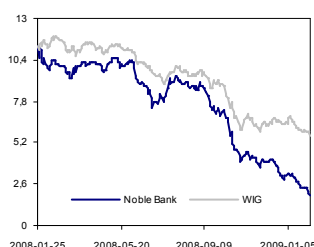
Cena docelowa: -

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-29

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	24,1	33,5	39,3%	70,2	109,4%	84,2	20,0%	Liczba akcji (mln)	215,2
Marża odsetkowa	4,2%	2,6%		2,0%		1,3%		MC (cena bieżąca)	400,2
WNDB	97,3	244,5	151,3%	355,9	45,5%	250,5	-29,6%	Free float	12,6%
Wynik operacyjny*	45,3	138,1	204,7%	209,7	51,9%	126,7	-39,6%		
Zysk brutto	64,8	155,6		196,8	26,5%	83,6	-57,5%		
Zysk netto	52,6	126,5	140,2%	155,8	23,2%	65,0	-58,3%		
ROE	23,7%	32,4%		25,6%		9,0%		Zmiana ceny: 1m	-41,7%
P/E	7,1	3,2		2,6		6,2		Zmiana ceny: 6m	-79,6%
P/BV	1,5	0,7		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-83,0%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,0
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,9

* przed kosztami rezerw



Getin Holding i Noble Bank ogłosiły zamiar połączenia Getin Banku i Noble Banku. Połączenie nastąpi poprzez skierowanie do akcjonariuszy Getin Banku akcji emisji połączeniowej Noble Banku. Na bazie wyceny sporządzonej przez doradcę transakcji wyznaczono parytet wymiany akcji Getin Banku na akcję Noble Banku na poziomie 1 akcja Getin Banku w zamian za 2,85 akcji Noble Banku. Wycenę sporządzono na bazie danych finansowych obu podmiotów. W konsekwencji Noble Bank przejmie aktywa Getin Banku. Akcjonariusze Noble Banku, którzy do tej pory posiadali udziały w małej i niszowej na tle całego sektora bankowego podmiotu, staną się akcjonariuszami dużego podmiotu bankowego operującego w większości segmentów rynkowych. Zawieszamy rekomendację na walory Noble Banku. Nasza wycena opiera się na naszej subiektywnej ocenie perspektyw rozwoju Noble Banku jako niezależnej jednostki. Obecnie musimy zrewidować nasze prognozy i uwzględnić w nich połączenie z Getin Bankiem. Uważamy, że połączenie jest niekorzystne z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych Noble Banku. Byli oni inwestorami małego banku, który z sukcesami rozwijał wolumen, nie tylko kredytowe, ale również depozytowe. Obecnie stają się akcjonariuszami dużego banku, który rozwija się wolniej.

Pozyskano ponad 2 mld PLN depozytów

Noble Bank poinformował, że w 4Q08 pozyskano 2,044 mld PLN depozytów, co stanowi niemal pięciokrotny wzrost w relacji do 3Q08, gdy bank zebrał 416,8 mln PLN depozytów klientów. Jeśli bank miał na myśli wzrost salda depozytów netto, to poziom portfela depozytów wzrósł do 4,4 mld PLN z poziomu 2,8 mld PLN na koniec 3Q08. Oznacza to wzrost portfela depozytów o 73% Q/Q!.

1 mld PLN sprzedaży miesięcznie w wykonaniu Open Finance?

Open Finance planuje, że jeszcze 2009 r. osiągnie miesięczną sprzedaż produktów finansowych na poziomie 1 mld PLN, połowa ma pochodzić z kredytów, połowa z produktów inwestycyjnych. Zdaniem prezesa OF, nie uda się tego dokonać już w 1Q09. W 2008 sprzedaż produktów finansowych w OF wzrosła w porównaniu z 2007 rokiem o 1 mld PLN, czyli o 20%. Sprzedaż wyniosła 6,5 mld PLN. Z kredytów pochodziło 5,1 mld PLN, co stanowi wzrost o 9% w stosunku do 2007 roku. Wartość sprzedanych produktów inwestycyjnych wyniosła 1,4 mld PLN, czyli wzrosła o 103% R/R. W 4Q08 doradca udzielił kredytów o wartości 500 mln PLN i produktów finansowych w wysokości 850 mln PLN. Widoczny jest wysoki spadek sprzedaży kredytów w 4Q08. Skala spadku jest większa niż nasze oczekiwania (zakładaliśmy spadek sprzedaży o połowę w relacji do 3Q08, czyli na poziomie ok. 700 mln PLN). Zaskakuje dobra sprzedaż produktów inwestycyjnych. Uważamy, że w dużej mierze są to produkty depozytowe, które były bardzo agresywnie sprzedawane przez pośrednika. Plany OF na 2009 rok są dość optymistyczne na tle naszych oczekiwań. Zakładamy, że OF będzie pośredniczył w sprzedaży 3,2 mld PLN, a całkowita sprzedaż Noble Bank (marka MetroBank) sięgnie 1,2 mld PLN. Nawet biorąc pod uwagę fakt, że OF stanowi istotny kanał dystrybucji dla produktów MetroBanku średni miesięczny poziom sprzedaży całej grupy Noble Banku szacujemy na poziomie niespełna 370 mln PLN.

Nowy członek zarządu

Do zarządu dołączył Bogusław Krysiński. Posiada bogate doświadczenie w pracy w międzynarodowych instytucjach finansowych. Ostatnio był dyrektorem Grupy Europejskich Fuzji i Przejęć w Lehman Brothers.



Pekao (Kupuj)

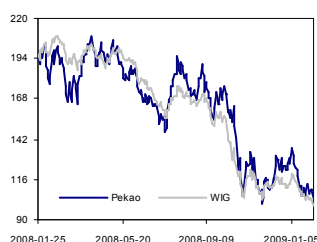
Cena bieżąca: 104,1 PLN Cena docelowa: 140,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 081,5	4 323,0	5,9%	4 565,7	5,6%	4 546,1	-0,4%	Liczba akcji (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,7%	3,6%		3,6%		3,3%		MC (cena bieżąca)	27 296,3
WNDB	7 328,1	8 314,2	13,5%	7 591,4	-8,7%	7 465,4	-1,7%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	3 587,6	4 509,5	25,7%	4 474,2	-0,8%	3 722,8	-16,8%		
Zysk brutto	3 251,2	4 342,4	33,6%	4 339,1	-0,1%	2 911,6	-32,9%		
Zysk netto	2 562,3	3 547,2	38,4%	3 501,7	-1,3%	2 345,4	-33,0%		
ROE	20,7%	24,7%		23,1%		13,9%		Zmiana ceny: 1m	-17,5%
P/E	10,6	7,7		7,8		11,6		Zmiana ceny: 6m	-43,6%
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-47,6%
D/PS	7,4	9,0		9,6		0,0		Max (52 tyg.)	208,4
Dywid (%)	7,1	8,6		9,2		0,0		Min (52 tyg.)	100,5

* przed kosztami rezerw



W okresie silnego spowolnienia gospodarczego mocna pozycja wolumenowa banku daje przewagę nad mniejszymi konkurentami. Na korzyść działa rozległa sieć placówek i doskonale rozpoznawalna marka. Bank Pekao w ciągu ostatnich kilkunastu kwartałów zwiększał wolumeny w dużo wolniejszym tempie niż rynek. Dawna słabość może stać się obecnie silną stroną, gdyż w okresie boom'u kredytowego łatwiej o pomyłkę w ocenie ryzyka kredytowego. Pekao wykazywało konserwatyzm w zakresie udzielania kredytów, czego objawem było m.in. nieudzielanie walutowych kredytów hipotecznych. Kolejnym atutem banku jest płynny bilans (K/D 80%). Jeśli bank zdoła utrzymać taką strukturę bilansu, da mu to przewagę nad mniejszą konkurencją na rynku. Zdecydowanie Pekao wyróżnia się pod względem dyscypliny kosztowej. W ciągu ostatnich kilku lat wydatki rosły zgodnie ze wskaźnikiem inflacji. Polityka oszczędzania, która nie sprawdza się w okresie rozkwitu rynku, teraz staje się dużym atutem. Wszystkie te czynniki składają się na bank, który zakończy 2008 rok z ROE 23%. W 2009 roku w ślad za spadkiem zysku (o 33%) spadnie również ROE. Regulator jasno daje do zrozumienia, że wskazane jest zatrzymanie zysków i niewypłacalność dywidendy, co dodatkowo wpłynie niekorzystnie na rentowność kapitałów. Jednak pozycja zbudowana wcześniej pozwoli utrzymać wskaźnik powyżej kosztu kapitałów własnych ('08P 14%), stawiając bank obok PKO BP ('08P 16,5%) i BZ WBK ('08P 11,8%). Ze względu na spadek wyceny rynkowej o 15% od czasu publikacji raportu na temat Pekao (12 stycznia) podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Pekao pozostanie aktywnym graczem na rynku kredytów

Pekao podkreśla, że w 2009 roku podtrzyma poziom kredytowania z 2008 roku, pomimo dekonunktury gospodarczej. Akcja kredytowa w segmencie korporacyjnym banku rośnie ostatnio o kilka procent miesięcznie. Bank twierdzi, że firmy nie będą miały problemu z finansowaniem bieżącej działalności. Wzrosną jednak marże. Bank przyznaje, że podczas kryzysu ucierpieć mogą duże inwestycje. Trudno będzie bowiem organizować kredyty konsorcjalne. Wyścig po depozyty klientów rozpoczęty jesienią 2008 roku odbił się również na stawkach dyktowanych dla przedsiębiorstw. Pekao odpowiedziało na ruchy konkurencji. Mimo utraty części marży bank zdołał obronić pozycję. Bank przyznaje, że mimo utraty depozytów jeszcze na koniec 3Q08, obecnie notowany jest przyrost oszczędności klientów korporacyjnych. Artykuł w *Pulsie Biznesu* pomoże w komunikacji do klientów korporacyjnych przyjaznego nastawienia banku do klientów. Naszym zdaniem bank przestanie pozwoli tracić udziały w segmencie korporacyjnym (proces ten postępował po połączeniu z częścią BPH). Wielu klientów, którzy mieli odejść już to zrobiła. Bank ma płynność, aby być aktywnym graczem na rynku kredytowym. Inne banki zostały zmuszone do usztywnienia oferty i zaostrożenia kryteriów. To szansa dla Pekao, jednak może zostać okupiona wyższym ryzykiem.

54,7 tysięcy kont w 3 miesiące

Od wprowadzenia oferty klienci Pekao założyli 54,7 tys. kont oszczędnościowych. Bank ma wiele do nadrobienia za innymi podmiotami (ING BSK miało 1,78 mln takich kont na koniec 3Q08, a BRE Bank 0,93 mln). Średnie saldo na takim rachunku w Pekao wynosi 42 tys., a w segmencie klientów zamożnych 66 tys. PLN i pod tym względem bank jest liderem. Dobra informacja. Jednak wskazuje to na zebranie na kontach oszczędnościowych około 2,5 mld PLN. Nie znamy skali przechodzenia klientów Pekao na nową ofertę kont. Przyrost środków netto będzie naszym znacznie niższy.

Nowa oferta oszczędnościowa przyniosła 2,08 mld PLN

Portfel wprowadzonego do oferty pod koniec października 2008 roku konta oszczędnościowego Pekao na koniec 2008 roku wyniósł 2,08 mld PLN. Bank prowadził 48,9 tys. kont „Dobry Zysk”

na koniec grudnia 2008. Oznacza to, że Pekao średnio miesięcznie otwierał ponad 20 tys. takich kont. Średnia wartość depozytu na koncie wynosiła natomiast 42,6 tys. PLN. Naszym zdaniem sieć sprzedaży jaką dysponuje bank oraz jego skala działania wskazuje na większe możliwości sprzedażowe, zwłaszcza w okresie, gdy depozyty cieszą się ogromną popularnością. Główny konkurent, PKO BP zebrał znacznie więcej (13,1 mld PLN). Mimo że na korzyść PKO BP działało wcześniejsze wprowadzenie oferty, to i tak skala różnicy jest bardzo duża.

Bez rebrandingu

Pekao na razie odłożył plany zmiany wizualizacji korporacyjnej. Według strategii grupy UniCredit takie zmiany powinny mieć miejsce w Pekao przed 2010 rokiem. Jednak obecny kryzys nie jest najlepszym momentem na dokonywanie zmian. Zmiana nazwy nie jest na razie potrzebna. Jest to niepotrzebny w czasach silnego osłabienia gospodarczego wydatek. Zmiana nazwy na np. nazwę swojego zagranicznego właściciela naszym zdaniem bardziej by zaszkodziła niż pomogła.

Sprzedaż udziałów w spółce przez spółkę zależną banku

Final Holding sp. z o.o. (spółka w 100% zależna od Pekao) sprzedała 99,8197% udziałów w spółce Final S.A. Wartość nominalna akcji wynosiła 55,365 mln PLN. Zbyte aktywa miały charakter inwestycji długoterminowej. Cena sprzedaży akcji wyniosła 62 miliony PLN. Wartość księgową zbytych akcji wynosiła 45,362 mln PLN. Transakcja będzie miała pomijalny, pozytywny wpływ na wyniki grupy Pekao. Final S.A. zajmuje się odlewaniem i obróbką plastyczną. Porządki w grupie kapitałowej. Pekao stało się podmiotem dominującym wobec Final Holding po przejęciu części BPH. BPH przejął udziały w Final Holding w 2005 roku.

Wstrzymane prace nad połączeniem brokerów

Bank wstrzymał prace nad połączeniem dwóch domów maklerskich. W banku funkcjonuje CDM Pekao jako odrębna spółka oraz drugi, który powstał dla klientów BPH działający w strukturach bankowych. Projekt przestał być dla banku priorytetowy. Funkcjonowanie obu instytucji w ramach jednolitych struktur jest trudne, tym bardziej, że obie instytucje mają różne cenniki. Projekt połączenia to dodatkowe koszty. W tym roku w centrum zainteresowania banków jest ich optymalizacja. Jednak funkcjonowanie dwóch podmiotów może zahamować rozwój biznesu w tym zakresie.

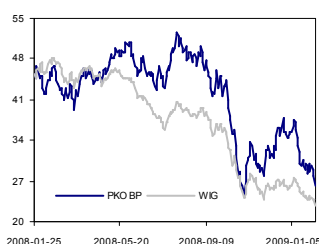


PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 26,3 PLN Cena docelowa: 43,2 PLN
Analitik: Marta Jeżewska
Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-12

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	3 832,2	4 643,7	21,2%	6 102,1	31,4%	6 014,6	-1,4%	Liczba akcji (mln)	1 000,0
Marża odsetkowa	4,0%	4,4%		5,1%		4,4%		MC (cena bieżąca)	26 300,0
WNDB	6 206,0	7 447,1	20,0%	9 060,2	21,7%	8 677,1	-4,2%	Free float	43,1%
Wynik operacyjny*	2 705,8	3 661,5	35,3%	5 076,7	38,7%	4 405,2	-13,2%		
Zysk brutto	2 149,1	2 903,6	35,1%	3 441,1	18,5%	2 574,2	-25,2%		
Zysk netto	2 149,1	2 903,6	35,1%	3 441,1	18,5%	2 574,2	-25,2%		
ROE	22,9%	26,4%		26,3%		16,5%		Zmiana ceny: 1m	-25,9%
P/E	12,2	9,1		7,6		10,2		Zmiana ceny: 6m	-47,6%
P/BV	2,6	2,2		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-42,8%
D/PS	0,8	1,0		1,1		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dywid (%)	3,0	3,7		4,1		0,0		Min (52 tyg.)	24,6

* przed kosztami rezerw



Dołączenie PKO BP do wojny depozytowej, którą rozpoczęli mniejsi gracze rynkowi, zmieniła rynek depozytów detalicznych. PKO BP dzięki urynkowieniu stawek stanowi dla klientów indywidualnych bardzo kuszącą alternatywę. Siła sprzedażowa banku, zawdzięczana marce i rozległej sieci sprzedaży powinna przynieść istotne wzmocnienie pozycji rynkowej banku w segmencie depozytów detalicznych. Włączenie się do walki odbije się na marży odsetkowej netto (zakładamy spadek o 70 pb. najwięcej w sektorze) co w konsekwencji doprowadzi do spadku wyniku odsetkowego o 1% w 2009 roku. Długoterminowe korzyści z nowego otwarcia na rynku depozytów detalicznych uzasadniają rezygnację z części spreadu depozytowego. Bank zyska platformę do wzrostu portfela kredytów. Uważamy, że relacja kredyty/depozyty zostanie utrzymana poniżej poziomu 90% w długim terminie. Największym ryzykiem dla PKO BP jest pogorszenie się jakości portfela kredytów detalicznych (nie hipotecznych) oraz segmentu MSP. Silna pozycja depozytowa i dostęp do kapitału (jest to jeden z niewielu banków, który byłby uplasować emisję na rynku), rozległa sieć placówek, możliwości ograniczania wydatków oraz bardzo wysoki wynik operacyjny przed rezerwami to czynniki, które pomogą przetrwać okres słabej koniunktury. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Nowa oferta depozytowa zgromadzi 13,1 mld PLN

PKO BP z nowej oferty depozytowej zgromadził na koniec grudnia 2008 roku 13,1 mld PLN. Bank od 22 września do końca grudnia sprzedał lokaty 9,12,15 i Progresja 18-miesięczna o łącznej wartości blisko 12,3 mld PLN. Rzeczniczka poinformowała, że środki zewnętrzne stanowią około 65% tej kwoty. Kolejne 800 mln PLN to środki zdeponowane na uruchomionym w połowie października koncie oszczędnościowym. Kwota nie uwzględnia środków złożonych na 3 i 6-miesięcznych lokatach terminowych wprowadzonych do oferty 15 grudnia 2008 roku. Bardzo dobre wyniki sprzedażowe, które zapewnią bankowi wzmocnienie udziałów rynkowych w depozytach detalicznych. Naszym zdaniem bank dzięki swojej nowej ofercie depozytowej zdoła utrzymywać wskaźnik kredyty/depozyty na poziomie poniżej 100% w długim terminie. Oznacza to jednak spadek marży odsetkowej netto banku.

Negocjacje sprawie sprzedaży AIG Banku miały zakończyć się w styczniu

Przewodnicząca Rady Nadzorczej PKO BP powiedziała, że bank miał nadzieję, że do końca stycznia zakończą się negocjacje na temat zakupu AIG Bank Polska. Inne źródło *Rzeczpospolitej* potwierdzało, że transakcja miała być zawarta w podobnym terminie. Gazeta podaje kwotę 1,5 mld PLN jako szacunkową wartość transakcji. Czekamy na wyniki negocjacji. PKO BP ma lepszą pozycję do negocjacji ceny. Podtrzymujemy opinię, że przejęcie jest szansą dla PKO BP na wzmocnienie ramienia consumer finance w grupie, gdyż dotychczas sukcesy w tym zakresie odbiegały od potencjału banku odzwierciedlanego przez udziały w rynku kredytów hipotecznych czy depozytów detalicznych. Widzimy wysokie ryzyko operacyjne fuzji, gdyż aby osiągnąć sukces po przejęciu PKO BP musi wdrożyć funkcjonowanie AIG Bank Polska w ramy grupy PKO BP. Tylko dzięki skutecznemu zarządzaniu siecią AIG, PKO BP wykorzysta potencjał dostępu ze swoją ofertą produktową do 2 mln klientów.

Zwolnienia grupowe

W ramach zwolnień grupowych w 2009 roku pracę może stracić m.in. 1722 pracowników PKO BP, wynika z danych przekazanych we wtorek przez Wojewódzkie Urzędy Pracy (WUP). Jest to zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu banku. Od kilku lat uzgodnienia ze związkami zawodowymi przewidywały zwolnienia 1500 osób rocznie. Jakiś czas temu zapowiedziano, że w tym roku będzie to większa liczba. Bank ma potencjał do wprowadzania oszczędności.



Prywatyzacja jeszcze nie w 2009 roku?

Kryzys na rynkach finansowych może wpłynąć na odłożenie dokończenia prywatyzacji PKO BP przez Skarb Państwa. Resort zaznacza, że dokończenie prywatyzacji PKO BP, to obok rozstrzygnięcia sporu o PZU, jedno z najważniejszych zadań przed jakim stoi ministerstwo. W procesie kluczowa jest cena, a obecne wyceny rynkowe mogą skłaniać do odłożenia procesu w czasie. Resort Skarbu może przychylniej patrzeć na zatrzymanie zysków z 2008 roku w banku. Naszym zdaniem dokapitalizowanie PKO BP nie jest konieczne w ciągu najbliższego roku dla PKO BP. Bank jest w stanie wykorzystywać obecny potencjał do utrzymania ścieżki rozwoju.

Obligacje sprzedawane w okienku bankowym

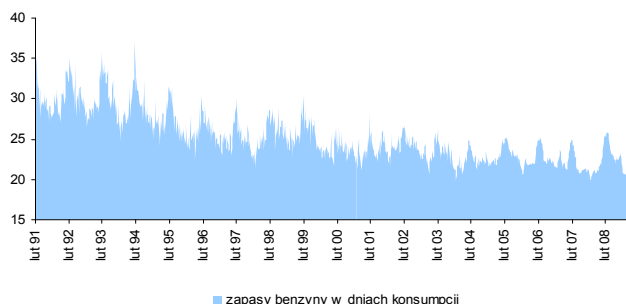
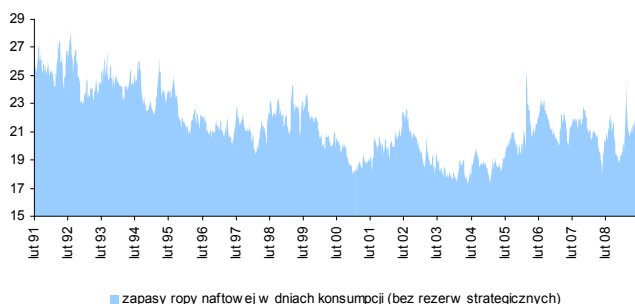
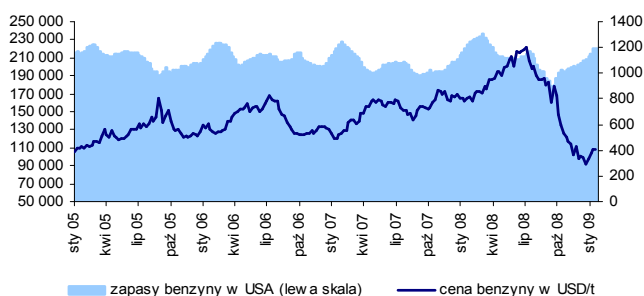
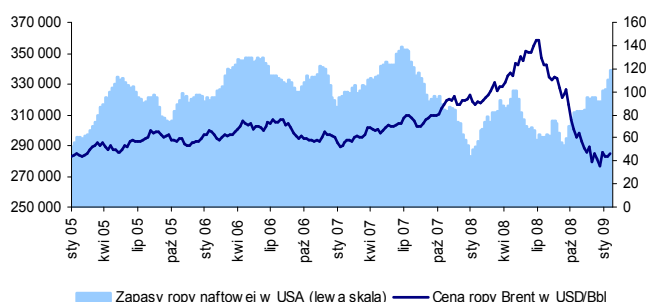
Przychody PKO BP ze sprzedaży obligacji są nieistotne z punktu widzenia udziałów w przychodach banku. Według gazet bank próbował nawet wypowiedzieć umowę Skarbowi Państwa. Jednak ten nie chciał się na to zgodzić. Naszym zdaniem prowadzenie sprzedaży obligacji nie przeszkadza w rozwoju PKO BP. Koszty związane z prowadzeniem oferty są minimalne. Bank dzięki temu poszerza wachlarz produktów. Klienci chętni na zakup obligacji i tak nie założą lokaty. Przychodzą do banku w konkretnym celu zakupu obligacji. Bank zyskuje dzięki temu dostęp do klienta. Jest to okazja do cross – sellingu lub w przyszłości skłonienia klienta do założenia lokaty.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Nadal możliwy scenariusz odwrócenia trendów na zapasach w USA

Kolejne styczniowe raporty Departamentu Energii przynosiły większe niż oczekiwał rynek wzrosty zapasów ropy naftowej w USA, które w ciągu ostatnich 4 tygodni wzrosły aż o 20 mln baryłek, czyli ponad 6%. Jednocześnie spadał popyt na paliwa (-2,5% w relacji do grudnia 2008 i -6,7% w relacji do stycznia 2008), co było efektem zarówno kryzysowego obniżenia wydatków Amerykanów jak i niekorzystnych dla rynku warunków pogodowych. To wpłynęło na dalszy wzrost rezerw paliw gotowych i dodatkowo pogarszało sentyment na notowaniach ropy. Nadal podtrzymujemy jednak naszą opinię, że w najbliższych tygodniach jest możliwa zmiana trendu (przynajmniej średnioterminowa) na zapasach surowca i benzyny w USA, co powinno wynikać z ustabilizowania się popytu na obecnych już bardzo niskich poziomach (pierwsza faza dostosowania konsumentów jest już za nami, a następna przyjdzie dopiero wówczas gdy będzie realizował się „czarny scenariusz” na bezrobociu (pierwszym zwiastunem stabilizacji konsumpcji mogą być dane z ostatniego tygodnia stycznia, które zaskoczyły konsensus) oraz wyraźnego ograniczenia importu paliw i ropy (pierwsze efekty cięcia OPEC oraz zwiększanie magazynów w krajach produkcyjnych chcących również zarabiać na prawie 10 USD contango na kontraktach na grudzień 2009). Za takim scenariuszem przemawia naszym zdaniem fakt, iż wspomniane wzrosty zapasów ropy w ostatnim miesiącu wynikały w ponad 60% właśnie ze zwiększonych dostaw z importu. W takim przypadku oczekivalibyśmy ponownej próby przebiccia granicy 50 USD/Bbl, na czym poprzez decyzje indeksowe globalnych inwestorów mogłyby skorzystać również polskie rafinerie.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Trzymaj)

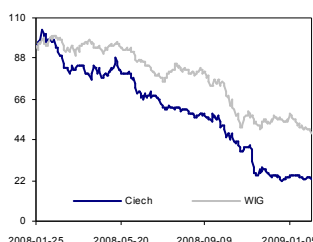
Cena bieżąca: 23 PLN

Cena docelowa: 34,2 PLN

Analitik: 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%	3 842,5	12,5%	3 917,1	1,9%	Liczba akcji (mIn)	28,0
EBITDA	287,8	493,0	71,3%	529,1	7,3%	507,2	-4,1%	MC (cena bieżąca)	644,0
marża EBITDA	13,2%	14,4%		13,8%		12,9%		EV (cena bieżąca)	2 166,3
EBIT	192,0	313,6	63,4%	312,8	-0,3%	279,6	-10,6%	Free float	42,7%
Zysk netto	195,7	240,2	22,7%	-9,0		141,6			
P/E	3,3	2,7				4,5		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	2,2	1,5		3,1		1,7		Zmiana ceny: 6m	-62,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-76,5%
EV/EBITDA	4,2	3,7		4,1		4,3		Max (52 tyg.)	103,0
Dyid (%)	3,5	9,1		9,0		1,9		Min (52 tyg.)	21,8



W styczniu wbrew naszym oczekiwaniom akcje Ciechu, rosnąc o 2%, zachowywały się bardzo dobrze zarówno na tle indeksu WIG jak i spółek z sektora chemicznego. Inwestorzy nie chcieli już dyskontować wysokiej straty na wycenie opcji i spodziewanej korekty rocznej prognozy. Do pozytywnego postrzegania tej Spółki mogły przyczynić się wypowiedzi Zarządu, który zapewniał iż nie widzi obecnie zagrożenia dla prognozy zysku za 2008 rok na poziomie 88 mln PLN. W naszej opinii tylko jakieś jednorazowe czynniki mogłyby uchronić przed taką rewizją, a tym samym inwestorzy mogą być ostatecznie raportem za 4Q rozczarowani. 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.

Porozumienie z ZAT i ZAK podpisane

Ciech podpisał z ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn porozumienie regulujące zasady współpracy stron w procesie przyszłego zakupu pakietu kontrolnego Anwilu. ZAT i ZAK złożyły oświadczenia o przystąpieniu do spółki Polskie Konsorcjum Chemiczne i objęciu po 25% udziałów w podwyższonym do 100 tys. PLN kapitale zakładowym tego podmiotu. Pozostałe 50% należy do Ciechu.

Prognoza przychodów będzie wykonana

Robert Bednarski, członek Zarządu ds. finansowych, poinformował w wywiadzie dla PAP, że Ciech powinien wykonać prognozę przychodów na 2008 na poziomie ponad 4 mld PLN (oficjalna prognoza to 4,27 mld PLN). Osłabienie złotego w 4Q na pewno pomoże zwiększyć poziom sprzedaży, ale wydaje się nam mało prawdopodobne aby przychody w całym roku wyniosły aż 4,27 mld PLN. Po trzech kwartałach Grupa miała 2,98 mld PLN przychodów, a w samym 3Q wyniosły one 923 mln PLN. Zakładamy, że sezonowego osłabienia wolumenów oraz efektu spadku sprzedaży z uwagi na kryzys (gwałtowny spadek popytu i cen w nawozach NPK-segment agro wypracował jeszcze w 3Q 142 mln PLN przychodów) nie uda się zneutralizować wyraźnym osłabieniem złotego. Spółka co prawda realizuje ponad 50% przychodów w EUR i USD, a te waluty średnio kosztowały w 4Q odpowiednio 14% i 30% więcej, ale nie ma naszym zdaniem szans aby przychody w ostatnich trzech miesiącach roku wyniosły, aż 1,27 mld PLN (tyle implikowałoby wykonanie prognozy, choć oczywiście odchylenie -10% nadal stanowi wykonanie planu). Ważniejszy od wykonania prognozy przychodów będzie oczekiwany przez nas fakt odwołania rocznej prognozy zysku netto (88 mln PLN), na co wpłynie przede wszystkim przeszacowanie hedgingu walutowego (nawet -160 mln PLN).

Umowa z Kompanią Węglową

Soda Polska Ciech (dywizja sodowa) podpisała aneks do umowy na dostawy węgla energetycznego z Kompanią Węglową dotyczący roku 2009. Szacunkowa wartość dostaw w tym roku to około 200 mln PLN netto. Umowa nie dotyczy dostaw dla całej Grupy, ale EC Kujawskich, pracujących dla dywizji sodowej. Rok temu podobna umowa opiewała na 143 mln PLN, ale cena była oparta o cennik asortymentów mialowych, więc nie można traktować tego jako bazy do wzrostu kosztów na ten rok. Wspomniana kwota 143 mln PLN była szacowana w kwietniu 2008 według ówczesnej ceny węgla i według naszych szacunków ostateczny koszt zakupu surowca w 2008 roku był wyższy.

Kredyt inwestycyjny na 256 mln PLN

Spółka poinformowała, że 26 stycznia Soda Polska Ciech zawarła umowę kredytową z Pekao SA na kwotę 256 mln PLN. Środki zostały udostępnione w momencie podpisania umowy i będą przeznaczone na finansowanie inwestycji w latach 2008-12. Spłata zobowiązania będzie nastę-



powoła od czerwca 2012 do grudnia 2015 roku. Wszystko wskazuje na to, że jest to nowa umowa (przede wszystkim na finansowanie inwestycji w segmencie energetycznym w Elektrociepłowniach Kujawskich), a nie aneksowanie i rolowanie starych kredytów (nie było do tej pory informacji o wypowiedzeniu jakichś umów). Nadal czekamy natomiast na efekty prowadzonych przez Zarząd negocjacji z bankami w sprawie restrukturyzacji zadłużenia poprzez konsolidację kredytów spółek z grupy i centralne zarządzanie przepływami poprzez cash pooling.



Lotos (Kupuj)

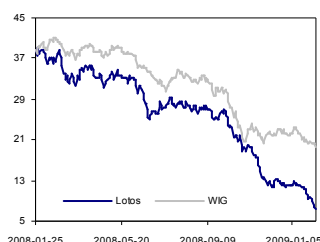
Cena bieżąca: 7,3 PLN

Cena docelowa: 29,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	12 798,1	13 125,1	2,6%	15 562,4	18,6%	9 971,0	-35,9%	Liczba akcji (mln)	113,7
EBITDA	1 095,7	1 019,9	-6,9%	431,5	-57,7%	872,8	102,3%	MC (cena bieżąca)	824,3
marża EBITDA	8,6%	7,8%		2,8%		8,8%		EV (cena bieżąca)	3 270,0
EBIT	798,3	713,7	-10,6%	115,7	-83,8%	455,7	293,9%	Free float	41,2%
Zysk netto	679,9	777,2	14,3%	-490,4		336,7			
P/E	1,2	1,1				2,4		Zmiana ceny: 1m	-39,3%
P/CE	0,8	0,8				1,1		Zmiana ceny: 6m	-74,3%
P/BV	0,2	0,1		0,1		0,1		Zmiana ceny: 12m	-81,0%
EV/EBITDA	0,8	1,6		7,6		6,4		Max (52 tyg.)	38,8
Dyid (%)	0,0	5,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Po spokojnej dla Lotosu końcówce roku, styczeń przyniósł kolejną paniczną falę wyprzedaży akcji koncernu, która zapewne miała swoje źródło w prognozach bardzo wysokiej straty netto w 4Q. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, iż część prognoz zagranicznych biur maklerskich wydawała się znacznie odbiegać in plus od innych, w tym naszych prognoz (-918 mln PLN straty netto), co mogło dodatkowo potęgować obawy rynku o negatywne zaskoczenie wśród inwestorów zagranicznych. W krótkim terminie rzeczywistość może brakować pozytywnych sygnałów, które mogłyby stanowić wsparcie dla notowań. W wypadku oczekiwanych przez nas wzrostów na cenie ropy, kurs Lotosu powinien podążać za notowaniami Orlenu, który w znacznie większym stopniu może znaleźć zainteresowanie inwestorów grających na indeks oil&gas. Podtrzymujemy naszą opinię, że ewentualna słabość notowań w najbliższych miesiącach powinna być 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.

Obawy o wyniki 4Q

W styczniu inwestorów elektryzowały pojawiające się zapowiedzi wysokich strat w Orlenie i Lotosie za 4Q'08, co wyraźnie negatywnie odbiło się na notowaniach obu spółek. Rzeczywiście w obydwu koncernach inwestorzy zobaczą zapewne wysokie straty netto, które będą implikować ujemne wyniki w całym zeszłym roku. Przyczyną tak słabych rezultatów będą jednak przede wszystkim przeszacowania zapasów i kredytów walutowych. Spodziewamy się, że jakoś tych wyników będzie dobra, a obserwowane osłabienie złotego oraz oczekiwany wzrost dyferencjału Ural/Brent będą wspierać rachunki obu spółek w 2009 roku. Zastrzegamy jednak, iż 1Q'09 również może być jeszcze zainfekowany przez ujemny efekt LIFO oraz przeszacowania zobowiązań walutowych. My oczekujemy, że na efekcie LIFO Lotos straci w 4Q nawet 556 mln PLN, a na przeszacowaniach walutowych kolejne 500 mln PLN. Ostatecznie wynik netto może wynieść -918 mln PLN.

Lotos chce zwiększyć sprzedaż paliw o 8% w 2009 roku

Dyrektor ds. rozwoju handlu w Lotosie Pan Dariusz Falkiewicz poinformował, że Grupa chce w 2009 roku sprzedać o 8% paliw więcej niż w roku poprzednim kiedy to łącznie uplasowała na rynku 7,4 mln ton wszystkich produktów, z czego 3 mln ton diesla i 1,3 mln ton benzyny. W 2009 roku wspomniany wzrost będzie przede wszystkim wynikał ze zwiększonego importu diesla (+0,5 mln ton do 1,4 mln ton). Spółka zamierza zwiększyć udział w rynku z ubiegłorocznych 24% do 27% (docelowo w 2012 roku ma to być 30%). Naszym zdaniem cele Spółki są realistyczne i mimo wyhamowania popytu na paliwa Lotos powinien zwiększyć sprzedaż poprzez zdobywanie udziałów w rynku kosztem mniejszych importerów, którzy pod koniec zeszłego roku mieli poważne problemy w związku z drastycznymi spadkami cen w hurcie. Spółka poprzez zwiększony import przygotowuje się do plasowania zwiększonych wolumenów po uruchomieniu w końcówce tego roku instalacji do destylacji ropy zwiększającej zdolności przerobu do 10,5 mln ton.

Prezes o programie 10+

W wywiadzie prasowym Prezes Paweł Olechnowicz zapewnił, że w tej chwili nie ma żadnych problemów z finansowaniem i realizacją programu 10+. Zaawansowanie projektu wynosi obecnie 56%. Spółka na bieżąco otrzymuje kolejne transze kredytu na ten cel i jednocześnie jest w stanie w pełni finansować wkład własny ze środków generowanych z bieżącej działalności (gdyby wystąpiły problemy z finansowaniem należałoby wg. niego rozważyć wejście inwestora strategicznego do Lotosu). Prezes poinformował, że Zarząd i Rada Nadzorcza w kontekście pojawiających się na rynku obaw o realizację wspomnianej inwestycji pracują obecnie nad ponowną gruntowną analizą założeń tego programu i jak będzie ona gotowa, przedstawia ją inwe-

storom. Olechnowicz dodał, że aktualne parametry makroekonomiczne dotyczące marż, dyferencjału i kursów walutowych są lepsze niż te jakie zakładano w biznesplanie 3 lata temu. Prezes powiedział także, iż Lotos stara się lobbować za przejęciem przez państwo funkcji gromadzenia zapasów obowiązkowych, co znacznie odciążałoby bilans polskich rafinerii. W kontekście kończącej się kadencji obecnego Zarządu i zapowiedzi ogłoszenia konkursu na kierownictwo Spółki przez MSP, Olechnowicz oświadczył, że chciałby kierować koncernem do zakończenia programu 10+. Ewentualne opublikowanie analizy projektu 10+ wraz z jego wrażliwością na warunki makroekonomiczne w kontekście zapewnień Prezesa, że obecnie realizacja postępuje bez problemów, mogłoby w naszej opinii uspokoić inwestorów. W obecnej sytuacji budżetowej nie wydaje się aby udało się natomiast skłonić rząd do przejęcia i zarządzania zapasami obowiązkowymi paliw, gdyż byłby to zbyt duży jednorazowy wydatek dla budżetu. Jeśli chodzi o spekulacje na temat zmian w Zarządzie to na razie trudno to komentować. Zawierania w kierownictwie Spółki w obecnej fazie prowadzonych inwestycji mogłyby jednak spotęgować obawy inwestorów dotyczące stabilności Lotosu, gdyż sugerowałyby jakieś zastrzeżenia do pracy obecnego Zarządu.

Aport Petrobalticu do końca czerwca 2009

Według MSP proces wniesienia przez resort posiadanego mniejszościowego pakietu akcji Petrobalticu do Lotosu powinien zakończyć się do połowy tego roku. Ministerstwo potwierdziło także, iż ta operacja zwiększy udział Skarbu Państwa w rafinerii (objęcie akcji nowej emisji), ale obniży jednocześnie udział Nafty Polskiej w kapitale zakładowym Lotosu poniżej 50% (obecnie posiada ona 51,91%, a MSP 6,93%). Taki scenariusz oznaczałby wyjście Lotosu spod obowiązywania ustawy kominowej ograniczającej zarobki Zarządu. Koniec obowiązywania ustawy kominowej byłby korzystny z punktu widzenia atrakcyjności Spółki dla doświadczonych menedżerów z branży (obecnie Lotos ma trudności ze skompletowaniem Zarządu). Z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych kluczowa dla oceny procesu wniesienia Petrobalticu aportem będzie wycena tej spółki i parytet przy jakim MSP będzie obejmowało nowe akcje Lotosu. W naszej opinii doradca przy tej transakcji powinien zaproponować wycenę obydwu Spółek i na ich podstawie opracować relatywny parytet. Odnoszenie bowiem niezależnej wyceny Petrobalticu do obecnej wyceny giełdowej Lotosu wypaczałoby wartość i mogłoby przynieść szkody z punktu widzenia udziałowców mniejszościowych Lotosu. W naszej wycenie akcji Lotosu na poziomie 29,4 PLN na akcję, pakiet 69% akcji Petrobalticu stanowi około 30%. Przenosząc te proporcje na obecną kapitalizację wartość całej Spółki wydobywczej wynosiłaby około 385 mln PLN, a pakiet MSP około 115 mln PLN. Taki parytet oznaczałby, że Lotos wyemituje dla MSP około 14,5 mln nowych akcji, które stanowiłyby po transakcji około 11,5% wszystkich akcji. Ostatecznie MSP posiadałoby 17,6% akcji, a Nafta Polska 46%.



PGNiG (Trzymaj)

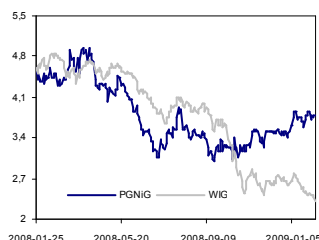
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 3,94 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	15 197,7	16 629,8	9,4%	18 051,0	8,5%	18 667,1	3,4%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 766,2	2 731,0	-1,3%	2 872,0	5,2%	3 656,4	27,3%	MC (cena bieżąca)	22 302,0
marża EBITDA	18,2%	16,4%		15,9%		19,6%		EV (cena bieżąca)	20 114,7
EBIT	1 470,0	1 301,9	-11,4%	1 478,0	13,5%	2 182,8	47,7%	Free float	15,3%
Zysk netto	1 327,4	1 251,3	-5,7%	1 273,0	1,7%	1 826,2	43,5%		
P/E	16,8	17,8		17,5		12,2		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	8,5	8,3		8,4		6,8		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-14,1%
EV/EBITDA	7,7	7,5		7,0		5,5		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	4,0	4,5		5,0		5,9		Min (52 tyg.)	3,0



Styczeń był już 5 miesiącem z rzędu, w którym akcje PGNiG zachowywały się znacznie lepiej od indeksu WIG20. W tym okresie gazowy koncern wzrósł o 11%, czyli pokonał indeks największych spółek z GPW o ponad 49 punktów procentowych. Perspektywa poprawy wyników na obrocie w 2009 roku, listopadowa podwyżka taryfy oraz niskie ryzyko dla przepływów pieniężnych Spółki w kryzysowym otoczeniu makro, to główne czynniki, które zapewniły PGNiG taką sympatię inwestorów. W naszej opinii koncern spełnił już jednak swoją defensywną rolę i dlatego zamykamy naszą pozytywną rekomendację, obniżając ją do trzymaj. W obecnej sytuacji potencjał wzrostowy jest już mocno ograniczony i naszym zdaniem możliwe pozytywne zaskoczenie wynikami 4Q (głównie kwestia hedgingu) należałoby wykorzystać do redukcji pozycji. O kolejne pozytywne niespodzianki może być w przyszłości już trudno, w kontekście oczekiwanej konieczności obniżenia taryf z początkiem 3Q i braku argumentu inwestycji dywersyfikacyjnych przekazanych w całości do Gaz-Systemu.

URE o nowych taryfach na gaz

Prezes URE w wywiadzie dla PAP ocenił, że wniosek taryfowy PGNiG, który powinien się pojawić w urzędzie na początku lutego nie powinien przynieść złych informacji dla odbiorców. Według niego PGNiG może obniżyć ceny, a w najgorszym wypadku utrzyma je na obecnym poziomie. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami. W naszej opinii Spółka będzie wnioskować o utrzymanie obecnego cennika i URE powinno się do tego wniosku przychylić. Obniżki cen można oczekiwać dopiero z początkiem 3Q, ale przy utrzymaniu obecnych warunków makro może ona sięgnąć nawet 20%.

Możliwy wniosek do arbitrażu w sprawie kontraktu z RUE

Po zakończeniu konfliktu gazowego między Rosją a Ukrainą do Polski nadal nie dociera gaz zakontraktowany w umowie z RosUkrEnergo (7 mln m³ na dobę, czyli około 2,5 mld m³ w skali roku). Jest to wynikiem decyzji Gazpromu i rządu ukraińskiego, którzy zdecydowali z rezygnacji usług tego pośrednika i zajęli gaz zmagazynowany przez tę firmę na Ukrainie. PGNiG rozważa skierowanie tej sprawy do arbitrażu i zamierza wyciągnąć finansowe konsekwencje wobec RUE za niewywiązywanie się z umowy. Być może na poczet przyszłych kar zdecydował się na nieregulowanie płatności za gaz otrzymany w grudniu. Wszystko wskazuje na to, że szykuje się nam kolejna rozgrywka między Polską a Gazpromem, który prawdopodobnie będzie chciał poprzez szantaż wywalczyć albo wzrost cen gazu (zmiana formuły cenowej) albo obniżenie stawek tranzytowych. Za takim scenariuszem przemawia fakt, iż Węgry i Rumunia które również miały kontrakty z RUE otrzymują gaz normalnie od Gazpromu (w przypadku Polski Gazprom realizował kontrakt RUE tylko kilka dni po zakończeniu kryzysu ukraińskiego). Ewentualne zamieszanie na tym polu może naszym zdaniem szkodzić nastrojom na akcjach PGNiG, bo inwestorzy mogą dyskontować ryzyko wzrostu cen gazu importowanego przy małej skłonności URE do podniesienia taryf. W naszej opinii jednak samo przymusowe ograniczenie importu w 1Q'09 wyjdzie Spółce na dobre z uwagi na fakt, że poprawiła strukturę koszyka sprzedawanego gazu na korzyść surowca krajowego i zmagazynowanego wcześniej po niższych cenach.

Zyski z hedgingu oraz poszukiwania nowego dostawcy gazu

Wiceprezes Sławomir Hinc poinformował, że PGNiG rozmawia obecnie z kilkoma potencjalnymi dostawcami gazu, którzy mogliby uzupełnić lukę po kontrakcie z RosUkrEnergo (ten nie jest obecnie realizowany z uwagi na kłopoty tej firmy na Ukrainie i utratę poparcia Gazpromu). Według niego koszty pozyskania gazu z innych źródeł powinny być uwzględnione w taryfie i w tej sprawie PGNiG prowadzi rozmowy z URE, choć na razie jeszcze nie wiadomo po ile nowe wolumeny będą kupowane. PGNiG złożył nowy wniosek taryfowy prawdopodobnie w połowie lutego i chciałoby aby nowy cennik obowiązywał do końca roku. Prezes Hinc powiedział również, że wraz z publikacją wyników za 4Q Spółka pochwali się pozytywnymi efektami prowadzonej poli-



tyki hedgingowej. Jeśli chodzi o wyniki na transakcjach zabezpieczających kurs walutowy to szacujemy je na około 250 mln PLN, w tym wycena otwartych pozycji (szczegółowo pozycje hedgingowe omówiliśmy w naszym komentarzu specjalnym z 19 listopada 2008 roku). Będzie to oczywiście istotny czynnik neutralizujący w części rekordowe straty na sprzedaży gazu importowanego. Co do kosztów pozyskania gazu z innych źródeł niż RUE, na razie jest za wcześnie by je szacować. Przypominamy jednak, że gaz w kontrakcie z RosUkrEnergo był nieco tańszy niż w kontrakcie jamalskim (różnica wynosiła kilka procent). Przy założeniu utrzymania się obecnych warunków makro, uważamy że PGNIG powinien istotnie obniżyć taryfę w 3Q br. i niewielkie są szanse aby Spółce udało się przeforsować utrzymanie obecnych cen do końca roku.



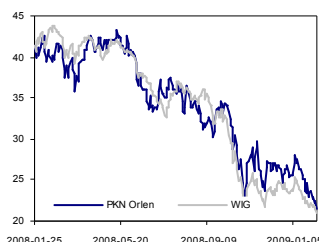
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 21,3 PLN Cena docelowa: 39,3 PLN

Analityk: 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 (mIn)	427,7
EBITDA	4 684,7	5 035,3	7,5%	3 951,0	-21,5%	5 045,2	27,7%	MC (cena bieżąca)	9 127,3
marża EBITDA	8,9%	7,9%		4,8%		8,5%		EV (cena bieżąca)	22 040,9
EBIT	2 576,6	2 603,9	1,1%	1 541,0	-40,8%	2 471,0	60,4%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 986,0	2 412,4	21,5%	-474,0		2 200,2			
P/E	4,6	3,8				4,1		Zmiana ceny: 1m	-17,1%
P/CE	2,2	1,9		4,7		1,9		Zmiana ceny: 6m	-40,3%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-48,0%
EV/EBITDA	4,3	4,1		5,6		4,6		Max (52 tyg.)	43,4
Dyid (%)	0,0	0,0		7,6		0,0		Min (52 tyg.)	21,3



Investorzy mają już naszym zdaniem świadomość wysokich strat finansowych polskich rafinerii w 4Q'08, więc ta kwestia nie powinna już wpływać na notowania w takim stopniu jak w styczniu. Publikowane zwyczajowo przez Spółkę szacunki danych operacyjnych przed pełnym raportem kwartalnym, nie powinny już w naszej opinii przynieść dalszych negatywnych zaskoczeń. Oczekiwana przez nas dobra jakość wyników 4Q oraz możliwe odwrócenie tendencji na zapasach ropy w USA, powinny być pozytywnym katalizatorem dla notowań Orlenu. Ewentualne odbicie cen ropy mogłoby naszym zdaniem poprzez decyzje inwestorów indeksowych, zwiększyć zainteresowanie polskim koncernem ze strony zagranicy. Stąd uważamy, iż akcje PKN powinny w perspektywie miesiąca zachowywać się lepiej od indeksu WIG20.

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 300 mln PLN wydaje się mało prawdopodobny.

Jukos nie zgadza się z roszczeniami Orlenu

Jukos przesłał do Orlenu odpowiedź, w której nie zgadza się z roszczeniami polskiego koncernu związanymi z niezgodnością stanu faktycznego rafinerii w Możejkach w momencie zawierania transakcji. Zabezpieczeniem tych roszczeń są środki zgromadzone na rachunku escrow. Komunikat ten nie powinien być zaskoczeniem, ale oznacza że droga do odzyskania 250 mln USD (które niewątpliwie Orlenowi się należą) poprzez postępowanie arbitrażowe, może być bardzo długa i żmudna.

Ograniczenia w dostawach gazu

W związku z kryzysem gazowym na linii Ukraina-Rosja PGNiG był zmuszony w styczniu ograniczyć dostawy gazu do największych odbiorców czyli Orlenu i ZA Puławy, w wyniku czego PKN przez 12 dni dostawał o 25% mniej surowca niż pierwotnie zamówił. Wpłynęło to na efektywność ekonomiczną rafinerii, gdyż zmusiło do modyfikacji struktury produkcji i pewnych dostosowań w procesie energetycznym. Nie sądzimy jednak, aby te straty miały istotny wpływ na rezultaty 1Q'09.

Prezes nie wyklucza szukania partnera do Możejek

W wywiadzie prasowym Prezes Jacek Krawiec nie wykluczył, że jeśli Możejkom nie uda się powrócić do dawnych wyższych poziomów rentowności, czy to przez usprawnienie logistyki (tutaj brak jest wsparcia ze strony rządu litewskiego) czy cięcia kosztów, to Orlen będzie musiał znacznie zmniejszyć poziom inwestycji w tym zakładzie, a być może poszukać partnera kapitałowego do tej spółki. Prezes potwierdził również, że wyniki 4Q'08 będą mocno negatywnie obciążone przeszacowaniami ropy i kredytów walutowych. W tej chwili Orlen nadal analizuje spółki wydobywcze i rozważa inwestycje kapitałowe w tym biznesie. Ze sprzedażą Anwilu, z uwagi na niekorzystne otoczenie makro, PKN będzie prawdopodobnie musiał poczekać co najmniej do 2H'09. Jacek Krawiec poinformował również, że Orlen chce budować bloki energetyczne aby uniezależnić się od dostawców energii, ale inwestycje te mogą rozpocząć się najwcześniej w latach 2012-13. Prezes powiedział również, że powołano specjalny zespół roboczy do rozmów z rządem litewskim na temat inwestycji Orlenu w terminal w Kłajpedzie oraz realizacji opcji sprze-

daży 10% pakietu akcji rafinerii, bo w tym wypadku istnieją między stronami rozbieżności. Prezes powiedział, że Orlen jest zdeterminowany do sprzedaży akcji Polkomtela i niekoniecznie musi to zrobić w porozumieniu z innymi polskimi akcjonariuszami, możliwe jest także wprowadzenie telekomu na giełdę.

Obawy o wyniki 4Q

W styczniu inwestorów elektryzowały pojawiające się zapowiedzi wysokich strat w Orlenie i Lotosie za 4Q'08, co wyraźnie negatywnie odbiło się na notowaniach obu spółek. Rzeczywiście w obydwu koncernach inwestorzy zobaczą zapewne wysokie straty netto, które będą implikować ujemne wyniki w całym zeszłym roku. Przyczyną tak słabych rezultatów będą jednak przede wszystkim przeszacowania zapasów i kredytów walutowych. Spodziewamy się, że jakość tych wyników będzie dobra, a obserwowane osłabienie złotego oraz oczekiwany wzrost dyferencjału Ural/Brent będą wspierać rachunki obu spółek w 2009 roku. Zastrzegamy jednak, iż 1Q'09 również może być jeszcze zainfekowany przez ujemny efekt LIFO oraz przeszacowania zobowiązań walutowych. My oczekujemy, że na efekcie LIFO Orlen straci w 4Q nawet 1,9 mld PLN, a na przeszacowaniach walutowych kolejne 1,9 mld PLN. Ostatecznie wynik netto może wynieść -2,8 mld PLN.

Możliwe obniżenie ratingu

Agencja Moody's poinformowała, że umieściła rating Orlenu na liście obserwacyjnej z możliwością jego obniżenia. Powodem tej decyzji jest gwałtowne pogorszenie się warunków w sektorze petrochemicznym w 4Q'08 oraz słabymi perspektywami na 2009 rok. Fakt pogorszenia koniunktury w petrochemii jest już w naszej opinii zdyskontowany w kursie PKN. Ewentualne obniżenie ratingu w Spółce, która szeroko korzysta z rynku kredytowego może mieć jednak negatywny wpływ na kurs. Według danych na koniec czerwca 2008 wartość kredytów wymagalnych do 30 czerwca 2009 wynosiła około 1,2 mld PLN, tak więc rolowanie tych zobowiązań przy niższym ratingu może oznaczać wzrost kosztów ich obsługi. Większość kredytów Orlenu (około 64%) mieści się jednak z terminem zapadalności w przedziale 3-5 lat, tak więc na tych zobowiązaniach, jeśli nie było klauzul dotyczących ratingu Moody's, koszty nie powinny wzrosnąć. Pierwsza połowa 2009 może jednak przynieść konieczność zwiększenia zadłużenia Spółki z uwagi na realizację opcji zakupu akcji w Możejkach i tutaj obniżenie ratingu również będzie miało negatywny wpływ.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 8 PLN

Analityk: 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%	2 458,9	34,8%	2 238,2	-9,0%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	-226,4	235,1		285,3	21,3%	150,0	-47,4%	MC (cena bieżąca)	330,0
marża EBITDA	-13,5%	12,9%		11,6%		6,7%		EV (cena bieżąca)	177,8
EBIT	-288,6	187,5		220,3	17,5%	84,8	-61,5%	Free float	21,0%
Zysk netto	-304,3	204,0		96,4	-52,7%	74,9	-22,3%		
P/E		1,6		3,4		4,4		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE		1,3		2,0		2,4		Zmiana ceny: 6m	-75,4%
P/BV	0,5	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-73,7%
EV/EBITDA		0,8		0,6		1,2		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	6,6	9,8		0,0		23,9		Min (52 tyg.)	4,4



Początek nowego roku przyniósł kolejny 7% spadek notowań Polic, ale warto odnotować, że w odróżnieniu od dramatycznej dla akcjonariuszy tej Spółki końcówki 2009 roku, tym razem producent nawozów zachowywał się lepiej od szerokiego indeksu WIG i lepiej niż większość konkurencji z branży chemicznej. Nadal uważamy, że najbliższe kwartały nie przyniosą najlepszych wiadomości dla Spółki i będzie trudno znaleźć oparcie dla wzrostów kursu akcji. Naszym zdaniem wiosenny sezon nawozowy nie przyniesie istotnej zmiany z punktu widzenia producentów nawozów NPK i powrotu pełnych wolumenów można oczekiwać dopiero w przyszłym roku. Pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Będzie konkurs na zarząd

Z uwagi na kończącą się kadencję obecnego Zarządu, Rada Nadzorcza ogłosiła konkurs na kierownictwo Spółki. Kandydaci mogli składać aplikacje do końca stycznia, otwarcie kopert nastąpi 2 lutego, a w dniach 16-17 lutego odbędą się rozmowy kwalifikacyjne. Obecny Prezes Ryszard Siwiec zapowiedział, iż będzie kandydował.

Brak efektów podpisanego listu intencyjnego

Prasa zwraca uwagę, iż nadal nie ma żadnych efektów listu intencyjnego o współpracy ZAP i ZCH Police podpisanego 9 miesięcy temu. Spółki powołały wtedy specjalny zespół, który miał analizować możliwości synergii między nimi, przede wszystkim w zakresie logistyki, zakupu surowców oraz inwestycji. Przedstawiciele obu spółek twierdzą, że prace w ramach wspomnianego zespołu zostały w tej chwili zawieszone z uwagi na problemy na rynku nawozowym, ale powinny być wznowione po ustabilizowaniu się sytuacji. W naszej opinii brak przełomowych efektów tej współpracy nie jest raczej zaskoczeniem. Obecnie w szczególnie trudnej sytuacji są Police, które doświadczyły bardzo mocnego spadku wolumenów. W tej chwili nie są już równorzędnym partnerem dla ZAP.



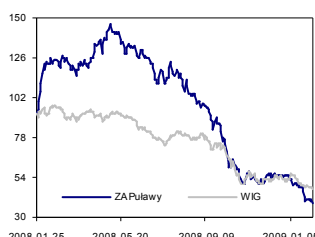
ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 38,1 PLN Cena docelowa: 68,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 205,3	2 503,5	13,5%	2 741,0	9,5%	2 551,4	-6,9%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	251,4	432,8	72,2%	389,3	-10,0%	225,3	-42,1%	MC (cena bieżąca)	728,3
marża EBITDA	11,4%	17,3%		14,2%		8,8%		EV (cena bieżąca)	240,1
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	5,6	2,2		2,9		7,1		Zmiana ceny: 1m	-28,4%
P/CE	3,2	1,8		2,2		3,6		Zmiana ceny: 6m	-66,6%
P/BV	0,6	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-63,8%
EV/EBITDA	1,5	0,5		0,6		1,5		Max (52 tyg.)	145,9
Dyid (%)	5,2	4,5		11,3		10,4		Min (52 tyg.)	38,1



ZA Puławy w styczniu zachowywały się najgorzej (-24%) ze wszystkich większych spółek chemicznych notowanych na GPW. Prawdopodobnie do pogorszenia sentymentu na akcjach producenta nawozów przyczynił się w dużej mierze komunikat Zarządu o wysokich stratach na hedgingu, choć w naszej opinii spółka w tym zakresie nie prowadziła działalności spekulacyjnej i ma pełne pokrycie przepływów z instrumentów pochodnych w przychodach walutowych. Szacujemy, że wartość gotówki netto w ZAP na koniec grudnia wynosiła około 34-36 PLN na akcję, co oznacza że obecnie Spółka jest notowana mocno poniżej rocznego zysku netto, jaki naszym zdaniem może wypracowywać w obecnych warunkach rynkowych. W najbliższych dniach dokonamy aktualizacji naszych prognoz i rekomendacji.

Ograniczenia w dostawach gazu

W styczniu z uwagi na kryzys gazowy między Rosją a Ukrainą nastąpiło 12 dniowe ograniczenie dostaw gazu do ZAP. Spółka otrzymywała w tym czasie o 12,5% mniej gazu niż to wynikało z kontraktu z PGNiG. Po wznowieniu pełnych dostaw Zarząd ZAP poinformował w komunikacie, że Spółka zwiększyła dociążenie instalacji produkcyjnych do 80% z 70% sprzed kryzysu gazowego. Naszym zdaniem ta informacja pozytywnie nastraja w kontekście problemów z transakcyjnością na rynkach chemicznych w końcówce 2008 roku. Ograniczenia dostaw gazu nie powinny być widoczne w wynikach 1Q. Kluczowe dla wyceny akcji będą wolumeny sprzedaży w najbliższych miesiącach, które będą dla całej branży niezwykle trudne.

Zmiany w Zarządzie

Rada Nadzorcza ZAP odwołała z Zarządu Spółki Lecha Klizę i Lecha Schimmelpfenniga. W komunikacie nie podano powodów tej decyzji. Te zmiany są zaskakujące, bo do tej pory nie było żadnych sygnałów na temat zastrzeżeń do pracy obu panów ze strony głównego akcjonariusza. Obaj byli wieloletnimi pracownikami ZAP. Okazuje się, że Prezes Jarczewski nie był informowany przez Radę Nadzorczą o tych decyzjach. Spekuluje się, że jest to początek większych zmian w Zarządzie. Obecne kierownictwo zdecydowało o zaproponowaniu odwołanym wiceprezesom pozostania w Spółce na innych stanowiskach. Ewentualne zamieszanie personalne nie będzie na pewno służyć ZAP, tym bardziej że obecny Zarząd jest oceniany bardzo pozytywnie ze względu na kompetencje i zaangażowanie.

Porozumienie z PGNiG

ZA Puławy i PGNiG podpisały porozumienie o wspólnej realizacji projektów inwestycyjnych opartych na wykorzystaniu gazu ziemnego, w szczególności ze złóż krajowych. Na razie spółki będą prowadziły analizy poszczególnych przedsięwzięć, przede wszystkim budowy nowych instalacji produkcyjnych w ZAP. W ciągu roku obie spółki określą warunki techniczno-ekonomiczne wykonalności projektu, poziom zapotrzebowania na surowce, w tym w szczególności na gaz ziemny, przygotują biznesplan oraz formę prawną realizacji projektu. Możliwe jest także powołanie spółki kapitałowej z równym udziałem obu firm. To porozumienie jest pochodną wcześniej prezentowanych zamierzeń inwestycyjnych ZAP i raczej nie powinno być zaskoczeniem. Wpływ na wycenę będzie zależał od szczegółów tej współpracy i jej efektów.

Wycena hedgingu na -124 mln PLN

ZA Puławy poinformowały, że wycena bilansowa otwartych pozycji zabezpieczających kurs walutowy na koniec grudnia 2008 wyniosła -124 mln PLN. Na zamkniętych już pozycjach Spółka straciła natomiast 9 mln PLN. Zarząd podkreślił jednocześnie, iż Spółka nie prowadziła działalności spekulacyjnej na rynku walutowym i wszystkie instrumenty pochodne mają pełne pokrycie w planowanych przychodach walutowych (nie ma niesymetrycznych pozycji hedgingowych), co potwierdził przeprowadzony w firmie audyt w tej sprawie. Spółka o swojej polityce hedgingowej informowała już wcześniej, tak więc sam fakt strat na ich wycenie w 4Q'08 nie powinien być

zaskoczeniem. Kwota -124 mln PLN oznacza, iż Spółka zabezpieczała około 60% oczekiwanych rocznych przychodów walutowych (po uwzględnieniu już zrealizowanych transakcji implikowałoby to ekspozycję około 110 mln EUR i 60 mln USD). Po uwzględnieniu obecnych w ZAP kosztów walutowych, wskaźnik zabezpieczenia ekspozycji netto jest jednak wyższy i wynosi wg. naszych szacunków około 70%. W obecnej sytuacji rynkowej możliwy jest również spadek wolumenów, a spadek cen produktów jest już faktem, tak więc ostatecznie wskaźnik pokrycia ekspozycji instrumentami zabezpieczającymi może przekroczyć 90%. Informacja ta to sygnał, iż Spółka nie skorzysta na ostatnim osłabieniu złotego. Wyższe przychody z eksportu będą zneutralizowane stratami na hedgingu.

Brak efektów podpisanego listu intencyjnego

Prasa zwraca uwagę, iż nadal nie ma żadnych efektów listu intencyjnego o współpracy ZAP i ZCH Police podpisanego 9 miesięcy temu. Spółki powołały wtedy specjalny zespół, który miał analizować możliwości synergii między nimi, przede wszystkim w zakresie logistyki, zakupu surowców oraz inwestycji. Przedstawiciele obu spółek twierdzą, że prace w ramach wspomnianego zespołu zostały w tej chwili zawieszone z uwagi na problemy na rynku nawozowym, ale powinny być wznowione po ustabilizowaniu się sytuacji. W naszej opinii brak przełomowych efektów tej współpracy nie jest raczej zaskoczeniem. Obecnie w szczególnie trudnej sytuacji są Police, które doświadczyły bardzo mocnego spadku wolumenów. W tej chwili nie są już równorzędnym partnerem dla ZAP.

Umowa na dostawę energii

ZA Puławy podpisały aneks do umowy sprzedaży energii elektrycznej z PGE Lubzel. Szacunkowa wartość umowy w 2009 roku to 243 mln PLN. Ta umowa implikowałaby wzrost rocznych kosztów energii o około 30%, co będzie wynikać zarówno ze wzrostu cen, jak i wolumenów (w 4Q'08 Spółka zużyła mniej energii z uwagi na ograniczenie produkcji). Nasze szacunki uwzględnione w prognozach finansowych dla ZAP są zbliżone.

Wycofanie punktu o zakupie akcji spółek z porządku NWZA

W przedstawionych projektach uchwał na NWZA zwołane na 11 lutego zabrakło, sygnalizowanego wcześniej w komunikacie zwołującym walne, punktu dotyczącego zakupu akcji innych spółek. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami znalazła się tam natomiast kwestia dotycząca zwiększenia kwoty inwestycji w ciąg tlenownia-amoniak-mocznik ze 174 mln PLN do 236 mln PLN. Jednocześnie w projektach uchwał znalazł się punkt dotyczący zarządzenia przerwy w obradach NWZA. Kwestia „zakupu akcji innych spółek” nadal więc pozostaje tajemnicą. Według uzyskanych przez nas informacji to Zarząd zdecydował o zmianie porządku obrad.

Telekomunikacja

UKE znaczącym źródłem dochodów budżetu

Dochody UKE dla budżetu wyniosły 905,1 mln PLN w '08, a wydatki wyniosły 84,5 mln PLN. W ustawie budżetowej na 2008 rok dochody zostały zaplanowane na poziomie 491,4 mln PLN. Ponadto UKE w najbliższym czasie raczej nie rozszerzy obowiązku świadczenia usługi powszechnej o szerokopasmowy dostęp do Internetu. Według prezesa UKE, internet szerokopasmowy powinien być dostarczany, w ramach usługi powszechnej, tylko do miejsc, w których "rynek sobie nie radzi". Skala zysku wygenerowanego przez UKE dla budżetu umacnia pozycję urzędu w rozgrywce pt. „podział TPSA”.

PTC chce zmniejszenia asymetrii stawek MTR i skrócenia czasu obowiązywania

PTC domaga się zmniejszenia asymetrii stawek MTR ustalonej przez UKE i skrócenia czasu obowiązywania asymetrii dla nowowchodzących operatorów. Operator opowiada się też za płaconiem asymetrycznych stawek MTR jedynie w zakresie, w którym dotyczą one połączeń zakończonych w nowo budowanych sieciach, co zdaniem Ery, zapobiegnie promowaniu nieefektywności. PTC wnioskuje za sprowadzeniem asymetrii stawek MTR do "rozsądnego poziomu wyznaczonego np. przez średnią europejską" oraz za poddaniem poziomu asymetrii stawek MTR takim regulacjom jak w Europie, czyli sprowadzeniem do symetrii najpóźniej do 4 lat od rozpoczęcia działalności nowowchodzącego operatora. To efekt pozycji jaką buduje na rynku Play (P4). Jeżeli dotychczasowe regulacje nie zmienią się, to oczekujemy, że od 2009 roku (rynek bliski nasycenia) liczba abonentów trzech zasiedziałych operatorów może się kurczyć na rzecz P4. Taki scenariusz przyjmujemy przy prognozach dla Centertela.



Netia (Kupuj)

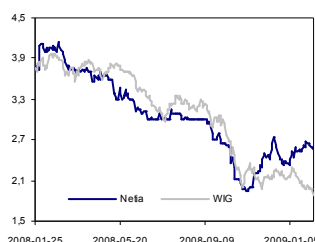
Cena bieżąca: 2,6 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analityk: 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 (mln)	389,2
EBITDA	-68,9	170,7		164,3	-3,7%	234,0	42,4%	MC (cena bieżąca)	1 000,2
marża EBITDA	-8,0%	20,4%		15,7%		15,6%		EV (cena bieżąca)	742,3
EBIT	-341,4	-103,8	-69,6%	-94,3	-9,2%	-23,4	-75,2%	Free float	100,0%
Zysk netto	-378,9	-268,9	-29,0%	233,6		-9,9			
P/E				4,3				Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE		177,4		2,0		4,0		Zmiana ceny: 6m	-17,1%
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-31,5%
EV/EBITDA		6,1		4,5		3,0		Max (52 tyg.)	4,1
Dyid (%)	4,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Coraz bardziej prawdopodobna sprzedaż pakietu posiadanego przez Novator zmienia naszą tezę inwestycyjną: Novator wykorzysta poprawiające się wyniki do wyjścia ze spółki w 2010 roku (wycena co najmniej dwukrotnie wyższa niż obecna rynkowa). Jeżeli dojdzie do transakcji w perspektywie najbliższych kilku tygodni, cena za przejmowany pakiet będzie prawdopodobnie zbliżona do wyceny rynkowej (sprzedający „pod ścianą”). Nie zmienia to faktu, że na tle rynku, Netia będzie należała do grona niewielu spółek poprawiających wyniki r/r. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Plany Play, Novator rozwodniony

Obecni akcjonariusze P4 podwyższą kapitał spółki o 160 mln euro. Fundusz Tollerton może objąć całą nową emisję akcji, dzięki czemu jego udział w spółce wzrósłby do 50,3% z 25% obecnie. Na koniec 2008 roku Play osiągnął 2 mln klientów, a do końca 2009 r. chce zdobyć kolejny milion. W 2008 r. P4 osiągnęło 841 mln PLN przychodów, a na 2009 r. prognozuje 1,3 mld PLN. Spółka podtrzymała plan, zgodnie z którym ma osiągnąć pozytywny wynik EBITDA w 2010 r. Play poinformował, że obecnie 35% jego klientów korzysta z oferty abonamentowej, a 65% przypada na prepaid. Spółka ma obecnie prawie 80 tys. klientów oferty szybkiego internetu mobilnego, którą wprowadziła w lipcu zeszłego roku. Inwestycje Play w Polsce wyniosły już 650 mln euro, a planuje na nie przeznaczyć kolejne 400 mln euro. Play pokrywa obecnie zasięgiem 50% populacji kraju, co oznacza, że o rok wyprzedza harmonogram wyznaczony w licencji wydanej przez Urząd Komunikacji Elektronicznej. Do końca 2009 roku Play ma zwiększyć zasięg do 75% populacji kraju. Play korzysta na obniżce cen MTR, wykorzystując asymetrię dla nowego podmiotu na rynku. Ponadto poziom *churn* (ponad 30%) w wartościach bezwzględnych u operatorów zasiedziały powoduje, że nawet przy braku wzrostu rynku sieć może zwiększać liczbę swoich użytkowników. Możliwe rozwodnienie Novatora, który ma problemy finansowe, to zapewne pierwszy krok do zmiany właściciela.

NWZA w lutym

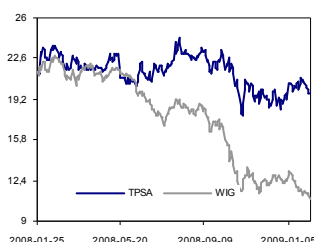
NWZA spółki odbędzie się w dniu 11 lutego 2009, a jego cele będzie połączenie z Tele2 Polska. W porządku obrad nie ma punktu dotyczącego skupu akcji własnych, co sugerował zarząd kilka tygodni temu. Naszym zdaniem w związku z coraz bardziej prawdopodobnym scenariuszem wyjścia Novatora z inwestycji jeszcze na początku tego roku, decyzja o nie dokonaniu buy-back jest bardziej prawdopodobna.



TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 19,8 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%	18 226,7	-0,1%	18 141,2	-0,5%	Liczba akcji (mln)	1 368,8
EBITDA	7 856,0	7 721,0	-1,7%	7 749,0	0,4%	7 418,5	-4,3%	MC (cena bieżąca)	27 033,3
marża EBITDA	42,2%	42,3%		42,5%		40,9%		EV (cena bieżąca)	32 375,8
EBIT	3 367,0	3 282,0	-2,5%	3 462,4	5,5%	3 282,4	-5,2%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 096,0	2 273,0	8,4%	2 338,5	2,9%	2 495,4	6,7%		
P/E	13,2	12,2		11,6		10,6		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	4,2	4,1		4,1		4,0		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	1,5	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	-14,8%
EV/EBITDA	4,4	4,3		4,2		4,1		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	5,1	9,6		8,6		8,7		Min (52 tyg.)	17,9



UKE zdecyduje o podziale TPSA lub wprowadzeniu przygotowanego przez TP programu "Równowaga dostępu", czyli alternatywy dla separacji funkcjonalnej pod koniec 2009 (wrzesień-listopad). Podtrzymujemy opinię, że do podziału nie dojdzie, ostatecznie zostanie wypracowane rozwiązanie kompromisowe, łączące „miękkie” elementy podziału z propozycją TP. Może to stanowić pozytywne zaskoczenie dla inwestorów dyskontujących podział. Z drugiej strony obecna wycena akcji spółki w relacji do szerokiego rynku nie wydaje nam się atrakcyjna. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Nowe taryfy F2M od marca czy lutego?

UKE chce by od 1 lutego TP obniżyła ceny połączeń z telefonów stacjonarnych do sieci komórkowych. TP odpowiada, że ceny te mogą spaść dopiero od 1 marca (wdrożenie nowych stawek połączeń F2M wynika z konieczności dokonania odpowiednich zmian w systemach TP). Nowy cennik TP to efekt obniżenia stawek hurtowych, tzw. MTR. Utrzymanie jak najdłużej niezmiennych stawek F2M, przy obniżonych kosztach zakończenia połączeń u operatorów mobilnych leży w interesie TP. Nie dysponujemy szczegółowymi danymi nt. struktury i wartości ruchu TP w rozbiciu na rodzaje połączeń. Wg. zgrubnych szacunków miesięczne opóźnienie w zmianie stawek detalicznych daje TP 12-15 mln PLN zysku operacyjnego.

Minister kontra UKE

Andrzej Panasiuk, wiceminister infrastruktury odpowiedzialny za sektor telekomunikacyjny, zapytany o to, czy prezes UKE słusznie sięga po instrument funkcjonalnej separacji w przypadku TP SA, odpowiedział, że trzeba przede wszystkim wykorzystać inne dostępne instrumenty regulacyjne, a dopiero w ostateczności sięgnąć po środek regulacyjny, jakim jest podział przedsiębiorstwa. Naszym zdaniem UKE ma również świadomość, że proces separacji jest niezwykle trudny do przeprowadzenia i ma on raczej stanowić formę nacisku na TP niż realnego działania. W takiej strategii na pewno nie pomaga UKE Ministerstwo.

Fitch o separacji, rebreeding i MTRy

Agencja ratingowa Fitch Ratings ocenia, że jest mało prawdopodobne, aby planowana funkcjonalna separacja TPSA miała wpływ na ratingi operatora (BBB+/F2/perspektywa stabilna). Według Fitch niemożliwa jest ocena, że działanie regulatora jest jedyną drogą dla dynamicznego rozwoju konkurencji na rynku telekomunikacyjnym. Grupa chce przenieść usługi dla firm pod skrzydła Orange Business Services, co oznacza opłatę na rzecz FT w wysokości 1,6% przychodów. Z kolei Prezes Centertela przewiduje, że w 2009 roku wartościowo rynek telefonii mobilnej może nawet spaść, po 7-8% zwwyżce w 2008 roku, gdyż wzrost rynku raczej nie zrekompensuje ubytku 2,5 mld PLN przychodów operatorów po nowej obniżce MTR-ów. Centertel dostosował się do nowych stawek interkonektowych, ale liczy, że decyzja UKE o przyspieszeniu zmniejszenia MTR-ów zostanie zakwestionowana przez sąd. Ocena agencji ratingowej jest zbieżna z naszą, nadal uważamy, że do separacji nie dojdzie. Podobnie jak w przypadku innych usług rebreeding uważamy za dodatkowy koszt, który nie jest konieczny – szczególnie w kontekście późniejszych opłat na rzecz głównego akcjonariusza. W naszych prognozach zakładamy, że przychody Centertela w 2009 wzrosną o 2% w stosunku do 2008. Obniżki MTR w mniejszym stopniu oddziałują na EBITDA – bez wpływu na prognozę roczną i wycenę.

Obiecujący początek sprzedaży TV

Na przełomie października i listopada 2008 TP uruchomiła usługi telewizji satelitarnej i zaczęła je sprzedawać razem z dostępem do Internetu. Wg nieoficjalnych informacji w ciągu trzech miesięcy operator zebrał ponad 100 tys. zamówień. Oznacza to, że w ciągu jednego kwartału TP zdobyła dwa razy więcej klientów na usługi telewizyjne niż przez poprzednie dwa lata (57 tys.). TP dokłada usługę telewizyjną do Internetu za stosunkowo niewielką dopłatą od kilku do kilkunastu złotych. Wliczony jest w to wprawdzie raczej ubogi pakiet programowy, ale klient otrzymu-



je za to dostęp do wirtualnej wypożyczalni wideo. Po wielu porażkach, wygląda na to, że TP wreszcie udało się wypracować model efektywnej sprzedaży TV. Biorąc pod uwagę, że operator może subsydiować innymi usługami pakiety telewizyjne (teoretycznie w pierwszym okresie TV może być tylko break-even, celem jest zajęcie rynku) może być istotną konkurencją dla innych platform cyfrowych.

Media

Dwóch oferentów na telewizję mobilną

Dwa podmioty złożyły swoje oferty na operatora telewizji mobilnej. Jednym z nich jest Mobile TV, założona przez czterech operatorów komórkowych: Play, Ere, Plusa i Orange. Drugim zajmująca się radiodifuzją spółka Info-TV-FM. Rozstrzygnięcie przetargu ma nastąpić w ciągu dwóch miesięcy. Mimo sporego doświadczenia w kwestii mobilnej telewizji posiadanego przez Info-TV-FM wydaje nam się, że minimalnie bliżej zwycięstwa w przetargu jest wspólne przedsięwzięcie operatorów komórkowych. Z doniesień prasy wynika, że Mobile TV dogadało się już z TVN i TVP na temat opłat licencyjnych za emitowanie treści tych nadawców.

Wydatki reklamowe w 2008 roku o 15% w górę

Według danych opublikowanych przez Export Monitor cennikowe wydatki reklamowe netto (bez autopromocji) wzrosły w minionym roku o 15%. Wydatki na reklamę telewizyjną wzrosły o 16,7%, w gazetach o 5,3%, a w magazynach o 8,2%. Nakłady na outdoor wzrosły o 15%. Wielokrotnie pisaliśmy o niepełnym przełożeniu wydatków cennikowych na realne wpływy podmiotów z branży reklamowej. Spodziewamy się, że realne wskazania będą o kilka punktów procentowych niższe. Nie mniej dane te wydają się stanowić dobry prognostyk dla czwartego kwartału w branży telewizyjnej.

Starlink o rynku reklamowym w 2008 i 2009 roku

Według wstępnych szacunków domu mediowego Starlink rynek reklamowy wzrósł w 2008 roku o 12%, przy czym motorem wzrostu był Internet, który zanotował wzrost o co najmniej 30% (skumulowany wzrost styczeń-listopad na 38%). Silna była też telewizja (16-17%). Z kolei wydatki na reklamę w prasie codziennej wzrosły o 4-4,5%. W 2009 roku Starlink spodziewa się wzrostu rynku reklamowego na poziomie 0-3%, jednocyfrowego wzrostu w telewizji, 15-18% wzrostu reklamy internetowej oraz kilkuprocentowego spadku wydatków reklamowych w prasie codziennej. Przewidywania Starlinka są zbieżne z naszymi założeniami dotyczącymi rynku reklamowego zarówno na miniony rok jak i rok bieżący. Na 2008 rok szacowaliśmy 12% wzrost rynku reklamowego, 35-40% wzrost reklamy online, 13% dla rynku telewizyjnego. Na 2009 rok zakładamy wzrost rynku reklamowego o maksymalnie 2%, segmentu reklamowego o 20-22%, telewizyjnego o 3%, 4% spadek wydatków na reklamę w prasie (gazety + magazyny), 2% wzrostu w outdoorze.



Agora (Kupuj)

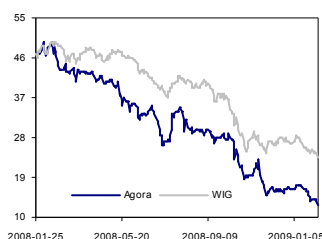
Cena bieżąca: 12,8 PLN

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 (mIn)	55,0
EBITDA	116,5	198,6	70,5%	135,3	-31,9%	160,6	18,7%	MC (cena bieżąca)	701,5
marża EBITDA	10,3%	17,2%		10,6%		12,5%		EV (cena bieżąca)	576,4
EBIT	39,6	120,3	203,8%	58,6	-51,3%	85,3	45,5%	Free float	37,0%
Zysk netto	32,0	100,2	213,1%	49,1	-51,0%	73,5	49,7%		
P/E	21,9	7,0		14,3		9,5		Zmiana ceny: 1m	-21,2%
P/CE	6,4	3,9		5,6		4,7		Zmiana ceny: 6m	-62,5%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-73,2%
EV/EBITDA	3,5	2,4		4,3		3,5		Max (52 tyg.)	49,7
Dyld (%)	3,9	11,8		17,7		12,4		Min (52 tyg.)	12,8



Kapitalizacja spółki skorygowana o gotówkę netto to 500 mln PLN (po uwzględnieniu umorzenia akcji, skupionych w ramach programu realizowanego w 2008 roku). Na bazie danych historycznych z 2008 roku, implikuje to wskaźnik EV/EBITDA (EBITDA skorygowana o koszty programu motywacyjnego - akcje już wyemitowane) na poziomie 2,2; na bazie naszych prognoz na rok 2009 to 2,3. Nawet jeżeli nasze prognozy są zbyt optymistyczne i spółka nie osiągnie prognozowanej EBITDA na poziomie 160 mln PLN, tylko 114 mln PLN (najniższy wynik w historii giełdowej spółki) to wskaźnik wynosi 4,6. Podtrzymujemy rekomendację kupna.

Grudzień w reklamie prasowej

Wg. ExpertMonitor wpływy reklamowe dzienników bez uwzględnienia rabatów i autopromocji w grudniu 2008 roku spadły o 7% w porównaniu do analogicznego okresu rok temu. Gazeta Wyborcza zmniejszyła w grudniu 2008 roku cennikowe wpływy z reklam do poziomu 72,9 mln PLN, czyli o 10,7 mln PLN (r/r). Na drugim miejscu utrzymał się dziennik Polska (Polskapresse), który zanotował przychody reklamowe na poziomie 28,7 mln PLN (-0,9 mln PLN). Trzecie miejsce przypadło dla Faktu (Axel Springer Polska) - 17,6 mln PLN (+2,7 mln PLN, +18%). Pozostałe ogólnopolskie dzienniki również zanotowały silne spadki: Dziennik -14%, a Rzeczpospolita -27% (r/r). Dane są nieprecyzyjne, bo nie uwzględniają rabatów a szczególnie autopromocji. Z naszego doświadczenia w analizie tych danych wynika, że dla rosnących wydatków reklamowych są one zbyt optymistyczne (faktycznie raportowane wpływy gotówkowe miały dwukrotnie niższe dynamiki niż raport EE), a dla spadających - zbyt pesymistyczne. Oprócz nieuwzględniania rabatów ważną rolę odgrywa tu autopromocja. W kryzysie, wydawcy zmniejszają te wydatki, w okresie boomeru i wzmożonej konkurencji pomiędzy dziennikami zwiększają. Powoduje to zniekształcenie dynamik raportowanych przez ExpertMonitor. W naszych prognozach na 4Q2008 zakładamy 5% spadek r/r.

Agora odpisała 27 mln PLN na inwestycję w Trader.com

Agora dokonała odpisu aktualizującego na inwestycję w Trader.com (Polska) w wysokości 27 mln PLN. Obciążą to skonsolidowane wyniki Grupy za czwarty kwartał 2008 r. Spółka podała, że ze względu na istotną zmianę czynników zewnętrznych, tj. pogarszającą się sytuację makroekonomiczną i na rynku reklamy, w szczególności w segmentach nieruchomości i motoryzacyjnym, przeprowadziła weryfikację prognoz rynkowych będących podstawą projekcji finansowych spółek z grupy. Spółka dokonała tego o czym inwestorzy wiedzieli już w chwili transakcji. Jedynym usprawiedliwieniem jest to, że osoby odpowiedzialne za transakcję (M. Sowa, były Prezes) nie ma już w spółce. Odpis zmniejszy zysk roczny, za 4Q spółka zraportuje stratę netto na poziomie 5 mln PLN – bez wpływu na wycenę.

Dalszy skup akcji własnych, zaczęły się zwolnienia

12 lutego odbędzie się NWZA spółki, które ma podjąć decyzję o dokończeniu programu skupu akcji własnych. Kwota jaka pozostała z niedokończonego skupu w 2008 roku to 19 mln PLN. Jednocześnie prasa donosi o pierwszych zwolnieniach w redakcji Gazety Wyborczej. Łącznie w całym 1H2009 zarząd zapowiedział odejście 300 osób, tj. 7,5% wszystkich zatrudnionych w grupie kapitałowej.

Sprzedaż dzienników w listopadzie

W listopadzie średnia dzienna sprzedaż Gazety Wyborczej wyniosła 409 tys. egzemplarzy (-5,6% r/r), Rzeczpospolitej 152,6 tys. (-13,6%), a Dziennika 150,5 tys. (-16,1%). Zupełnie inny obraz prezentują dane dotyczące sprzedaży kioskowej tytułów (pełna cena wydania). Sprzedaż Gazety wyniosła 373,6 tys., Rzeczpospolitej 130,2 tys., a Dziennika 77,8%. Tym samym udział innych form rozpowszechniania w poszczególnych tytułach opiniotwórczych wynosi odpowiednio: 8,7%; 14,7% i 48,3%. Trendy na rynku codziennej prasy opiniotwórczej nie zmieniają się:



wszystkie tytuły tracą nakład. Gazeta na tle dwóch konkurentów nadal utrzymuje dominującą pozycję. Na oficjalnej liście podmiotów zainteresowanych kupnem Presspublica (wydawcy m.in. Rzeczypospolitej) znalazł się Axel Springer (wydawca Dziennika). Kupno tytułu przez niemiecki koncern wydawnictwa najprawdopodobniej będzie wiązało się z końcem Dziennika.



Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

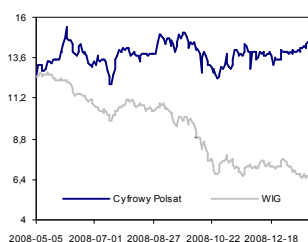
Cena bieżąca: 14,8 PLN

Cena docelowa: 15,8 PLN

Analitik: 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)	3 968,5
marża EBITDA	15,0%	20,8%		30,6%		36,1%		EV (cena bieżąca)	3 870,3
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	71,2	35,0		15,3		10,9		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/CE	45,0	29,6		13,9		10,1		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV		64,9		14,0		8,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	55,2	24,4		11,2		7,9		Max (52 tyg.)	15,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,3		0,2		Min (52 tyg.)	12,0



Styczeń był kolejnym udanym miesiącem dla notowań Cyfrowego Polsatu. Spółka pobiła notowania rynku o 17,6% notując 8,3% wzrost kursu. Naszym zdaniem również luty powinien być udany dla spółki dzięki publikacji wyników kwartalnych, w których spółka zaprezentuje spore przychody finansowe z wyceny struktur zabezpieczających przed ryzykiem kursowym. Zalecamy akumulowanie akcji Cyfrowego Polsatu i przeważanie walo-
rów tej spółki w perspektywie najbliższego miesiąca.

324 tysiące nowych abonentów w czwartym kwartale

Cyfrowy Polsat poinformował w komunikacie, że na koniec roku osiągnął liczbę 2,727 mln użytkowników. Tym samym w ciągu czwartego kwartału osiągnął przyrost liczby abonentów na poziomie 324 tysięcy, a w ciągu całego minionego roku 658,7 tysiąca. Wyniki sprzedaży są bardzo dobre. Wbrew naszym oczekiwaniom przyrost liczby abonentów był tylko nieznacznie słabszy od tego jaki spółka zanotowała w rekordowym czwartym kwartale 2007 roku kiedy przyłączyła 373 tys. nowych abonentów. Dobre wyniki sprzedaży wszystkich trzech głównych platform rynkowych są wynikiem zakrojonej na szeroką skalę akcji promocyjnej z końcówki ubiegłego roku. Wobec tak szybkiego przyrostu wydaje się oczywistym, że szybciej dojdzie do nasycenia rynku i wzrosty w kolejnych latach będą dużo słabsze. Szybki przyrost spowoduje również, że wyniki czwartego kwartału będą z pewnością nieco słabsze od wcześniejszych oczekiwań, natomiast wyższy będzie zysk w 2009 roku.

Naziemna telewizja cyfrowa od września

KRRiTV ustaliła warunki konkursu na pierwszy multiplex i uzyskały one akceptację UKE. Pierwsze cztery obszary nadawania cyfrowego mają zostać uruchomione we wrześniu bieżącego roku i będą to Warszawa, Żagań, Zielona Góra i Poznań. Nieco później ma być uruchomiony drugi multiplex, choć UKE upiera się przy jednoczesnym starcie obydwu. W marcu 2010 roku telewizja cyfrowa zostanie rozszerzona na kolejne obszary a w lipcu 2011 roku ma objąć cały kraj. Jednocześnie termin wyłączenia nadajników analogowych wyznaczono na lipiec 2013 roku. Wcześniejsze doniesienia mówiły o czerwcowym starcie DTT. Dla Cyfrowego Polsatu opóźnienie startu oraz uruchomienie nadawania początkowo tylko w czterech obszarach zdominowanych przeważnie przez operatorów kablowych jest dobrą wiadomością.



TVN (Trzymaj)

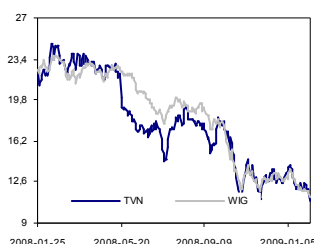
Cena bieżąca: 11 PLN

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)	3 843,2
marża EBITDA	34,3%	35,6%		36,9%		34,8%		EV (cena bieżąca)	4 719,7
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	14,6	15,7		10,0		10,8		Zmiana ceny: 1m	-18,3%
P/CE	12,2	12,1		8,3		8,7		Zmiana ceny: 6m	-40,3%
P/BV	3,1	2,7		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-48,8%
EV/EBITDA	11,3	8,1		6,7		7,1		Max (52 tyg.)	24,8
Dyid (%)	0,0	3,4		3,4		3,4		Min (52 tyg.)	11,0



W ubiegłym miesiącu notowania akcji TVN obniżyły się o około 12%, przy 9,34% spadku szerokiego rynku. W lutym przewidujemy kontynuację spadkowej tendencji dla akcji spółki oraz słabszej od szerokiego rynku stopy zwrotu. Czynnikiem negatywnie wpływającym na notowania spółki będzie publikacja wyników kwartalnych, które naszym zdaniem pogorszą sentyment ze względu na duże koszty finansowe zaksięgowane w czwartym kwartale. Z tego względu zalecamy niedoważanie akcji spółki w perspektywie najbliższego miesiąca i utrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podsumowanie ubiegłorocznych wpływów reklamowych i udziału w rynku

W 2008 roku najwięcej według cennika zarobił na reklamach TVN (2,81 mld PLN). Na kolejnych miejscach był: Polsat (2,74 mld PLN), TVP1 (1,48 mld PLN) oraz TVP2 (0,98 mld PLN). Z kolei pod względem oglądalności najlepszy wynik w 2008 roku zanotowała tradycyjnie TVP1 (22,63%, przed TVP2 (16,83%). Do Dwójki znacznie zbliżył się jednak TVN z wynikiem (16,73%). Wyniki są podsumowaniem bardzo udanego dla TVN ubiegłego roku, gdzie zarówno pod względem programowym jaki i ekonomicznym spółka zaprezentowała znaczną poprawę osiągnięć.

Inwestor w TV Puls już w I kwartale?

Zdaniem Dariusza Dąbskiego, prezesa TV Puls, stacja może poinformować o nowym strategicznym inwestorze już w pierwszym kwartale bieżącego roku. Dopuszcza przy tym możliwość zakupu przez nowego inwestora pakietu kontrolnego w stacji. Zdaniem prezesa na inwestycje w stację będzie potrzebna maksymalnie kwota kilkudziesięciu milionów złotych ze względu na fakt, że dużą część inwestycji poniósł już wcześniej News Corporation. W najbardziej optymistycznym scenariuszu zakładającym przeprowadzenie cyfryzacji w ciągu dwóch lat i umieszczenie na multipleksach poza głównym kanałem także dwóch, nie istniejących jak dotąd kanałów tematycznych prezes zakłada osiągnięcie w ciągu dwóch lat 7% udziału w rynku. Sprzedaż pakietu kontrolnego jest kluczowa jeśli chodzi o negocjacje z potencjalnymi nabywcami. Przy sprzedaży jedynie mniejszościowego udziału znalezienie inwestora będzie o wiele trudniejsze. Podtrzymujemy wcześniejszą opinię, że najkorzystniejszą sytuacją byłoby dla TVN zaangażowanie się Agory, która dopiero zbierałaby doświadczenie na rynku telewizyjnym. Za najgorszy scenariusz uznajemy zaangażowanie się kapitałowe Bertelsmanna. Plan „optymistyczny” przedstawiony przez prezesa uważamy za kompletnie nierealny, gdyż doświadczenia krajów zachodnich pokazują, że pełna cyfryzacja może trwać nawet 10 lat, a nie dwa jak założono w scenariuszu.

Duży wzrost liczby abonentów w platformie 'n'

Spółka poinformowała w komunikacie, że na koniec roku platforma 'n' osiągnęła poziom 500 tys. abonentów oraz 92 tys. klientów pre-paidowych. Plan na 2009 rok to kolejne 200 tys. abonentów. Osiągnięcie poziomu 500 tys. abonentów jest wielkim sukcesem platformy. Po trudnym pierwszym roku działalności, kiedy rozwój spółki szedł niemiarko od momentu zaangażowania się TVN wzrost nabiera tempa. Uważamy, że silna platforma cyfrowa stanowi bardzo ważne wsparcie dla głównego biznesu spółki i w przyszłości może decydować o utrzymaniu obecnej przewagi konkurencyjnej.

Naziemna telewizja cyfrowa od września

KRRiTV ustaliła warunki konkursu na pierwszy multipleks i uzyskała one akceptację UKE. Pierwsze cztery obszary nadawania cyfrowego mają zostać uruchomione we wrześniu bieżącego roku i będą to Warszawa, Żagań, Zielona Góra i Poznań. Nieco później ma być uruchomiony drugi multipleks, choć UKE upiera się przy jednoczesnym starcie obydwu. W marcu 2010 roku telewizja cyfrowa zostanie rozszerzona na kolejne obszary, a w lipcu 2011 roku ma objąć cały kraj. Jednocześnie termin wyłączenia nadajników analogowych wyznaczono na lipiec 2013 ro-

ku. Wcześniejsze doniesienia mówiły o czerwcowym starcie DTT. TVN i Polsat już wcześniej wywalczyły sobie korzystne uregulowania dotyczące zamiany koncesji. Również tutaj dopatrujemy się korzyści dla tych stacji. Pierwszy multipleks będzie zdominowany przez dotychczasowych nadawców, a zatem dla TVN okres do startu drugiego multipleksu stanowiłby czas powiększonego zasięgu bez wzrostu konkurencji. TVN posiada jednak nadajniki naziemne w regionach objętych cyfryzacją, więc zysk na zasięgu nie powinien być znaczny. ponadto czas funkcjonowania tylko pierwszego multipleksu przypadnie na okres spowolnienia gospodarczego, co z pewnością nie pozwoli wykorzystać szansy jaką stwarza sam pierwszy multipleks bez konkurencji ze strony pozostałych multipleksów.

Zwolnienia w Polsat News

Marek Markiewicz, dyrektor pionu informacji i publicystyki Polsatu potwierdził, że w kanale Polsat News planowane są zwolnienia. Według nieoficjalnych informacji zredukowanych ma zostać około 20 osób. Jest to krok o którym kilka miesięcy temu wspominał Zygmunt Solorz i jest on potwierdzeniem słabszej koniunktury także w branży telewizyjnej.



WSiP (Kupuj)

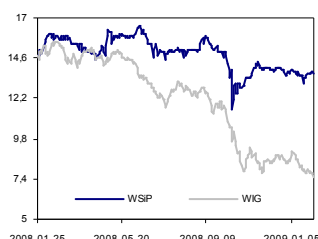
Cena bieżąca: 13,7 PLN

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)	339,2
marża EBITDA	10,6%	15,8%		35,4%		27,1%		EV (cena bieżąca)	286,4
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	21,3	7,4		8,2		9,5		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	18,0	6,6		5,6		7,5		Zmiana ceny: 6m	-9,5%
P/BV	3,5	3,0		2,9		3,0		Zmiana ceny: 12m	-9,3%
EV/EBITDA	13,0	8,2		4,2		5,7		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	0,0	7,7		13,1		12,2		Min (52 tyg.)	11,5



Mimo słabego okresu na warszawskim parkiecie akcje WSiP obroniły poziom kursu z końca ubiegłego roku. Stabilnym notowaniem w lutym powinna pomagać publikacja bardzo dobrych naszym zdaniem wyników kwartalnych, w których mimo sezonowo martwego okresu spółka pokaże tylko niewielką stratę operacyjną dzięki kontraktowi z Ministerstwem Edukacji Narodowej i sprzedaży swoich wydawnictw kanałami prasowymi. Oczekujemy, że dzięki dobrym wynikom spółka przebieje poziom stopy zwrotu dla indeksu i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj i zalecamy przeważanie akcji WSiP w perspektywie najbliższego miesiąca.

Sprzedaż nieruchomości w Gdańsku

Spółka poinformowała o sprzedaży nieruchomości w Gdańsku za kwotę 4,37 mln PLN. Spółka wcześniej informowała o intencji sprzedaży nieruchomości. Wpływ transakcji będzie praktycznie neutralny na wyniki czwartego kwartału (spółka przeprowadziła transakcję jeszcze 30 grudnia), gdyż mimo sprzedania nieruchomości powyżej wartości księgowej wartość tej nadwyżki wynosi zaledwie 50 tys. PLN.

Sektor IT

Sektor IT

Kryzys a producenci i dystrybutorzy IT

Puls Biznesu podsumowuje słaby okres świąteczny w branży IT i trudności z jakim przyjdzie mu się najprawdopodobniej zmierzyć na początku roku. Według wypowiedzi przedstawicieli branży problemem są redukowane przez firmy ubezpieczeniowe limity kredytowe dla poszczególnych klientów. Obecnie brak jest ich zdaniem znacznych zatorów płatniczych, jednak nie wykluczają, że mogą się one pojawić w najbliższej przyszłości. Brak ubezpieczeń kredytu kupieckiego to poważne utrudnienie dla branży powodujące, że dostawca ponosi pełne ryzyko upadłości klienta. W takim wypadku rozsądnym rozwiązaniem wydaje się większa ostrożność w kontaktach handlowych nawet kosztem utraty części sprzedaży. Jest to wskazane rozwiązanie szczególnie dla mocno zadłużonych dystrybutorów takich jak AB czy Action, dla których upadłość kilku mniejszych klientów posiadających nawet niewielkie zobowiązania może oznaczać poważne problemy w późniejszym okresie.

Światowa sprzedaż komputerów w IV kw. 2008 wzrosła najmniej od 2002

W czwartym kwartale 2008 r. światowa sprzedaż komputerów wzrosła najmniej od 2002 r., o 1,1 proc. w porównaniu do czwartego kwartału 2007 r. - poinformowała firma analityczna Gartner. Jest to potwierdzenie słabej koniunktury w branży sprzętu informatycznego, choć dane mówią jedynie o pełnych zestawach komputerowych pomijając oddzielną sprzedaż komponentów oraz akcesoriów komputerowych. Oczekujemy, że cały 2009 rok będzie stał pod znakiem nienajlepszej sytuacji w branży informatycznej i spadku wydatków na sprzęt komputerowy na świecie. Według szacunków samych producentów sprzętu ich sprzedaż w 2009 roku spadnie o około 130 mld USD.

Asseco Poland

Spekulacje na temat przetargu w ZUS

Przetarg na platformę usług elektronicznych dla ZUS wszedł w etap oceny wniosków o udział w postępowaniu w procedurze ograniczonej i „Puls Biznesu” spekuluje na temat potencjalnych beneficjentów przewidywanych zamówień z tego tytułu. Zdaniem gazety faworytem do zwycięstwa w przetargu jest Asseco Poland. Zgadza się, że rzeszowska spółka, ze względu na poprzednie wdrożenia, a przede wszystkim zaprojektowanie Kompleksowego Systemu Informatycznego mają olbrzymią przewagę konkurencyjną nad pozostałymi integratorami. Oczekujemy, że zwłaszcza części platformy integrowane z systemem centralnym będą z dużym prawdopodobieństwem wykonywane przez Asseco.

30% zysku na dywidendę?

Zdaniem przewodniczącego rady nadzorczej Asseco, spółka może wypłacić 30% zysku wyprowadzonego w 2008 roku. Podejrzewamy, że w pierwszej kolejności Asseco będzie chciało spłacić dług zaciągnięty na przejęcie Prokomu i z tego względu wypłata dywidendy nie przybierze maksymalnych możliwych rozmiarów (40%). W przypadku urzeczywistnienia się stanowiska przewodniczącego RN Asseco wypłaciłoby według naszych szacunków około 95 mln PLN. Istotną kwestią jest również czy kwota ta zostanie rozdzielona pomiędzy wszystkie akcje, czy też zostaną pominięte akcje własne Asseco.

Prokom Investments nie spłaca długu

Prokom Investments spłacił jedynie 22 mln PLN z 84 mln PLN wierzytelności, którą Asseco odziedziczyło po fuzji z Prokodem. Ponadto spłacone 22 mln PLN nie zostało uregulowane w gotówce, lecz skompensowane poprzez przekazanie aktywów trwałych. Informacja ma wydźwięk negatywny, choć wobec problemów PI w finansowaniu swoich inwestycji informacja z pewnością nie jest kompletnym zaskoczeniem. Sposób rozliczenia należności pogorszy w stosunku do pierwotnych założeń pozycję gotówkową Asseco Poland. W przypadku uznania pozostałych 62 mln PLN za zagrożone należałoby zdjąć z wyceny tę wartość, co daje około 91 groszy na akcję. Wydaje nam się jednak, że odpisywanie już w tym momencie całej tej sumy jest przedwczesne i Asseco odzyska jeszcze przynajmniej część tej kwoty.

ASEE może dokonać emisji celowych

Zarząd Asseco South Eastern Europe został upoważniony do dokonania emisji celowych nieprzekraczających łącznie 19,33 mln akcji, które mogą posłużyć jako środki na dokonanie kilku przejęć w rejonie Bałkanów. Jest to alternatywa dla emisji publicznej, która ze względu na słaby sentyment na rynku została przełożona na koniec marca.

Comp Safe Support

Podpisanie umowy na budowę Systemu Dozoru Elektronicznego

Spółka podpisała umowę z Ministerstwem Sprawiedliwości, na mocy której zbuduje, a następnie będzie zarządzać i utrzymywać system dozoru elektronicznego (tzw. „elektroniczne kajdanki”). Kwota umowy to 225,7 mln PLN. Informacja o zwycięstwie w przetargu została upubliczniona już dawno temu jest w pełni zdyskontowana przez rynek.

Sygnity

Kontrakt z Ministerstwem Pracy i Polityki Społecznej

Spółka podpisała umowę z Ministerstwem Pracy, na mocy której za kwotę 36 mln PLN netto wdroży w 340 powiatowych urzędach pracy swój system informatyczny Syriusz. Projekt ma zostać ukończony w czerwcu 2011 roku. Syriusz zastąpi system Puls, który również został wdrożony przez Sygnity. Przychody z kontraktu będą rozłożone na trzy lata obrotowe. Szacujemy, że tegoroczne wpływy z tytułu umowy będą wynosiły około 1,5% tegorocznych przychodów.

Kontrakt z KSG, backlog na 2009 na poziomie 260 mln PLN

Spółka poinformowała o podpisaniu w konsorcjum z MGGP i Intergraph Polska kontraktu z Karpacką Spółką Gazownictwa na kwotę 46 mln PLN brutto, na mocy której wdroży system zarządzania majątkiem sieciowym. Łączny backlog na 2009 rok wynosi około 260 mln PLN. Szacujemy, że uzyskany backlog będzie stanowił około 27% tegorocznych przychodów spółki.



AB (Trzymaj)

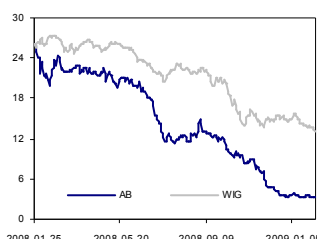
Cena bieżąca: 3,2 PLN

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	3 012,2	144,9%	2 585,6	-14,2%	2 691,7	4,1%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	16,8	39,5	135,5%	26,8	-32,2%	26,6	-0,8%	MC (cena bieżąca)	50,2
marża EBITDA	1,4%	1,3%		1,0%		1,0%		EV (cena bieżąca)	223,4
EBIT	15,4	35,2	128,5%	21,6	-38,7%	21,3	-1,4%	Free float	37,9%
Zysk netto	9,6	16,1	67,1%	5,4	-66,4%	6,0	10,1%		
P/E	3,8	3,1		9,3		8,4		Zmiana ceny: 1m	-10,0%
P/CE	3,4	2,5		4,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	-74,3%
P/BV	0,5	0,3		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-86,9%
EV/EBITDA	6,7	6,4		8,3		8,4		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2



W styczniu notowania AB obniżyły się o 5,7% przy spadku WIG o 9,34%. Naszym zdaniem również w lutym mimo bardzo negatywnego nastawienia inwestorów do branży dystrybucji IT akcje AB powinny dać wyższą stopę zwrotu od indeksu rynkowego. Uważamy, że solidna struktura kosztowa z niskim udziałem kosztów stałych powinna chronić wyniki spółki przed negatywnym wpływem dźwigni operacyjnej towarzyszącej słabszej koniunkturze w nadchodzących miesiącach. Dlatego też zalecamy przeważanie akcji AB w perspektywie najbliższego miesiąca.

Fuzja z ATC przyniosła 50 mln euro synergii produktowych

Zdaniem prezesa Andrzeja Przybyło w 2008 roku udało się osiągnąć 50 mln euro dodatkowej sprzedaży wynikającej z fuzji z AT Computers wobec planów spółki zakładających 26 mln euro. Ponadto prezes zaznaczył, że jego spółki nie dotknęły problemy związane z dużymi wahaniami kursów walutowych w czwartym kwartale. AB stosuje w dużym stopniu (około 60%) zabezpieczenia kwot wynikających z faktur zakupowych kontraktami terminowymi. W ten sposób unika różnic w wycenie zobowiązań na okres wystawienia faktury i dokonania płatności, co powoduje, że nie powinna śladem Actionu pokazywać tak znacznych strat na różnicach kursowych. Wciąż jednak niezabezpieczone pozostaje około 40% sald zobowiązań i one mogą być czynnikiem ryzyka/ szansą osiągnięcia korzyści.



Action (Akumuluj)

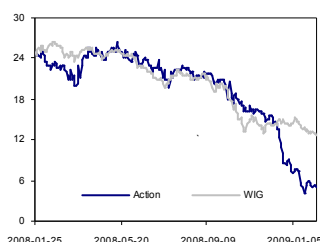
Cena bieżąca: 5,1 PLN

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 (mln)	17,2
EBITDA	37,7	69,8	85,1%	128,6	84,3%	93,1	-27,7%	MC (cena bieżąca)	87,7
marża EBITDA	2,1%	3,0%		2,8%		2,8%		EV (cena bieżąca)	242,4
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	3,8	2,6		1,2		1,8		Zmiana ceny: 1m	-29,3%
P/CE	2,8	1,9		1,0		1,4		Zmiana ceny: 6m	-77,1%
P/BV	0,6	0,5		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-79,2%
EV/EBITDA	3,8	3,4		1,9		2,5		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	2,9	5,3		8,3		18,2		Min (52 tyg.)	4,1



Miniony miesiąc był okresem znacznej przeceny na walorach Actionu naszym zdaniem spowodowanej niepewnością dotyczącą ewentualnej fuzji z Vobisem i dalszym umacnianiem się dolara amerykańskiego i euro, które tak pogorszyło wyniki pierwszego kwartału roku obrotowego. W tym czasie notowania obniżyły się o ponad 27%. Uważamy, że zły sentyment w stosunku do spółki utrzyma się również w bieżącym miesiącu i dlatego zalecamy w lutym niedowrażanie akcji Actionu.

Cięcia kosztów na Ukrainie

Action poinformował o redukcji kosztów działalności na rynku ukraińskim, gdzie posiada pod dwiema markami Szok i Krez 16 sklepów. Przed restrukturyzacją w sklepach zatrudnionych było około 400 osób. W ramach ograniczania kosztów zatrudnienie zmniejszono o 23%, natomiast powierzchnię sprzedażową o 20%. Kroki oszczędnościowe związane są z trudną sytuacją na rynku ukraińskim. Skala działalności Action na Ukrainie nie jest duża (w zeszłym roku było to około 3,8% skonsolidowanych przychodów), a ponadto spółka konsoliduje tylko 51% wyniku netto. Poza tym operacje na Ukrainie związane są z rynkiem detalicznym, a zatem ryzyko niewypłacalności ze strony klientów jest znacznie mniejsze niż w przypadku hurtu. Z tego też względu mimo dużych problemów gospodarczych z jakimi zmagają się Ukraina nie uważamy, by akurat tamtejszy rynek stanowił największy problem Actionu. Niemniej ścinanie kosztów w tym regionie uważamy za dobry pomysł.

Cięcia kosztów sięgną nawet 30%

Prezes Piotr Bieliński poinformował, że wobec narastającego kryzysu gospodarczego spółka zdecydowała się wprowadzić program oszczędnościowy, który ograniczy od stycznia koszty działalności o 20%, a w dalszej perspektywie może je obniżyć o dalsze 10%. Szukanie oszczędności i obniżanie kosztów stałych jest naturalnym ruchem wobec mocnego uderzenia słabej koniunktury w rynek sprzętu komputerowego. Spółka już wcześniej informowała o oszczędnościach na rynku ukraińskim, gdzie koszty zmniejszono o około 20% (zwolniono około 90 pracowników i zmniejszono powierzchnię sprzedażową). Rozszerzenie oszczędności na rynek polski jest kolejnym krokiem w przygotowaniach na trudny dla spółki okres.



ASBIS (Trzymaj)

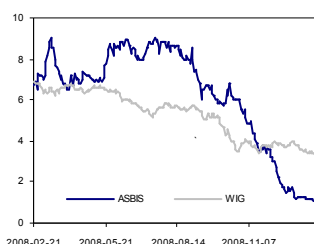
Cena bieżąca: 1,1 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-18

(mIn USD)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 008,8	1 397,3	38,5%	1 499,0	7,3%	1 251,6	-16,5%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	17,9	27,6	53,8%	18,7	-32,1%	9,2	-50,7%	MC (cena bieżąca)	58,3
marża EBITDA	1,8%	2,0%		1,3%		0,7%		EV (cena bieżąca)	107,6
EBIT	16,1	25,7	59,6%	16,1	-37,3%	6,6	-59,3%	Free float	32,8%
Zysk netto	9,4	18,7	98,1%	7,3	-60,8%	-0,6			
P/E	1,8	0,9		2,3				Zmiana ceny: 1m	-37,5%
P/CE	1,5	0,8		1,7		7,9		Zmiana ceny: 6m	-88,2%
P/BV	0,3	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	1,3	0,5		1,6		2,5		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	5,8	19,9		6,6		0,0		Min (52 tyg.)	1,1



W styczniu kurs akcji Asbisu obniżył się o blisko 34% będąc zdecydowanie poniżej szerokiego indeksu giełdowego. W nadchodzącym miesiącu kursowi nie będą z pewnością sprzyjały słabe wyniki kwartalne, w których spółka pokaże duże załamanie sprzedaży na rynkach wschodnich i stratę netto w okresie sprawozdawczym. Dlatego, mimo wyceny cechującej się znacznym dyskontem do wartości księgowej kapitałów własnych w perspektywie najbliższego miesiąca zalecamy niedowierzanie akcji Asbisu.

Sprzedaż w latach 2008 i 2009 na poziomie z 2007 roku

Spółka poinformowała, że sprzedaż w poprzednim oraz bieżącym roku będzie na poziomie porównywalnym z 2007 rokiem. Oznacza to znaczne wyhamowanie dynamiki z pierwszych trzech kwartałów. Przyczyną jest trudna sytuacja na Ukrainie i w Rosji, gdzie spadki sprzedaży sięgają odpowiednio 60% i 30%. Stoimy na stanowisku, że ubiegły rok będzie pod względem sprzedaży mimo wszystko nieznacznie lepszy od poprzedniego, natomiast dalszego spadku sprzedaży należy oczekiwać w 2009 roku. Należy też zaznaczyć, że część zanotowanego spadku sprzedaży wynika z ostrożnej polityki spółki w zakresie dostaw do klientów o trudnej sytuacji finansowej, co wobec sytuacji gospodarczej u naszych wschodnich sąsiadów jest naszym zdaniem dobrym posunięciem.



Komputronik (Akumuluj)

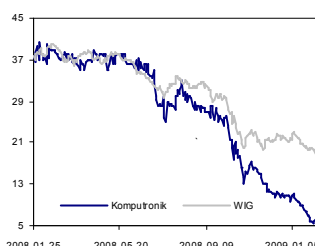
Cena bieżąca: 6 PLN

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	519,3	53,5%	773,9	49,0%	847,7	9,5%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	12,2	15,2	24,9%	16,3	7,3%	13,2	-19,2%	MC (cena bieżąca)	49,2
marża EBITDA	3,6%	2,9%		2,1%		1,6%		EV (cena bieżąca)	66,1
EBIT	11,3	13,5	19,2%	10,9	-18,9%	7,5	-31,8%	Free float	20,3%
Zysk netto	8,7	10,3	18,6%	7,6	-26,1%	4,5	-41,4%		
P/E	4,1	4,3		6,5		11,0		Zmiana ceny: 1m	-43,4%
P/CE	3,8	3,7		3,8		4,8		Zmiana ceny: 6m	-80,2%
P/BV	2,1	0,5		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-84,8%
EV/EBITDA	2,1	0,9		4,0		5,4		Max (52 tyg.)	40,5
Dyid (%)	0,7	1,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,6



Styczeń stał pod znakiem bardzo dużej przeceny akcji Komputronika. Notowania spółki obniżyły się w porównaniu do zamknięcia ubiegłego roku o 44,6%. W bieżącym miesiącu spółka pokaże wyniki finansowe czwartego kwartału, na których swoje piętno odcisnie słaba postawa Karen Notebook. Mimo słabszych wyników bieżąca wycena naszym zdaniem w pełni uwzględnia rozczarowanie przedsięwzięcznym okresem sprzedażowym, dlatego w okresie najbliższego miesiąca zalecamy przeważanie akcji Komputronika względem indeksu.

Metale



Kęty (Kupuj)

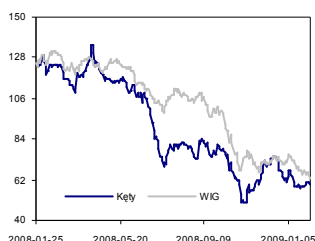
Cena bieżąca: 59,5 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 085,6	1 253,0	15,4%	1 145,0	-8,6%	1 369,6	19,6%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	154,1	194,0	25,9%	187,9	-3,2%	201,0	7,0%	MC (cena bieżąca)	548,9
marża EBITDA	14,2%	15,5%		16,4%		14,7%		EV (cena bieżąca)	904,7
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%	66,1	-32,4%	98,3	48,8%		
P/E	6,3	5,6		8,3		5,6		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	4,2	3,7		4,4		3,5		Zmiana ceny: 6m	-26,5%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-52,0%
EV/EBITDA	5,2	4,7		4,8		4,2		Max (52 tyg.)	134,8
Dyid (%)	6,7	6,7		7,6		7,8		Min (52 tyg.)	49,5



Podobnie jak dla większości spółek przemysłowych przed Kętami trudne – szczególnie pod względem wolumenów - kolejne miesiące. Osłabienie PLN w stosunku do Euro powoduje w spółce wystąpienie ujemnych różnic kursowych na pozycjach bilansowych. Z drugiej strony w dłuższej perspektywie będzie pozytywnie wpływało na poziom marży operacyjnej. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Obniżenie prognozy na 2008

Spółka poinformowała, że w związku z istotną rozbieżnością kursów walut (spółka ma kredyty walutowe: 23 mln kredytu w Euro, 5,5 mln w USD i 6,5 mln w CHF) założonych przez zarząd i podanych we wstępnej prognozie wyników za 4Q (22.12.2008) w stosunku do rzeczywistego wykonania, zarząd koryguje prognozę zysku netto na 2008 z 85 mln PLN do 65 mln PLN. Pozostałe pozycje wyników wynoszą odpowiednio: sprzedaż z 1 280 mln PLN do 1 165 mln PLN, EBITDA z 187 mln PLN do 189 mln PLN oraz EBIT z 127 mln PLN do 128 mln PLN. Wyniki na poziomie operacyjnym nie różnią się od prognozy przedstawianej przez zarząd pod koniec grudnia, a korekta dotyczy tylko działalności finansowej. Tym niemniej skala obniżki prognozy na tym poziomie (-12 mln PLN, prognoza roczna 77 mln PLN) jest dla nas zaskoczeniem, biorąc pod uwagę zmianę kursów walutowych (średnia ważona udziałem walut w kredycie to 3,9%). Na bazie naszych wyliczeń na długi różnica wynosi ok. 5-6 mln PLN a nie 12 mln PLN, co sugeruje, że spółka poniosła jeszcze inne koszty finansowe. Końcówkę roku traktujemy jako one-off, który będzie bardzo trudny również dla innych firm produkcyjnych. Przy obecnej cenie kluczem pozostaje ocena perspektyw w 2009 roku. Konsensus zakłada bardzo słabe pierwsze półrocze i poprawę w drugim. W całym 2009 spółce będzie pomagało osłabienie PLN, które obniżyło wynik 2008 na pozycjach bilansowych.



KGHM (Kupuj)

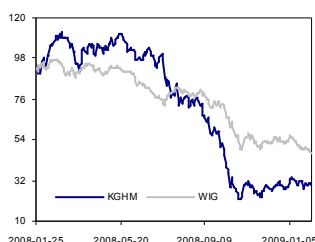
Cena bieżąca: 29 PLN

Cena docelowa: 49,2 PLN

Analitik: 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%	11 071,4	-9,1%	7 442,0	-32,8%	Liczba akcji (mIn)	200,0
EBITDA	4 646,5	5 034,0	8,3%	3 900,7	-22,5%	1 139,7	-70,8%	MC (cena bieżąca)	5 796,0
marża EBITDA	39,8%	41,3%		35,2%		15,3%		EV (cena bieżąca)	3 681,4
EBIT	4 302,2	4 682,0	8,8%	3 433,9	-26,7%	670,2	-80,5%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 504,6	3 799,0	8,4%	2 821,0	-25,7%	583,3	-79,3%		
P/E	1,7	1,5		2,1		9,9		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	1,5	1,4		1,8		5,5		Zmiana ceny: 6m	-61,6%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-69,0%
EV/EBITDA	0,8	0,7		0,9		3,5		Max (52 tyg.)	112,0
Dyid (%)	34,5	58,6		31,1		9,5		Min (52 tyg.)	21,4



W najbliższych tygodniach rynek miedzi powinien wejść w okres zwiększonych sezonowo zakupów, co powinno spowolnić wzrost zapasów, które na giełdach wzrosły do 550 tys. ton. To poziom nadal istotnie niższy niż w poprzednim cyklu gospodarczym, kiedy sięgały 1,5 mln ton. Podtrzymujemy opinię, że pomimo dalszego wzrostu zapasów (400 tys. ton) cena miedzi nie powinna spadać poniżej 3 000 USD/t. Gotówka i wartość pakietu w telekomach to 27 PLN na akcje, co ogranicza potencjał spadku kursu. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Kilkadziesiąt mln PLN zysku KGHM w 2009?

W serwisach informacyjnych ukazała się informacja stwierdzająca: „Budżet KGHM zakłada, że w 2009 zysk netto spadnie do kilkudziesięciu mln PLN - źródło zbliżone do spółki”. Przeprowadziliśmy rozmowę z przedstawicielami KGHM, którzy nie potwierdzili ani nie zaprzeczyli doniesieniom. Zaprzeczono natomiast jakoby osoby mające wgląd w budżet mogły przekazać informację o takiej treści. Budżet został przedstawiony RN na posiedzeniu 26 stycznia. Wg. naszych szacunków nie uwzględniając dywidendy od Polkomtela na wysokości ok. 350 mln PLN (w rachunek wyników 1 lub 2Q2009), przy relacji USD/PLN równiej 3,0 spółka musiałaby założyć średnioroczną cenę miedzi na poziomie 2 750 USD/t. Na chwilę obecną byłoby to założenie bardzo konserwatywne.

Zarząd przeciw podwyżkom płac

Zarząd KGHM nie zgadza się na zwiększenie wynagrodzeń w tym roku. Na razie jest to dopiero początek negocjacji ze związkami, a potrwają one do końca lutego. Przedstawiciele założy już zapowiadają walkę o podwyżki, a ich minimalny postulat to wzrost płac o 6,3%, co mogłoby kosztować Spółkę 90-100 mln PLN. W naszym modelu zakładamy 4% podwyżkę miesięcznego wynagrodzenia. Łączne koszty wynagrodzeń spadną jednak o 150 mln PLN w stosunku do 20-08 roku, co będzie efektem zmniejszenia wypłaty z tytułu premii rocznej – uzależnionej od zysku spółki.

Cuprum zbada niemieckie złoża, strategia Dialogu

KGHM Cuprum latem chce rozpocząć badanie złoża rud miedzi w niemieckiej Saksonii. Spółka musi jeszcze zakończyć prace nad dokumentacją (ma być gotowa w marcu), następnie złożyć wniosek o pozwolenie władz niemieckich na rozpoczęcie odwiertów oraz wyłonić w przetargu firmę, która je wykona. Telefonia Dialog liczy, że rada nadzorcza tej spółki przyjął strategię na lata 2009-2015. W październiku rada nadzorcza Dialogu pozytywnie zaopiniowała główne cele i kierunki strategii, zakładającej m.in. inwestycje rzędu 1,2 mld PLN w latach 2009-2015 oraz debiut na giełdzie i pozyskanie z emisji ok. 150 mln PLN.

Spada produkcja miedzi, KGHM wprowadza oszczędności

Zgodnie z najnowszymi szacunkami banku Macquarie produkcja miedzi rafinowanej w 2009 roku wyniesie 17,978 mln ton i będzie o blisko 0,5 mln ton mniejsza niż w 2008 roku. W przypadku produkcji górniczej, produkcja wyniesie 15,317 mln ton, tj. o 200 tys. ton w stosunku do roku 2008. W stosunku do szacunków ze stycznia 2008 roku produkcja miedzi w obu przypadkach w 2009 roku będzie o około 2 mln ton mniejsza niż zakładano. W styczniu i lutym KGHM ogłosił przetargi na kilkaset milionów PLN, których celem jest wyłonienie podmiotów odpowiedzialnych za różnego rodzaju dostawy do spółki. Celem nowego systemu zamówień są przede wszystkim oszczędności (200 mln PLN), ale też rozbićie tzw. lobby zakupowego oraz grup interesów dotyczących odpowiedzialnych za dostawy. Zarówno tendencja na rynku miedzi jak i działania zarządu oceniamy pozytywnie. Biorąc pod uwagę skalę wyłączeń produkcji nie oczekujemy istotnego spadku cen metalu od poziomu 3 100 USD/t.



Oczekiwanie dywidendowe

W mediach pojawiają się pierwsze spekulacje na temat wysokości dywidendy z KGHM. Oczekiwanie ankietowanych analityków opiewają na 1,4-1,8 mld PLN, tj. 7-9 PLN na akcję. Naszym zdaniem dywidenda będzie znacząco niższa i wyniesie 500 mln PLN, tj. 2,5 PLN na akcję, co implikuje yield brutto na poziomie 8,3%. Taki scenariusz mogłaby zmienić decyzja o sprzedaży udziałów w Polkomtelu jeszcze w 1H2009. Podtrzymujemy rekomendację kupna akcji spółki.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu

Dynamika produkcji budowlano-montażowej okazała się o 48,3% wyższa m/m i o 6,1% wyższa r/r. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa okazała się wyższa o 7,9% m/m i o 2% wyższa r/r. W efekcie całoroczny wzrost produkcji budowlano-montażowej wyniósł 15,3%.

Budownictwo mieszkaniowe

Rekord budowy mieszkań w 2008 szybko nie zostanie powtórzony

Ponad 165,8 tys. lokali zostało oddanych do użytku w 2008 roku, kolejne lata zapowiadają się jednak znacznie gorzej. Analitycy redNet szacują, że deweloperzy wstrzymali realizację 85% planowanych przez firmy projektów. Dyrektor CEE Property Group uważa, że rok 2010 może przynieść potężne załamanie, w przypadku mieszkań deweloperskich spadek może sięgnąć 50-80%. Jeśli rynek się nie zmieni, w 2010 roku oddane może być nawet mniej niż 100 tys. nowych mieszkań. Jacek Bielecki z Polskiego Związku Firm Deweloperskich uważa, że rok 2011 może przynieść nawet większe załamanie na rynku mieszkaniowym, ze względu na średni czas budowy wynoszący 2-3 lata.

W 2009 roku ruszy bardzo mało nowych budów mieszkań

W listopadzie inwestorzy rozpoczęli budowę 8,8 tys. mieszkań, w grudniu zaś 6,9 tys. (w 2007 roku było to odpowiednio 16 tys. i 10,5 tys.). Wstrzymanie nowych budów przez deweloperów bardzo widoczne jest na rynku warszawskim. W listopadzie rozpoczęto budowę 1,8 tys. mieszkań, w grudniu zaś jedynie 759.

Budownictwo przemysłowe

Napływ kapitału zagranicznego spadnie o 50%, czy tylko 2 mld PLN?

Zgodnie z oficjalną prognozą PALiZ, inwestycje o wartości 10 mld EUR mogą w tym roku napłynąć do naszego kraju. Jest to tylko o 2 mld EUR mniej niż w 2008 roku. Optymizmu Agencji nie podziela wielu ekonomistów i ekspertów. Trzech ekspertów z Deloitte, SGH i ABC Consulting prognozuje, że inwestycje zagraniczne mogą wynieść 5-6 mld EUR. Przedstawiciel SGH uważa, że inwestycje na świecie mogą spaść o 20%, w Polsce zaś ten spadek będzie większy, gdyż zaliczamy się do rynków wschodzących, ponadto, gwałtowne wahania kursów walutowych mogą zniechęcać inwestorów. Tak na prawdę jednak dokładniejsze szacunki będzie można dopiero przygotować po Q1 2009.

Budownictwo infrastrukturalne

Rosnący udział infrastruktury w portfelach spółek

40% zamówień PBG i Pol-Aqua to projekty „unijne”. Budimex planuje 70% przychodów czerpać z budownictwa infrastrukturalnego. W przypadku spółek do tej pory zajmujących się głównie usługami dla sektora prywatnego (deweloperów) udział ten również rośnie. 15% przychodów Erbudu generowanych jest w segmencie infrastrukturalnym, do końca roku zaś udział ten może wzrosnąć do 20-30%. Unibep pragnie, aby projekty infrastrukturalne wynosiły 17-25% przychodów, z czego drogowe 7-10%. Spółki podały publicznie wielkość portfela zamówień. W przypadku Budimexu jest to 3,7 mld PLN (rok temu: 3,3 mld PLN), w przypadku Pol-Aqua 1,3 mld PLN (rok temu: 0,97 mld PLN), w przypadku Polimexu 7 mld PLN (rok temu: 5,5 mld PLN), w przypadku Mostostal Warszawa 3 mld PLN (rok temu: 1,7 mld PLN), w przypadku PBG zaś 6 mld PLN (rok temu: 3 mld PLN).

Wybór wykonawcy i operatora odcinka A1 Stryków-Konotopa opóźni się

GDDKiA przedłużyła negocjacje z potencjalnym operatorem i wykonawcą odcinka autostrady A1 Stryków-Konotopa o miesiąc. O koncesję walczy Autostrada Mazowsze (Stalexport Autostrady) i Autostrada Południe (Cintra Concessionaires, Ferrovial Agroman, Budimex).

11 chętnych do nabycia PRK Kraków

Jedenaście firm odpowiedziało na zaproszenie do rokowań w sprawie prywatyzacji PRK Kraków. Są to KPBP Budus, Spitzke (Niemcy), KZN Biezanów, PBG, Polimex-Mostostal, Strabag, Aero 5, ZUEiK Grupa ZUE Kraków, Zelsys (Słowacja), Budimex Dromex oraz Trakcja Polska.

Elektrotim

Podtrzymane prognozy

Prezes spółki podtrzymał prognozy zakładające m.in. wypracowanie 9 mln PLN zysku netto.

Elektrotim ma kontrakt za 12,19 mln PLN brutto

Władze Katowic zleciły Elektrotimowi zaprojektowanie oraz wykonanie modernizacji instalacji oświetlenia dla katowickiego Spodka, największej w Polsce hali widowiskowo-sportowej. Prace mają być wykonane do 24 czerwca 2009 roku. Wartość kontraktu to około 10,5% przewidywanych przez nas przychodów Elektrotimu w 2009 roku.

Energoinstal

Duży portfel zamówień na rok 2009 i szansa na nowe zlecenia

Prezes Energoinstalu przyznaje, że w dziedzinie produkcji fabrycznej, portfel zamówień zapełniony jest w 80%, w montażach zaś w 100%. W dziedzinie generalnego wykonawstwa (przejęty Interbud-West), spółka ciągle szuka nowych zleceń. Zgodnie ze słowami prezesa, w zasięgu ręki znajdują się dwie umowy w Niemczech, oraz m.in. w Wielkiej Brytanii. Łączna wartość tych umów może wynieść nawet 100 mln PLN. Spółka pragnie umacniać działalność również na rynku polskim. Liczy na rozwój w zakresie kotłów do spalania śmieci. Energoinstal liczy na budowę przynajmniej jednej z 12 zaplanowanych spalarni. Wartość kontraktu to 300 mln PLN. Przetargi na spalarnie mają ruszyć w Q4 2009. Energoinstal rozmawia też o przebudowie kotłów węglowych na biomasę w elektrowniach. Wartość jednej takiej umowy może wynieść 100 mln PLN. Firma planuje kupić jedną lub dwie spółki montażowo-remontowe. Spółka planuje za 30 mln PLN rozbudować halę laserowych technik spalania, liczy w tym względzie na 8-10 mln PLN unijnych dotacji. Dotacje nie zostały przyznane w pierwszej puli, w związku z tym spółka złożyła odwołanie.

Energomontaż Południe

Pełny portfel zamówień na rok 2009

Prezes Energomontażu Południe twierdzi, że portfel zamówień na rok 2009 jest już pełny. Część umów przejdzie na rok 2010, na ten rok portfel sięga już 80 mln PLN. Spółka negocjuje nowe zlecenia, jednak jak na razie nie chce zdradzać szczegółów. Prezes podtrzymuje prognozy zwiększenia przychodów o 15% w 2009 roku, nie jest jednak pewien, czy spółka opublikuje na ten rok prognozę. Energomontaż Południe rozmawia z kilkoma spółkami w sprawie ewentualnych akwizycji. O finansowaniu akwizycji nie chce się na razie wypowiadać.

Mostostal Export

Nowy kontrakt rosyjski

Mostostal Export podpisał kontrakt z ZAO Karneol na prace budowlano-montażowe przy budowie budynku administracyjno-handlowego w Jekaterinburgu w Rosji. Wartość zlecenia to 16,5 mln EUR, czyli 71,5 mln PLN. Prace mają się zakończyć pod koniec 2010 roku.

Mostostal Zabrze

Obroty w wysokości 1,3 mld PLN w 2009 roku?

Zbigniew Opach, największy akcjonariusz spółki zapowiada, że tegoroczne obroty spółki wyniosą 1,3 mld PLN. Większa sprzedaż ma się przełożyć na wzrost marż, a w efekcie i zysków. Mostostal liczy na kontrakty z dziedziny energetyki, drogownictwa i stadionów. Portfel zleceń podmiotu dominującego w grupie na rok 2009 to 450 mln PLN (ponad dwukrotnie więcej niż w analogicznym okresie przed rokiem). Kontrakcja PRInż na rok 2009 wynosi 280 mln PLN. Spółka myśli o przejęciu kolejnego podmiotu drogowego, o obrotach przekraczających 100 mln PLN. Mostostal również liczy na kontrakty „stadionowe”, gdzie może wykazać się odpowiednim doświadczeniem (przebudowa stadionu w Frankfurtzie i Kapsztadzie).

Najkorzystniejsza oferta na budowę odcinka autostrady A1

Mostostal Zabrze w konsorcjum m.in. z Polimex Mostostal złożył za pomocą spółek zależnych najkorzystniejszą ofertę na budowę kilkukilometrowego odcinka autostrady A1 na Śląsku. Wartość części przypadającej na Mostostal Zabrze to 108 mln PLN, czyli około 11% przychodów możliwych do zrealizowania w 2008 roku.

Naftobudowa

Nie są znane jeszcze wyniki wyceny opcji

Prezes Naftobudowy przyznaje, że jest zadowolony z osiągniętych przez grupę wyników, jednak z braku ostatecznej wyceny opcji walutowych, nie pokusi się o dokonanie prognozy wyniku za Q4 2008. Za pomocą opcji walutowych spółka zabezpieczała jedynie rzeczywiste przepływy walutowe z realizowanych kontraktów budowlanych. W tym roku spółka nie spodziewa się marż, w stosunku do poziomów z 2008 roku. Na przyszły rok portfel zleceń jest wypełniony w połowie. Spółka odczuwa pogorszenie się klimatu inwestycyjnego. Brak finansowania może powodować opóźnienia w realizacji zamierzonych inwestycji.

Piecobiogaz

Korekta prognoz Piecobiogazu

Piecobiogaz, który spróbuje w lutym ponownie przeprowadzić ofertę publiczną, według opublikowanego aneksu do prospektu osiągnął w 2008 roku zysk netto w wysokości 6,2 mln PLN (prognoza: 9,6 mln PLN). Z 10,7 mln PLN do 11,4 mln PLN podwyższono natomiast szacunki zysku operacyjnego, przy niezmiennych oczekiwaniach odnośnie przychodów (120 mln PLN). Korekta wynika z nie wykazania w 2008 roku zakładanych przychodów ze sprzedaży mieszkań z inwestycji deweloperskiej w Grudziądzu (spółka przesunęła sprzedaż mieszkań na okres późniejszy). Piecobiogaz podwyższył prognozę na rok 2009. Spółka ma wygenerować 220 mln PLN przychodów (poprzednia prognoza: 200 mln PLN) oraz 17,2 mln PLN zysku netto (poprzednia prognoza: 16,3 mln PLN). Spółka realizuje obecnie 15 kontraktów o wartości 149 mln PLN.

Pol-Aqua

Zmiana na stanowisku prezesa

Nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa. P. Marka Stefańskiego, który przeszedł do rady nadzorczej, zastąpił p. Piotr Chełkowski, dotychczasowy członek zarządu i dyrektor Pionu Budownictwa Ogólnego (od września 2008). Pan Chełkowski od półtora roku pracuje w firmie Pol-Aqua, posiada jednak szerokie doświadczenie w zakresie branży budowlanej (wcześniej pełnił funkcję dyrektora Oddziału Inżynierii Środowiska w gdańskiej Hydrobudowie). Przez jakiś czas Pan Chełkowski będzie łączył funkcję prezesa z funkcją dyrektora Pionu Budownictwa Ogólnego. Prezes Stefański decyzję o odejściu ze stanowiska prezesa motywuje kwestiami zdrowotnymi i chęcią spędzenia więcej czasu z rodziną. W radzie nadzorczej pragnie zająć się formułowaniem strategii spółki, redukcją poziomu kosztów oraz akwizycją największych kontraktów budowlanych.

Plany na przyszłość

Pan Marek Stefański, główny akcjonariusz Pol-Aqua, zapowiada, że będzie dążyć do zwiększenia udziału w spółce do poziomu ponad 50% (obecnie posiada 46,7%). Na spotkaniu z analitykami dotychczasowy prezes zadeklarował także chęć wypłacania dywidendy z zysku od 2009 roku. Podtrzymany został plan zwiększenia przychodów spółki w 2009 roku o 25%. Obecnie portfel zamówień Pol-Aqua wynosi 1,3 mld PLN (rok temu: 900 mln PLN). Pol-Aqua uczestniczy w przetargach o łącznej wartości 7,5 mld PLN, z czego zdaniem prezesa 10-15% może znaleźć się w portfelu spółki.

Projprzem

Władze spółki nie tracą optymizmu

Prezes spółki przyznaje, że obecnie negocjowane są trzy znaczące umowy. Ich wartość sięga od kilkunastu do kilkudziesięciu mln PLN. Są to zlecenia eksportowe. Zgodnie ze słowami prezesa, spółka ma zapewniony portfel zleceń na pół roku. Nowa spółka Promstahl Polska będzie pod marką własną sprzedawała systemy przeładunkowe spółki na rynku polskim, rosyjskim i ukraińskim. Spółka liczy też na bardzo dobre wyniki za Q4 2008.

Rafako

Złożony wniosek o upadłość Elwo

Złożony został wniosek o upadłość Elwo. Bezpośrednią przyczyną ogłoszenia upadłości było zajęcie rachunków bankowych przez ING BŚ (na rachunkach znajdowało się 14 mln PLN w gotówce i papierach wartościowych). 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. Elwo zapewnia w związku z bankrutwem, że nie będzie przeprowadzać zwolnień i zrealizuje pozyskane kontrakty bez opóźnień.

Rafako być może otrzyma stocznnię i port na Krymie

Ukraiński sąd drugiej instancji przyznał spółce 11,5 mln USD odszkodowania od spółki Donieckoblenergo, w związku z brakiem wywiązania się jej z odbioru kotła energetycznego w latach 90-ych. Obecnie Rafako negocjuje ze spółką formę rozliczenia. Prezes Rafako liczy, że w ciągu kilku miesięcy spółka otrzyma gotówkę oraz być może stocznnię wraz z portem na Krymie. Spółka może przejąć hale produkcyjne, port, doki. Prezes Różacki przyznaje, że Rafako rozważy uruchomienie fabryki na Ukrainie.

Najlepsza cenowo oferta w przetargu za 300 mln PLN

Nieoficjalne źródła donoszą, że oferta Rafako okazała się najkorzystniejsza cenowo w przetargu na budowę instalacji odsiarczania dla Elektrowni Dolna Odra. Wartość przetargu to około 300 mln PLN (26% prognozowanych na ten rok przychodów spółki). Prezes przyznał, że portfel spółki jest pewny, zaś Rafako czeka na rozstrzygnięcie jeszcze kilku dużych przetargów.

Niepewna sytuacja akcjonariatu spółki

Sąd prowadzący postępowanie upadłościowe Elektrimu po raz drugi odroczył rozprawę mającą rozstrzygnąć, czy zgłoszenie Laris Investments (52,8 mln PLN) ma widnieć na liście wierzycieli. Zarządca umieścił ją, ale potem wystąpił do sądu o uznanie za bezskuteczną umowy pożyczki (podstawa wierzycielności), której firma ta udzieliła Elektrimowi (objął za nią prawa poboru akcji Rafako, pożyczki nie spłacił), a Laris Investments przejęła akcje. Vivendi, Concond Trust, Skarb Państwa i Law Debenture Trust dowodzą, że pożyczka od Laris była pozornym działaniem i Elektrim jej nie potrzebował. Podejrzewają, że Laris udał, że nie może odzyskać pieniędzy i w efekcie wyprowadził akcje Rafako.

Remak**Pełny portfel zamówień wpływa na wzrost zatrudnienia**

Remak zatrudnia nowych pracowników, portfel zamówień ma zaś zapełniony na półtora roku (ponad 200 mln PLN). Ten rok zaczyna się dla spółki bardzo dobrze (prowadzone są prace przy montażu sześciu dużych kotłów oraz szeregu mniejszych). Prezes Remaku spodziewa się, że wyniki Q4 2008 powinny pozytywnie zaskoczyć inwestorów. Ze względu na dużą liczbę kontraktów spółka zwiększa zatrudnienie, które już w ubiegłym roku wzrosło z 700 do 800 osób. Firma nie zawierała transakcji opcyjnych mających na celu zabezpieczenie kursu walutowego, nie stosowała też innych zabezpieczeń kursowych. Dopiero teraz prezes zapowiada zastosowanie zabezpieczeń kursowych. Według harmonogramów zatwierdzonych przez elektrownie, do 2015 roku spółka oczekuje około 50 mld EUR inwestycji w energetyce w Europie, z czego Remak może zakontraktować 3-4% (1,5-2 mld EUR). Zarząd nie dostrzega spowolnienia inwestycji w związku z kryzysem na rynkach finansowych. Remak zapowiada też zacieśnienie współpracy z Mostostalem Warszawa w realizacji kontraktów.

Żurawie Wieżowe**Coraz bliżej przejęcia Grohmann**

Z informacji prasowych wynika, że Żurawie Wieżowe mogą w najbliższych dniach otrzymać wyłączność na zakup 100% udziałów w niemieckiej firmie Grohmann. Żurawie liczą, że sfinansują przejęcie z planowanej emisji do 36,6 mln akcji. Spółka liczy na pozyskanie z rynku przynajmniej 50 mln PLN. Firma planuje sprzedać nowe akcje po cenie zbliżonej do obecnej ceny rynkowej lub nawet wyższej. Grohmann również zajmuje się dzierżawą dźwigów budowlanych. Spółka działa we wschodnich Niemczech i w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. W 2007 roku zatrudniała 400 osób, a jej przychody wyniosły około 55 mln EUR. Zysk operacyjny przekroczył wówczas kilkanaście mln PLN. Za akwizycją przemawia fakt, że zwiększyłaby ona przychody spółki kilkukrotnie, przy podwyższeniu kapitału jedynie o 75%.



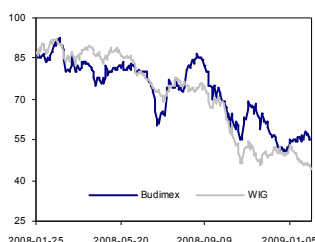
Budimex (Kupuj)

Cena bieżąca: 55,5 PLN Cena docelowa: 80 PLN

Analitik: 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%	194,3	276,2%	141,3	-27,3%	MC (cena bieżąca)	1 415,6
marża EBITDA	1,0%	1,7%		5,8%		3,7%		EV (cena bieżąca)	1 153,9
EBIT	9,9	28,0	182,2%	175,1	524,4%	121,7	-30,5%	Free float	26,7%
Zysk netto	3,9	15,1	286,9%	93,1	517,9%	109,8	17,9%		
P/E	363,5	94,0		15,2		12,9		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	56,4	36,6		12,6		10,9		Zmiana ceny: 6m	-26,0%
P/BV	2,7	2,6		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-35,1%
EV/EBITDA	37,3	22,8		5,9		7,6		Max (52 tyg.)	93,0
Dyid (%)	0,0	0,0		1,8		3,5		Min (52 tyg.)	50,7



Podtrzymujemy naszą rekomendację i cenę docelową. Sądzymy, że czynnikami wpływającymi na pozytywne zachowanie kursu w trakcie najbliższych miesięcy może być podpisanie kontraktu budowlanego na realizację prac w ramach budowy odcinka A1 Stryków-Pyrzowice (wstępne założenia umowy koncesyjnej zakładają zlecenie Budimexowi prac o wartości 3,4 mld PLN). Przewidujemy również, że pomimo strat na wycenie instrumentów pochodnych zabezpieczających przyszłe przepływy z kontraktów denominowanych w EUR, wynik Q4 2008 może zaskoczyć pozytywnie. W kolejnych kwartałach spodziewamy się bardzo dobrych wyników, ze względu na połączenie charakterystyki kontraktów Budimexu (dużo zleceń o długim terminie realizacji) ze spadkiem kosztów wynagrodzeń, materiałów i usług obcych. Naszym zdaniem spowoduje to konieczność podwyższenia budżetowanej przez spółkę rentowności wielu realizowanych kontraktów budowlanych, a w efekcie na wykazanie znacznie większej rentowności w 2009 roku niż obecnie przez nas prognozowana. Po wynikach kwartalnych przeprowadzimy rewizję prognoz.

Otrzymanie koncesji na budowę i eksploatację odcinka autostrady A1

Autostrada Południe otrzymała koncesję na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice. Koncesja obejmuje odcinek autostrady o długości 180 km, oddanie do użytku autostrady wyznaczono na 31 maja 2012, z zastrzeżeniem, że odcinek Rząsawa-Pyrzowice o długości 55,5 km zostanie oddany nie później niż 60 miesięcy od dnia podpisania umowy. Podpisana umowa zawiera warunek zawieszający ją do czasu pozyskania przez Autostradę Południe pełnego finansowania inwestycji. W trakcie pierwszych 12 miesięcy spółka ma przygotować projekt budowlany, uzyskać pozwolenie na budowę i wykonać przygotowawcze prace budowlane. Roboty kontraktowe szacowane na 1,7 mld EUR Autostrada Południe zamierza powierzyć spółkom Budimex oraz Ferrovial Agroman.

Wstępne ustalenia w sprawie budowy odcinka A1

Wraz z podpisaniem umowy koncesyjnej, zaczęły obowiązywać wstępne ustalenia dotyczące kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice. Przewidują one łączną wartość prac w wysokości 6,728 mld PLN, z czego 50% przypadnie na Budimex, 50% zaś na Ferrovial Agroman. Wynagrodzenie jest ryczałtowe z możliwością indeksacji o wskaźnik CPI.

Budowa w Dolinie Rospudy zostaje wstrzymana, Budimex naliczy kary

GDDKiA odstąpiła od zawartej 2 lata temu umowy z Budimexem Dromexem na budowę obwodnicy Augustowa ze względu na „interes publiczny”. Wartość umowy wówczas ustalono na 359,8 mln PLN, z czego spółka wykonane prace wyceniła na 92 mln PLN. Rzecznik Budimexu zapewnia, że niemal cała kwota została już zapłacona przez GDDKiA, a wartość kontraktu od dłuższego czasu nie była ujmowana w portfelu zamówień spółki. Budimex Dromex uznał, że GDDKiA nieskutecznie odstąpiła od umowy budowy obwodnicy Augustowa powołując się na interes publiczny. Tłumaczy to uchyceniem pozwolenia na budowę, którego przedstawienie było w gestii inwestora. Umowa opiewała na 360 mln PLN netto i przewidywała kary w wysokości 10% wartości kontraktu. Zaspokojenie żądań Budimexu zwiększyłoby wynik finansowy o 36 mln PLN.

Nowy kontrakt budowlany

Budimex Dromex podpisał z GDDKiA kontrakt na prace drogowe o wartości 122,6 mln PLN. Termin zakończenia realizacji prac to luty 2011 roku.

Zawarcie umowy o współpracy z bankami przy sprzedaży mieszkań

Budimex Nieruchomości podpisał umowy o współpracy przy udzielaniu kredytów hipotecznych z trzema bankami: PKO BP, Multibankiem oraz Nordea Bankiem.



Elektrobudowa (Kupuj)

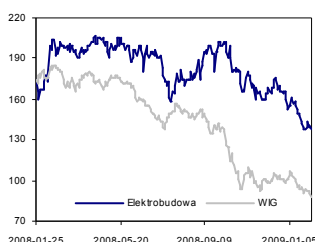
Cena bieżąca: 137 PLN

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%	835,0	22,9%	876,9	5,0%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	28,2	49,6	75,8%	83,1	67,5%	70,2	-15,5%	MC (cena bieżąca)	650,4
marża EBITDA	6,0%	7,3%		10,0%		8,0%		EV (cena bieżąca)	603,8
EBIT	23,5	44,2	87,9%	75,4	70,4%	63,8	-15,4%	Free float	39,1%
Zysk netto	15,4	34,7	125,2%	64,8	86,8%	57,9	-10,6%		
P/E	37,5	16,7		10,0		11,2		Zmiana ceny: 1m	-10,5%
P/CE	28,8	14,4		9,0		10,1		Zmiana ceny: 6m	-20,9%
P/BV	6,4	5,2		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	-17,0%
EV/EBITDA	20,6	11,7		7,3		8,2		Max (52 tyg.)	207,0
Dyid (%)	1,0	1,5		3,3		2,9		Min (52 tyg.)	137,0



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. 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 elektroinstalacyjnych (tzw. segment przemysłu, 30-35% przychodów spółki). Ze względu na eksport produktów spółki, głównie do Rosji, dostrzegamy pozytywny średniookresowy efekt polegający na dużym wzroście konkurencyjności wyrobów Elektrobudowy (przychody są denominowane w USD i zabezpieczane instrumentami pochodnymi).

Prognozy na rok 2008 mogą zostać przekroczone

Zarząd spółki deklaruje, że prognozy za rok 2008 zostaną wykonane, mogą nawet zostać przekroczone. Spółka prognozuje 840 mln PLN przychodów i 57 mln PLN zysku netto. Prawdopodobnie w marcu Elektrobudowa opublikuje prognozę na rok 2009. Prezes Elektrobudowy nie spodziewa się istotnych zmian w strukturze sprzedaży w 2009 roku. Spaść może jedynie udział segmentu wytwarzania energii, ze względu na mniejszą liczbę realizowanych inwestycji. Prezes deklaruje, że spółka nie zaprzestanie przejmowania innych podmiotów, w najbliższym czasie jednak nie spodziewałby się nowych transakcji. Podtrzymał także plan wypłaty dywidendy za rok 2008 (w zeszłym roku było to 2,5 PLN na akcję).

Nowy kontrakt za 35,6 mln PLN

Elektrobudowa podpisała kontrakt na montaż urządzeń i instalacji elektrycznych w Elektrowni Bełchatów za 35,6 mln PLN. Prace potrwają do 2010 roku.



Erbud (Kupuj)

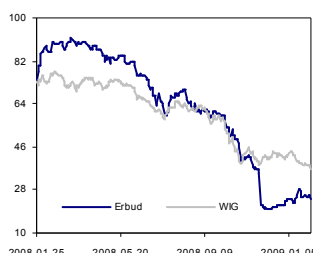
Cena bieżąca: 24,5 PLN

Cena docelowa: 31,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	426,2	663,1	55,6%	983,5	48,3%	915,1	-7,0%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	26,6	34,6	30,1%	67,0	93,5%	46,0	-31,3%	MC (cena bieżąca)	308,0
marża EBITDA	6,2%	5,2%		6,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	267,0
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	12,2	9,7		33,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	11,5	9,1		20,6		7,6		Zmiana ceny: 6m	-63,7%
P/BV	6,0	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-69,5%
EV/EBITDA	8,2	6,9		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	91,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Uważamy, że pomimo przewidywanego zaostrzenia konkurencji w zakresie budownictwa kubaturowego i spadku produkcji budowlano-montażowej w segmencie, wycena Erbudu jest atrakcyjna. Sądzymy, że w najbliższym czasie Erbud będzie w stanie pozyskać nowe kontrakty, co może pozwolić w 2009 roku na realizację wyników finansowych lepszych niż założone w naszych prognozach.

Zysk w 2009 roku wyniesie nawet 45 mln PLN?

Prezes Dariusz Grzeszczak przyznał w wywiadzie, że jeśli przychody w 2009 roku będą takie jak w roku 2008, to spółka ma szansę na wypracowanie zysku w wysokości nawet 5 razy większej niż ten prognozowany na rok 2008 (9 mln PLN). Spółka szacuje, że w 2009 roku sprzedaż mieszkań na rynku toruńskim i bydgoskim może spaść o 20-25%. Zarząd pragnie, aby spółka rozwijała się w tempie o 10-15% wyższym od rynku. Portfel zamówień wynosi 610 mln PLN (rok temu: 700 mln PLN), co wynika z braku zleceń w segmencie inżynieryjnym. Spółka składa obecnie dwie oferty na mosty i drogi na łącznie 50-100 mln PLN. Rozstrzygnięcia można spodziewać się pomiędzy marcem a majem 2009 roku. Spółka chce złożyć także ofertę na budowę portu gazowego w Świnoujściu. Erbud posiada referencje z tej dziedziny, firma pozyskała je na rynkach zagranicznych. Rozstrzygnięcie przetargu może nastąpić jeszcze w tym roku, wartość kontraktu może sięgnąć 100-200 mln EUR. W styczniu ma również zapaść decyzja budowy dwóch farm wiatrowych za 30 mln PLN. Zarząd i główni udziałowcy rozważają w najbliższym czasie zwiększenie zaangażowania w kapitale spółki.



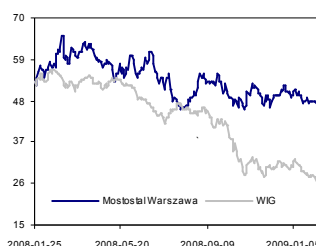
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 47,1 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%	152,6	94,5%	153,0	0,3%	MC (cena bieżąca)	942,0
marża EBITDA	3,4%	4,1%		7,1%		6,2%		EV (cena bieżąca)	724,5
EBIT	21,2	58,9	178,0%	129,7	120,3%	129,3	-0,3%	Free float	18,7%
Zysk netto	17,0	52,9	211,7%	103,5	95,5%	102,9	-0,6%		
P/E	47,2	17,8		9,1		9,2		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	22,0	13,0		7,5		7,4		Zmiana ceny: 6m	0,6%
P/BV	3,6	3,3		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	-15,7%
EV/EBITDA	17,9	9,7		4,7		4,5		Max (52 tyg.)	65,5
Dyid (%)	0,0	0,1		0,0		5,1		Min (52 tyg.)	45,7



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Portfel zamówień spółki pokrywa około 90% prognozowanych na rok 2009 przychodów. 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. 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. Wynik Q4 2008 pozostaje pod znakiem zapytania, ze względu na brak pewności jakie zasady księgowe spółka zastosuje przy wycenie instrumentów pochodnych.

Najkorzystniejsza oferta w przetargu na wrocławski stadion

Oferta konsorcjum Mostostalu Warszawa została uznana za najkorzystniejszą w przetargu na budowę stadionu we Wrocławiu. W skład konsorcjum wchodzi także firmy J&P Avax, WPBP Wroble, Modern Construction Design. Konsorcjum zaoferowało cenę 598,1 mln PLN netto. Cena jest wyższa od kosztorysu inwestora (520 mln PLN), w związku z tym ostateczna decyzja będzie należała do prezydenta Wrocławia (jeśli miasto nie zechce się dołożyć do budowy stadionu, trzeba będzie rozpiąć kolejny przetarg). Budowa obiektu ma się zakończyć najpóźniej w grudniu 2010 roku. Oferta konsorcjum, w skład którego wchodzi Budimex opiewała na 618,9 mln PLN netto, zaś konsorcjum z udziałem PBG na 768 mln PLN netto. Budimex złożył protest w sprawie rozstrzygnięcia przetargu, ostateczny wynik postępowania przetargowego jest więc niepewny.

Mostostal nie zbuduje centrum handlowego za 234,9 mln PLN

Mostostal Warszawa odstąpił od realizacji kontraktu na budowę obiektu handlowego Centrum Wielofunkcyjne Wzgórze Gdynia. Odstąpienie związane jest z brakiem pozyskania przez inwestora (Wzgórze Gdynia) finansowania. Za wykonane prace inwestor ma zapłacić na podstawie kosztorysu. Wartość utraconego kontraktu to 9,5% prognozowanych przychodów na rok 2009. Spółka od dłuższego czasu nie ujmowała tego kontraktu w portfelu zleceń.

Umowa faktoringowa

Mostostal Warszawa zawarł umowę faktoringową z BZ WBK Faktor, na mocy której spółce przyznany został limit na usługi faktoringowe w wysokości 50 mln PLN.



PBG (Akumuluj)

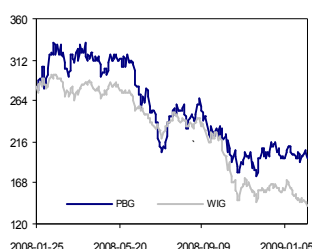
Cena bieżąca: 196 PLN

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%	2 150,0	56,2%	2 911,9	35,4%	Liczba akcji (mIn)	13,4
EBITDA	88,5	138,2	56,1%	261,3	89,1%	378,9	45,0%	MC (cena bieżąca)	2 632,3
marża EBITDA	13,1%	10,0%		12,2%		13,0%		EV (cena bieżąca)	2 969,6
EBIT	72,0	109,4	52,0%	227,2	107,7%	344,6	51,7%	Free float	53,0%
Zysk netto	52,2	102,1	95,6%	157,8	54,6%	234,7	48,8%		
P/E	45,2	25,8		16,7		11,2		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	34,3	20,1		13,7		9,8		Zmiana ceny: 6m	-21,0%
P/BV	6,4	3,5		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	-32,6%
EV/EBITDA	30,5	21,6		11,4		8,0		Max (52 tyg.)	331,0
Dyid (%)	0,0	0,1		0,0		4,2		Min (52 tyg.)	175,3



Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Ponad 90% przychodów 2009 roku jest już pokrytych posiadanym przez spółkę portfelem zamówień. 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-jej linii warszawskiego metra, w którym spółka pragnie wziąć udział i ma ku temu stosowne referencje. Zgodnie z informacją pozyskaną ze spółki, PBG nie zastosuje rachunkowości zabezpieczeń w przypadku trzech kontraktów, których zaawansowanie nie przekracza 1%. W efekcie, można spodziewać się straty na wycenie instrumentów pochodnych na kwotę 25 mln PLN, która będzie kompensowana dodatkowym zyskiem na wycenie w wysokości 9 mln PLN (zabezpieczenie pozycji kosztowych). Strata na 25 mln PLN zostanie wykazana w Hydrobudowie 9. W efekcie, wynik netto wyniesie około 148 mln PLN, nie zaś jak pierwotnie prognozowaliśmy 157,8 mln PLN.

Aurelian nie poprzestanie na zainwestowaniu 300-400 mln EUR

Brytyjska spółka Aurelian Oil & Gas, nie poprzestanie na zainwestowaniu 300-400 mln EUR (1,3-1,7 mld PLN) na poszukiwanie i wydobywanie gazu w Wielkopolsce. Spółka zapowiada realizację kolejnych projektów w Polsce, nie chce jednak zdradzać szczegółów. Spółka posiada koncesję na poszukiwanie ropy i gazu na zachodzie Polski, w rejonie Kalisza, Poznania oraz w Bieszczadach. Aurelian planuje rozpocząć wiercenia w rejonie Wielkopolski na przełomie Q2 i Q3 2009, wydobywanie zaś ma ruszyć w 2010 roku. PBG wcześniej zapowiadało możliwość pozyskania kontraktów od Aurelian Oil & Gas.



Polimex Mostostal (Kupuj)

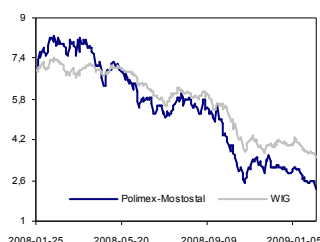
Cena bieżąca: 2,3 PLN

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%	4 200,7	12,9%	5 002,2	19,1%	Liczba akcji (mIn)	476,7
EBITDA	129,7	205,4	58,4%	295,9	44,0%	325,8	10,1%	MC (cena bieżąca)	1 087,0
marża EBITDA	5,2%	5,5%		7,0%		6,5%		EV (cena bieżąca)	1 707,1
EBIT	98,5	160,4	62,8%	233,4	45,5%	259,6	11,2%	Free float	58,8%
Zysk netto	62,6	100,1	59,9%	125,4	25,3%	156,0	24,4%		
P/E	17,2	10,9		8,7		7,0		Zmiana ceny: 1m	-25,2%
P/CE	11,5	7,5		5,8		4,9		Zmiana ceny: 6m	-61,0%
P/BV	3,0	1,1		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-70,2%
EV/EBITDA	9,7	7,7		5,8		5,6		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	0,6	0,8		0,4		0,0		Min (52 tyg.)	2,3



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Nie dostrzegamy potrzeby rewizji prognoz na rok 2009, pomimo konieczności rewizji w poszczególnych segmentach. Sądzymy, że przychody w segmencie konstrukcji stalowych mogą być niższe, niż pierwotnie przez nas prognozowane, co związane jest ze spadkiem cen stali o blisko 40% w ostatnich miesiącach (50% udziału w koszcie wykonania konstrukcji). Zakładaliśmy, że spadek cen stali w tej wysokości będzie trwał przez cały rok 2009. Oslabienie PLN względem koszyka EUR-USD pozytywnie wpływa na konkurencyjność wyrobów Polimexu na rynkach eksportowych (90% konstrukcji stalowych jest eksportowane). Ponadto, spółka posiada realne plany na znalezienie nowych odbiorców dla swoich produktów. Oczekujemy wzrostu rentowności w segmencie energetycznym i infrastrukturalnym. W efekcie spadku dynamiki wynagrodzeń oraz korekty cen materiałów i usług obcych, przewidujemy także poprawę wyników w segmencie budownictwa. Polimex najprawdopodobniej zastosuje rachunkowość zabezpieczeń, w efekcie nasza prognoza wyników zostanie wykonana.

Zysk w 2008 roku sięgnie 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). Spółka zapowiedziała też przejęcie kolejnej firmy energetycznej za 2,85 mln PLN. Portfel zamówień spółki nadal przekracza 7 mld PLN.

Sytuacja w segmencie produkcyjnym

Prezes Jaskóła przyznaje, że spółka zauważyła spadek popytu na usługi cynkownicze oraz konstrukcje stalowe za granicą (ponad 80% wyrobów jest eksportowane). W Q1 2009 w porównaniu do roku ubiegłego spadek podaży materiałów do ocynkowania wyniósł 15-20%. Przychody z usług cynkowania stanowią około 3% przychodów grupy, charakteryzują się jednak bardzo dużą rentownością. W połowie roku ma zostać ukończona nowa ocynkownia, co zwiększy potencjał produkcyjny o około 25%. W celu zapewnienia zakładowi zleceń Polimex Mostostal planuje z inwestorem zagranicznym utworzyć joint-venture, które miałyby się zająć produkcją barier drogowych. Wyroby byłyby cynkowane w zakładach Polimexu. Na portfel zleceń ocynkowni pozytywnie wpłynie także otwarcie nowej wytwórni konstrukcji stalowych i krat podestowych (popyt wewnątrz grupy). O 100% większych zamówień można spodziewać się także od spółki Valmont w związku z rozbudową zakładu produkcji masztów oświetleniowych.

Plany Polimexu w pozostałych segmentach

W 2009 roku największe kontrakty, na jakie liczy Polimex, mają pochodzić z branży energetycznej, w tym z budowy nowych bloków i instalacji odsiarczania. Spółka pragnie zrestrukturizować potencjał wykonawczy i projektowy w segmencie energetycznym. Pozwolić to może na samodzielne prowadzenie inwestycji polegających na budowie nowych bloków energetycznych (wartość każdej z inwestycji to 1-2 mld PLN). Restrukturyzacja ma na razie dotyczyć zmian organizacyjnych w poszczególnych firmach, nie zaś powiązań kapitałowych między nimi. Prezes Jaskóła szacuje, że w 2008 roku przychody z kolejnictwa wyniosą 300 mln PLN, w 2009 roku zaś mają sięgnąć 500 mln PLN. Sprzedaż w zakresie budownictwa drogowego również może wzrosnąć, ze względu na przewidywane rozstrzygnięcie przetargu na budowę odcinka autostrady A1 na Górnym Śląsku.



Trakcja Polska (Kupuj)

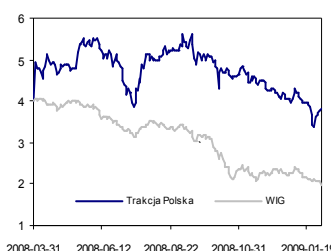
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 6 PLN

Analityk: 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%	801,2	23,9%	1 007,8	25,8%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	16,8	35,6	112,4%	60,9	71,0%	82,8	36,0%	MC (cena bieżąca)	608,4
marża EBITDA	4,6%	5,5%		7,6%		8,2%		EV (cena bieżąca)	450,2
EBIT	12,1	29,6	145,1%	53,0	79,3%	70,0	32,0%	Free float	38,8%
Zysk netto	11,5	29,6	158,6%	55,8	88,3%	67,2	20,3%		
P/E	43,1	16,7		10,9		9,1		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	30,6	13,9		9,6		7,6		Zmiana ceny: 6m	-23,7%
P/BV	4,1	3,4		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	21,4	12,0		7,4		4,2		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Podtrzymujemy rekomendację kupuj, w oczekiwaniu na stopniową poprawę wyników w kolejnych latach, na skutek rosnących budżetów inwestycyjnych PKP PLK. Pozytywnym czynnikiem mogącym wpłynąć na istotną poprawę wyników i podniesienie prognoz (wzrost przychodów o 30%, duży wzrost rentowności) może być rozstrzygnięcie na korzyść spółki przetargu na budowę LCS Działdowo. Przypominamy, że oferta Trakcji okazała się najdroższa (cena wyższa o 20% niż najniższa oferta), jednak ze względu na najkrótszy czas wykonania prac uzyskała najwięcej punktów. Szansę na rozstrzygnięcie sprawy na korzyść Trakcji oceniamy na 50%. W przypadku braku pozyskania tego kontraktu, spodziewamy się, że Trakcja przyspieszy realizację budowy trzech stacji, w związku z tym portfel zamówień na ten rok wzrośnie do 750 mln PLN (wyłączając nowy potencjalny kontrakt PRKił w konsorcjum z innymi firmami na 167,2 mln PLN).

Oferty cenowe w przetargu na LCS Działdowo

16 stycznia 2009 roku, miało miejsce „otwarcie kopert” w przetargu na budowę LCS Działdowo. Wszystkie oferty cenowe okazały się wyższe niż przewidziany kosztorys inwestycyjny. Trakcja Polska złożyła najdroższą ofertę, jednak ze względu na najkrótszy przewidziany czas realizacji prac zdobyła najwięcej punktów. Trakcja Polska startowała w konsorcjum z PRKił (spółka zależna), PRK 7 (spółka zależna) oraz PRK Kraków. Oferta Trakcji opiewa na 430,4 mln EUR netto (1 787,1 mln PLN przy kursie EUR/PLN = 4,1522). Całość przychodów z realizacji kontraktu znalazłaby się w rachunku zysków i strat spółki. Spodziewamy się, że w najbliższym czasie może zapaść decyzja odnośnie wyboru najkorzystniejszej oferty (liczba punktów przemawia na korzyść Trakcji Polskiej) lub powtórzenia procedury przetargowej (przekroczenie kosztorysu inwestorskiego). Szansę na wybór oferty Trakcji Polskiej, a w efekcie podpisanie przez spółkę kontraktu na budowę LCS Działdowo, oceniamy na 50% (ponowne rozpięcie przetargu wiązałoby się ze znacznymi opóźnieniami w realizacji budżetu, ze względu na opóźnienia w realizacji planów inwestycyjnych, ostatnio przeprowadzono zmiany w zarządzie PKP PLK).

Skutek przesunięcia terminu realizacji kontraktu

Trakcja Polska deklaruje, że będzie w stanie przyspieszyć realizację kontraktu na budowę trzech stacji (Legionowo, Nowy Dwór Mazowiecki, Modlin). W efekcie, portfel zamówień na rok 2009 wzrósłby z 500 mln PLN do 750 mln PLN. Efektem przesunięcia realizacji prac byłaby również wyższa możliwa do uzyskania rentowność (niższe koszty przyspieszonej realizacji). Ponadto sądzimy, że wyższy portfel zamówień na rok 2009 może skutkować podjęciem przez spółkę agresywniejszej gry cenowej w przypadku akwizycji nowych kontraktów. W efekcie spodziewamy się, że Trakcja Polska może ofertować z wysokimi cenami, co w wypadku zwycięstwa w przetargu zagwarantuje bardzo dobre marże na kolejne kwartały i lata.

Wybór oferty

PKP PLK wybrał ofertę konsorcjum PRKił (spółka zależna), PRKił Infrakol (spółka niezależna) oraz PRK Kraków (spółka niezależna) jako najkorzystniejszą w przetargu na roboty kolejowe o wartości 167,2 mln PLN netto.



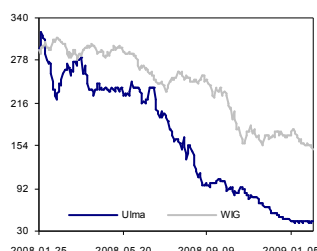
Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

Cena bieżąca: 44,1 PLN Cena docelowa: 76,3 PLN

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	154,3	222,6	44,3%	249,5	12,1%	261,4	4,8%	Liczba akcji (mIn)	5,3
EBITDA	74,7	108,5	45,3%	96,1	-11,4%	104,9	9,2%	MC (cena bieżąca)	231,8
marża EBITDA	48,4%	48,7%		38,5%		40,1%		EV (cena bieżąca)	417,9
EBIT	45,6	66,6	46,0%	46,5	-30,2%	49,8	7,1%	Free float	24,5%
Zysk netto	32,9	50,9	54,6%	30,4	-40,3%	27,9	-8,2%		
P/E	6,5	4,6		7,6		8,3		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	3,5	2,5		2,9		2,8		Zmiana ceny: 6m	-71,9%
P/BV	2,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-86,0%
EV/EBITDA	4,2	2,7		4,3		4,2		Max (52 tyg.)	314,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,1



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, w oczekiwaniu na wyniki Q4 2008. Nadal przewidujemy spadek cen dzierżawy w zakresie prostych szalunków (kurczenie się rynku mieszkaniowego, 30% szalunków Ulmy to sprzęt prosty). Nie przewidujemy korekty cen dzierżawy w górę w 2009 i 2010 roku. Sądzymy, 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. Na nieznaczną poprawę sytuacji spółki na rynkach eksportowych może wpłynąć osłabienie się PLN, przy czym jest to kompensowane gorszymi perspektywami po stronie popytu.

Ulma nie opublikuje prognoz na rok 2009

Prezes Ulma Construcción Polska przyznał, że ze względu na wyjątkową zmienność sytuacji w branży spółka nie pokusi się o opublikowanie prognozy wyników finansowych na rok 2009. Ulma nadal odczuwa znaczne spowolnienie sprzedaży, głównie w segmencie mieszkaniowym. Prezes Kozłowski liczy, że pozytywnym czynnikiem dla rozwoju firmy mogą być inwestycje infrastrukturalne. Informuje także, że wiadomości napływające z Ukrainy nie są ostatnio najlepsze.



Unibep (Kupuj)

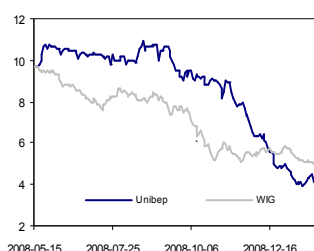
Cena bieżąca: 4,1 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	205,2	407,5	98,6%	520,0	27,6%	564,6	8,6%	Liczba akcji (mIn)	33,9
EBITDA	4,2	16,7	299,7%	35,1	109,8%	31,9	-9,4%	MC (cena bieżąca)	139,8
marża EBITDA	2,0%	4,1%		6,8%		5,6%		EV (cena bieżąca)	101,2
EBIT	3,5	15,8	349,9%	33,0	109,0%	27,9	-15,3%	Free float	23,0%
Zysk netto	2,1	11,7	448,0%	26,5	125,4%	22,3	-15,8%		
P/E	52,3	9,5		5,3		6,3		Zmiana ceny: 1m	-14,2%
P/CE	39,7	8,8		4,9		5,3		Zmiana ceny: 6m	-59,6%
P/BV	21,2	6,8		1,4		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	27,5	5,9		2,9		4,4		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,3	0,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,9



W związku ze spadkiem ceny rynkowej podwyższamy rekomendację do kupuj. W porównaniu do konkurencyjnych, pozycja Unibepu jest stosunkowo komfortowa. Uwzględniając wybór oferty Unibepu na wykonanie prac w Filharmonii i Operze Podlaskiej na 60 mln PLN, 80% prognozowanych przychodów na rok 2009, z wyłączeniem działalności produkcyjnej, drogowej i deweloperskiej, jest już zabezpieczone pozyskanymi kontraktami. W najbliższym czasie spodziewamy się podpisania kolejnych nowych kontraktów, w związku z tym pomimo zagrożeń w segmencie kubaturowym spodziewamy się pełnego zapalenia portfela zamówień na rok 2009. Portfel zleceń na rok 2010 wynosi obecnie około 58% prognozowanych przychodów na ten rok.

Wybór oferty na dokończenie Opery i Filharmonii Podlaskiej

Zarząd Województwa Podlaskiego zaakceptował postanowienia komisji przetargowej w zakresie wykonania prac wykończeniowych na obiekcie Opery i Filharmonii Podlaskiej. Wartość zlecenia pozyskanego przez Unibep to około 60 mln PLN brutto (10,6% przychodów prognozowanych na rok 2009).

Przejęcie spółki budowlanej

Unibep podpisał umowę przejęcia 100% udziałów firmy Makbud sp. z o.o. z siedzibą w Łomży, działającej w segmencie budownictwa drogowego. Łączna cena nabycia udziałów to 16,5 mln PLN. Płatność za przejęte udziały dokonana zostanie w ratach, ostatnia rata zostanie zapłaconą w terminie 6 miesięcy od dokonania transakcji przejęcia. W 2008 roku spółka wygenerowała łącznie przychody w wysokości 31,8 mln PLN i zysk netto w wysokości 2,9 mln PLN (rentowność netto na poziomie 9,1%).

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. W efekcie, ilość mieszkań kwalifikujących się do preferencyjnej polityki kredytowej będących w ofercie Dom Development wzrosła z około 500 do 700. Podobną liczbą będzie mógł pochwalić się JW Construction, kiedy otrzyma prawomocne pozwolenie na budowę jednego z osiedli na warszawskiej Białoleśce. Obecnie w programie oferowane jest około 400 mieszkań. Gant przyznaje, że około 300 mieszkań oferowanych przez spółkę mieści się w ustalonych limitach, w przypadku Orco jest to zaś jedynie 20 lokali. 10% lokali sprzedawanych przez Polnord kwalifikuje się w ramach programu.

Znacznie mniej kredytów hipotecznych niż rok temu: prognoza

Leszek Pawłowicz z Gdańskiej Akademii Bankowej przewiduje, że banki udzielać znacznie mniej kredytów hipotecznych niż rok temu (pomiędzy 1/3 a połową tego co w 2008 roku). Według prognoz Gdańskiej Akademii Bankowej ceny mieszkań spadną o 25% w listopadzie 2009 roku w stosunku do stanu z listopada 2008.

Formuje się konsensus zakładający spadek mieszkań

Analitycy portalu Szybko.pl zakładają spadek cen mieszkań od 3 do 11% w ciągu pół roku. Największych przecen można spodziewać się w Wrocławiu i Gdańsku. O 10% mogą spaść ceny w Warszawie i Krakowie, w Poznaniu zaś o 3-5%.

Ceny mieszkań spadły w grudniu o 5,3%

Zgodnie z danymi redNet Consulting, w drugim półroczu 2008 roku średnie ceny mieszkań spadły w największych miastach Polski średnio o 12,3%, przy czym w samym grudniu spadek wyniósł 5,3%. Realne obniżki zdaniem analityków redNet Consulting są większe, gdyż klienci mogą liczyć na różnego rodzaju promocje i graty, pod koniec grudnia klienci mogli stargować średnio 8-11% ceny ofertowej. Zdaniem Roberta Chojnackiego, realne ceny znalazły się na poziomie z 2006 roku. Do wyników sceptycznie podchodzi J.Wojciechowski, główny akcjonariusz JW Construction. Przyznaje, że w jego spółce oferowane były obniżki na poziomie maksymalnie 12-15%. Podobną opinię ma Jarosław Szanajca, prezes Dom Development. Przyznaje, że wyniki mogą być zaburzone niewielkim wolumenem transakcji. W Q4 2008 sprzedano w Warszawie 700 lokali, w całym 2007 roku oddano zaś 16 tys. mieszkań. Deweloperzy liczą, że pieniądze z lokat o wysokim oprocentowaniu mogą być w przyszłości przeznaczone na zakup nieruchomości. Robert Chojnacki przewiduje, że realne ceny mieszkań nie będą już spadać, ze względu na redukcję planów inwestycyjnych deweloperów. Jego zdaniem wstrzymane zostało aż 85% projektów, których rozpoczęcie zaplanowano na rok 2009.

Wicepremier proponuje plan pomocowy dla nabywców mieszkań

Wicepremier Waldemar Pawlak zaproponował plan pomocy rządu dla rynku mieszkań. Zaproponował, aby rząd pożyczął kredytobiorcom wymagany przez banki wkład własny. Dotowane miałyby być także osoby mające problemy ze spłatą rat (dopłaty mogłyby sięgać 30% wartości raty).

Koniec 2009 roku i początek 2010 najlepszym czasem na zakup mieszkania

Ekspertcy uważają, że koniec 2009 roku i początek 2010 będzie najlepszym okresem na zakup mieszkania. Sądzą, że ceny mieszkań nadal będą spadać. Dynamika spadków będzie zależała od zachowań klientów oraz dążenia deweloperów do szybkiej sprzedaży mieszkań. Ekspertcy „intuicyjnie” szacują ceny równoważące rynek w wysokości 6000 PLN/PUM w Warszawie i 4500 PLN/PUM w innych miastach.

Dom Development

Program wsparcia kredytowego dla klientów

Deweloper pragnie zwiększyć sprzedaż mieszkań wprowadzając program wsparcia kredytowego wraz z Bankiem Ochrony Środowiska. Kredyty maksymalnie na 100% wartości nieruchomości mają być udzielane maksymalnie na 35 lat w PLN, EUR lub USD. Oprocentowanie roczne w poszczególnych walutach to odpowiednio 7,31%, 5,8% i 4,58%. Prowizja bankowa przy udzieleniu kredytu wyniesie 1,15%. Wszystkie formalności związane z udzielanym kredytem będą załatwiane w biurach Dom Development.

Echo Investment

Duże straty na przeszacowaniu wartości instrumentów pochodnych

Echo Investment przyznaje, że w 2008 roku spółka zawierała transakcje zabezpieczające ryzyko walutowe (forwardy, opcje plain vanilla). Transakcje nie miały charakteru spekulacyjnego, ich celem było zabezpieczenie przyszłych przychodów operacyjnych oraz transz kredytów w EUR. Zabezpieczone pozostają przepływy w wysokości 98,5 mln EUR w 2009 roku (43,3 mln EUR w I półroczu) oraz 229 mln EUR w 2010 roku (109,5 mln EUR w I półroczu). Transakcje były zawierane przy średnim kursie terminowym 3,4976. Wartość portfela nieruchomości wyrażona jest w EUR, w związku z tym w Q4 2008 wartość portfela nieruchomości zostanie przeszacowana o 480 mln PLN. Jednocześnie, wykazana zostanie strata na wycenie instrumentów zabezpieczających w wysokości 238 mln PLN oraz na wycenie kredytów celowych w wysokości 170 mln PLN. W efekcie, zarząd spółki prognozuje, że w 2008 roku Echo Investment osiągnie zysk netto na poziomie nie niższym niż 100 mln PLN.

Gant Development

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.

Aż 210 mieszkań sprzedanych w Q4 2008

Gant Development w Q4 2008 sprzedał aż 210 mieszkań – informuje Henryk Feliks, wiceprezes spółki, przy czym aż 90 lokali zostało sprzedanych w grudniu (42 do 21.12 i 48 od 21.12). W grudniu hurtowych nabywców nie było, to klienci indywidualni nabyli 90 mieszkań. Szczególną popularnością cieszył się program „Zaproponuj swoją cenę”. W całym 2008 roku Gant sprzedał 757 mieszkań. Wiceprezes przyznaje, że kluczem do powodzenia oferty spółki jest rodzaj oferowanego produktu (małe mieszkania z segmentu popularnego) oraz spora redukcja cen (o 20%, czyli około 1000 PLN na metrze). Obniżenie cen nadal pozwala uzyskiwać deweloperowi godziwe marże na realizacji części projektów, natomiast w przypadku niektórych inwestycji (Wrocław, ul. Gorlicka, Opole), zarobek dewelopera spadł niemal do zera. Gant przyznaje, że woli upłynnić lokale niż czekać długie miesiące na niewielką poprawę marż. Gant nie będzie modyfikował prognozy zakładającej 101,6 mln PLN zysku netto. W 2009 roku spółka zamierza ukończyć 600 lokali, na które nie znalazła jeszcze nabywców. Gant zapowiada chęć uruchomienia kolejnej inwestycji we Wrocławiu oraz pierwszego projektu w Warszawie.

GTC

Spadnie liczba nowych projektów

GTC zamierza zaostrzyć kryteria rozpoczynania nowych projektów. Spółka nie chce uruchamiać nowej budowy, jeśli co najmniej 30% budynku nie jest wynajęte. W poprzednich latach spółka rozpoczęła budowę bez względu na poziom wynajęcia.

Galeria Częstochowa już w 80% wynajęta

Na 9 miesięcy przed otwarciem Galerii Jurajskiej w Częstochowie, spółka może pochwalić się, że znalazła już najemców 80% powierzchni handlowej. Zarząd szacuje, że roczne przychody z wynajmu obiektu o powierzchni 49 tys. m² sięgną 11 mln EUR. Wszystkie obiekty komercyjne, jakie GTC ma ukończyć w tym roku, mają zaś generować około 53 mln EUR przychodów rocznie.

Wyniki 2008 roku będą obciążone przeszacowaniami

Zarząd GTC zapowiada, że wyniki 2008 roku będą obciążone negatywnymi i pozytywnymi przeszacowaniami, efekt netto zaś będzie dodatni. Negatywne przeszacowania ma spowodować ujęcie księgowe kosztów finansowych i obciążeń podatkowych, dodatnie zaś zastosowanie standardu MSR 40. Standard MSR 40 pozwoli na przeszacowanie wartości nieruchomości w budowie z przeznaczeniem na nieruchomości inwestycyjne.

J.W. Construction

Nadwyżki finansowe w związku z dokończeniem inwestycji

Przedstawiciele spółki przyznają, że płynność finansowa obecnie jest dobra, interwencja właściciela zaś na razie nie wydaje się być potrzebna. Na znaczną poprawę sytuacji bilansowej wpłynęło ukończenie dwóch inwestycji w H2 2008. Przedstawiciele JW Construction przyznają, że w Q1 2009 spółka nie spłaca żadnego kredytu, w najbliższym zaś czasie spółka zaciągnie 20 mln PLN kredytu krótkoterminowego. Kredyt w wysokości 115 mln PLN ma być spłacony pod koniec 2009 roku.

Spółka zwolni 100 stoczniovców

Pod koniec 2007 roku firma J.W. Construction nabyła aktywa spółki Porta Transport i prawa do wieczystego użytkowania blisko 20 ha gruntów (164,6 PLN/m², 109,3 PLN/PUM). Spółka Porta Transport świadczy usługi transportowe dla Stoczni Szczecińskiej Nowa. Deweloper ma rozpocząć wdrażanie programu zwolnień grupowych, w wyniku którego stracić pracę może cała załoga, czyli ponad 100 osób (firma przynosi straty). Załoga ma stracić pracę do końca marca, Stocznia Szczecińska Nowa zaś ma zakończyć pracę dopiero w maju. Wyjściem może być sprzedaż majątku transportowego przez JW lub jego dzierżawa. Nabyciem majątku mogą być zainteresowani potencjalni nabywcy aktywów stoczni.

Polnord

Ustanowienie hipoteki kaucyjnej

Fadesa Polnord Polska złożyła wniosek o ustanowienie hipoteki kaucyjnej do kwoty 62 mln PLN, celem zabezpieczenia przyszłych, warunkowych wierzytelności banku wynikających z transakcji zabezpieczających przyszłe przepływy walutowe wynikające z dotychczas podpisanych umów przedwstępnych nabycia lokali w projekcie Ostoja Wilanów w Warszawie (transakcje zawarte w sierpniu 2008 na kwotę 31,1 mln EUR). Wartość ewidencyjna nieruchomości będącej zabezpieczeniem hipoteki to 142,4 mln PLN.

Wyjaśnienia dot. transakcji zabezpieczających

Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa Kolubińskiego, zabezpieczenia różnic kursowych wynikały z zawartych w EUR transakcji na sprzedaż lokali w projekcie Ostoja III (lokale z liczącego 231 mieszkań projektu sprzedawane były zagranicznym inwestorom). Obecna sytuacja rynkowa spowodowała, że wycena forwardów jest ujemna, konieczne jest też uzupełnienie depozytu zabezpieczającego. Wiceprezes podkreśla, że wartość zawartych forwardów odpowiada wartości przepływów walutowych z realizowanych transakcji sprzedaży mieszkań. Wiceprezes nie dostrzega ryzyka wycofania się klientów z zawartych umów, co motywuje atrakcyjną ceną nabycia lokali (umowy podpisano w 2006 roku, po cenie 1450 EUR/m²). Rozliczenie wyceny forwardów nie wpłynie negatywnie na wynik 2008 roku (spółka obecnie stosuje MSR 11, tzn. przychody i koszty księgowane są wraz z zaawansowaniem przedsprzedaży i budowy). W efekcie, rozpoznawane są wyższe marże (wynikające z wyższego kursu EUR), które kompensują ujemną pozycję z tytułu wyceny instrumentów pochodnych.

Prezes Ciurzyński o perspektywach rynku deweloperskiego

Prezes Polnordu spodziewa się, że dopóki na powrót nie pojawi się dostępny kredyt hipoteczny, mali deweloperzy mogą bankrutować. Nie wierzy jednak w upadłość większych deweloperów, choć przyznaje, że zależy, jak firma była prowadzona i ile posiada długu. Spółka zamierza inwestować pomimo kryzysu na rynku. W tym roku rozpocznie się budowa osiedla na 700 mieszkań w Szczecinie. Powstaną też obiekty w Sopocie, a także kolejne etapy inwestycji w Olsztynie i Wilanowie. Spółka dysponuje pomysłami na sfinansowanie działalności. Sprzedaż różnych aktywów (biurowiec w Nowosybirsku, 70 mieszkań na Wilanowie, grunt pod drogi w Wilanowie) może przynieść 200 mln PLN. Polnord chce, aby banki, które udzielają kredytów pod konkretne inwestycje, udzielały preferencyjnych kredytów hipotecznych nabywcom mieszkań w tych budynkach. Aby uatrakcyjnić ofertę, Polnord ma przejąć część marży banku i przez 2-3 lata ubezpieczać wkład własny klienta. W tym celu spółka negocjuje z BZ WBK, Nordea, PKO BP i BOŚ. Polnord zapowiada, że zejdzie z marżą do 10%, oferując nie tylko atrakcyjny kredyt hipoteczny, ale i korzystną cenę lokalu. Obniżki wiąże ze spadkiem kosztów budowy. Prezes Ciurzyński przyznaje, że dalszy spadek cen mieszkań jest możliwy, ale rekompensować go będzie spadek marży firm budowlanych (z 4-5% obecnie do 1-2%, a może nawet do 0%). Koszt wybudowania 1 m² na Wilanowie spadł już do 3,5-4 tys. PLN (ze szczytu w wysokości 5 tys. PLN/m²).

Reinhold Polska

Wycofanie z realizacji dwóch projektów mieszkaniowych

Szwedzki deweloper wycofał się z realizacji dwóch projektów mieszkaniowych: Reinhold Grzegórzecka w Krakowie i Reinhold Opera w Gliwicach. W komunikacie wskazał, że ma to związek z umowami zawartymi z firmą Seima.

Ronson

Wyniki przedsprzedaży i perspektywy na przyszłość

Wyniki Ronsona za Q4 2008 mają być znacznie skromniejsze niż te zanotowane w roku ubiegłym. Wynika to z tego, że spółka, rozpoznając przychody zgodnie z MSR 18, oddała w Q4 2008 jedynie 16 mieszkań. Ogólnie w 2008 roku spółka przekazała klientom 104 mieszkania, w porównaniu do 230 w roku 2007. Rok 2009 powinien okazać się lepszy, gdyż spółka planuje oddać cztery projekty, o łącznej ilości mieszkań w wysokości 355 lokali, przy czym na 110 z nich znalazła nabywców. Ronson rozważa w zasadzie jedynie rozpoczęcie projektu Imaginarium III w 2009 roku. Pozostałe projekty są pod znakiem zapytania. Zgodnie z wypowiedzią zarządu, przedsprzedaż i rezerwacje mieszkań z nowego projektu Nautica nie wygląda źle (zarezerwowanych i przedsprzedanych 50 lokali), gorzej zaś w przypadku projektu Gemini.

Triton Development

Słabe wyniki przedsprzedaży i perspektywy na przyszłość

Zgodnie z wypowiedzią zarządu, sprzedaż utrzymuje się na niskim poziomie około kilku lokali miesięcznie. Spółka oferuje obecnie mieszkania w tylko jednym projekcie, Triton Park (z 600 mieszkań w projekcie niesprzedanych jest ciągle ponad połowa). Prezes spółki zapowiada, że Triton nie będzie obniżać cen, liczy, że sprzedaż mieszkań poprawi się, gdy obiekt zostanie już zakończony. Nie spodziewa się też wycofywania klientów z zawartych umów przedsprzedaży, ze względu na system płatności za lokale proporcjonalnie do wykonanych prac budowlanych. W tym roku Triton Development planuje rozpoczęcie trzech inwestycji: osiedle 115 domów na terenie podwarszawskiej Starej Wsi (od Q2 09 sprzedaż, wtedy spółka zdecyduje, czy będzie sprzedawać działki, czy też budować domy); apartamentowiec na Saskiej Kępie (Q3 09); osiedle Triton Winnica na Białoleścu (Q3 09, 300 mieszkań uruchomienie zależy od sytuacji rynkowej).

TUP

Spółka jest gotowa na kryzys

Prezes TUP przyznaje, że jest pesymistą jeśli chodzi o perspektywy polskiej gospodarki i w razie pogarszania się sytuacji nie wyklucza zamknięcia niektórych projektów lub wstrzymania ich finansowania. Dodaje, że spółka jest przygotowana na kilkuletnią dekoniunkturę, posiada wolną gotówkę oraz możliwość zaciągania kredytów, co może pozwolić na rozwój dotychczasowych projektów lub przejęcia, gdy pojawią się atrakcyjne oferty. Prezes spodziewa się, że w ramach ekomiasteczka Siewierz (na północ od Katowic), wkrótce rozpocznie się sprzedaż działek pod zabudowę, co ma przynieść 120-130 PLN/m² (12-13 mln PLN wpływów). Pod koniec roku spółka ma utworzyć zamknięty fundusz inwestycyjny, do którego wniesie kilkanaście nieruchomości wynajmowanych w całej Polsce. W zamian zamierza wydawać zamknięte certyfikaty inwestycyjne ze stałym kuponem, które być może uplasuje na rynku publicznym.

Warimpex

Warimpex sprzedał hotel z 7% dyskontem 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: 55 PLN

Cena docelowa: 70,3 PLN

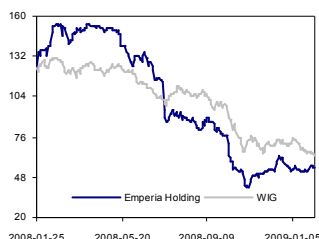
Analitik: Kamil Kliszcz

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%	5 295,3	18,2%	5 668,9	7,1%	Liczba akcji (mln) *	15,1
EBITDA	51,2	176,2	243,9%	155,6	-11,7%	194,2	24,8%	MC (cena bieżąca) *	831,3
marża EBITDA	3,6%	3,9%		2,9%		3,4%		EV (cena bieżąca) *	1 077,7
EBIT	33,0	136,2	313,1%	103,2	-24,2%	128,8	24,8%	Free float	71,0%
Zysk netto	23,4	88,4	278,2%	60,0	-32,1%	92,0	53,4%		
P/E	31,7	9,4		13,9		9,0		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	17,8	6,5		7,4		5,3		Zmiana ceny: 6m	-40,9%
P/BV	2,1	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-58,6%
EV/EBITDA	16,2	5,4		6,9		5,7		Max (52 tyg.)	155,0
Dyld (%)	5,0	3,2		1,6		3,0		Min (52 tyg.)	40,5

* po uwzględnieniu emisji akcji dla akcjonariuszy BOS



W styczniu akcje Emperii wzrosły o 7%, podczas gdy indeks WIG spadł w tym czasie o 9%. Przyczyny takiego zachowania się kursu można upatrywać w oczekiwaniach na wyniki 4Q. W przypadku realizacji naszej prognozy 18,9 mln PLN zysku netto ta tendencja powinna być kontynuowana. Nadal uważamy, że akcje Spółki oferują znaczny potencjał wzrostowy, a w najbliższych kwartałach inwestorzy nie powinni być już tak negatywnie zaskakiwani, jak w przypadku wyników 3Q. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



Eurocash (Akumuluj)

Cena bieżąca: 8,85 PLN

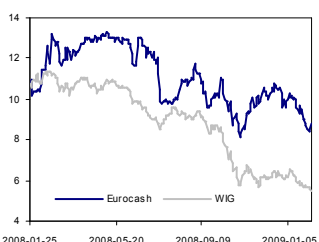
Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

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 (mln)	130,4
EBITDA	87,3	121,9	39,7%	155,9	27,9%	186,2	19,4%	MC (cena bieżąca)	1 154,4
marża EBITDA	2,7%	2,6%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	1 063,8
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	27,2	19,2		14,5		11,0		Zmiana ceny: 1m	-11,5%
P/CE	15,4	11,9		9,3		7,0		Zmiana ceny: 6m	-11,5%
P/BV	5,7	4,8		3,7		3,1		Zmiana ceny: 12m	-14,9%
EV/EBITDA	13,3	8,8		6,8		5,4		Max (52 tyg.)	13,3
Dyld (%)	1,8	2,6		1,0		3,4		Min (52 tyg.)	8,1



Początek roku nie był udany dla akcjonariuszy Eurocashu, gdyż akcje tej Spółki straciły na wartości aż 15% i wyraźnie ograniczyły premię do konkurencyjnej Emperii. W naszej opinii zwiększa to atrakcyjność walorów tego dystrybutora i dlatego podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Oprócz solidnego dostarczania wyników finansowych i perspektyw wypłaty dywidendy, 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: 37 PLN

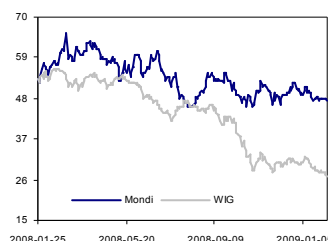
Cena docelowa: 54,2 PLN

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%	1 390,0	-13,7%	1 594,6	14,7%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	434,9	400,0	-8,0%	226,3	-43,4%	320,7	41,7%	MC (cena bieżąca)	1 850,0
marża EBITDA	30,1%	24,8%		16,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	2 180,1
EBIT	326,4	295,7	-9,4%	125,4	-57,6%	182,8	45,7%	Free float	19,0%
Zysk netto	270,0	246,2	-8,8%	105,6	-57,1%	130,7	23,8%		
P/E	6,9	7,5		17,5		14,2		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	4,9	5,3		9,0		6,9		Zmiana ceny: 6m	0,6%
P/BV	1,9	1,9		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-15,7%
EV/EBITDA	4,3	4,6		9,6		7,8		Max (52 tyg.)	65,5
Dywid (%)	13,2	14,6		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. W styczniu 2009 ceny denominowane w PLN były wyższe o kolejne 6,2% w porównaniu ze średnią w 4Q2008.

Ceny CCM w styczniu 2009

Wg. danych FOEX średnia cena kraftlinera na rynku europejskim wyniosła 480 Euro/t i była o 1,1% niższa niż w 4Q2008. Po uwzględnieniu osłabienia złotego w tym czasie, cena złotówkowa jest o 11,3% wyższa. W przypadku testlinera wzrost wynosi 5,1% a dla flutingu 2,2%



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

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

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

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:

Eurocasch

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2008-05-16	2008-08-06	2008-11-28
kurs z dnia rekomendacji	13,00	10,09	10,40
WIG w dniu rekomendacji	47760,75	42118,25	27543,48

Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	73,00	65,70	60,00	43,90	50,00	50,50
WIG w dniu rekomendacji	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04

Kredyt Bank

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Zawieszona	Sprzedaj	Akumuluj
data wydania	2008-08-11	2008-09-30	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23
kurs z dnia rekomendacji	14,95	13,60	10,33	11,80	10,93	6,70
WIG w dniu rekomendacji	40651,79	36854,78	27976,81	28331,88	27680,04	24932,01

Millennium

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Zawieszona	Trzymaj
data wydania	2008-06-03	2008-07-01	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2009-01-06	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	8,55	6,85	7,40	6,21	5,30	2,85	2,68
WIG w dniu rekomendacji	46390,78	41146,26	42118,25	36854,78	34832,29	28331,88	27680,04

Pekao

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2008-05-15	2008-06-17	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06
kurs z dnia rekomendacji	191,00	185,10	192,00	167,00	160,00	115,00	134,90
WIG w dniu rekomendacji	48321,35	45819,40	42118,25	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88

cd. Pekao

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	123,00
WIG w dniu rekomendacji	27680,04

PGNiG

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-05-15	2008-07-02	2008-08-14	2008-11-18
kurs z dnia rekomendacji	4,47	3,18	3,48	3,35
WIG w dniu rekomendacji	48321,35	40489,39	41049,76	26583,32

Unibep

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2009-01-09
kurs z dnia rekomendacji	4,69
WIG w dniu rekomendacji	28200,15

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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 Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrológ, Magellan, Mieszko, Mond, 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, Komputronik, Macrológ, Mennica Polska, Mieszko, Mond, 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: 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 niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 7 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 8 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 Warszawy z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.