

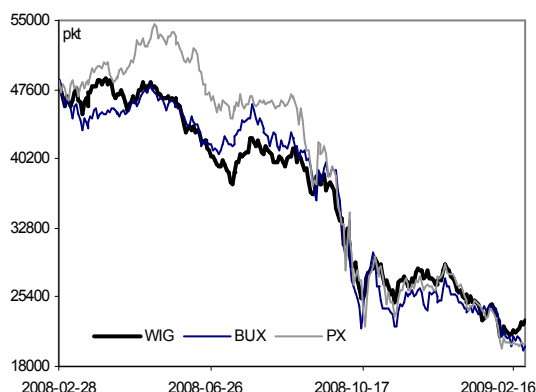
9 marca 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	22 949
Średnie P/E 2009	9,8
Średnie P/E 2010	9,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	962 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny

Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Marzec 2009

Rynek akcji. Paniczna, lutowa wyprzedaż w CEE, w tym krajów relatywnie bezpiecznych powinna oznaczać, że teraz – przynajmniej Polska i Czechy – wejdą w fazę, w której od kilku tygodni znajdują się inne rynki wschodzące. Od początku roku licząc w USD indeks w Szanghaju notuje 26% wzrost, Bovespa zaledwie 7% spadek. Powinno to nałożyć się przynajmniej na odbicie na silnie wyprzedanych rynkach rozwiniętych.

Ze Spółek

Banki. Uważamy, że obecne wyceny rynkowe zdyskontowały już taką skalę spadku zysków o 2/3 w 2009 roku. Uważamy, że od tych poziomów można oczekiwać istotnych pozytywnych zaskoczeń. Przeważają duże banki (Pekao, PKO BP) nad mniejszymi (Kredyt Bank, Millennium), kieruj się dywidendą (Bank Handlowy), wybieraj banki o płynnych bilansach (ING BSK, Bank Handlowy, BZ WBK, Pekao, PKO BP), z konserwatywnym podejściem do ryzyka kredytowego w okresie ostatniego boom'u kredytowego (Pekao, ING BSK).

Rafineryjno-gazowy. Oczekiwany wzrost notowań ropy i poprawa dyferencjału Ural/Brent powinny sprzyjać notowaniom Orlenu i Lotosu, tym bardziej że spółki wynikami za 4Q potwierdziły zdolność generowania wysokich przepływów pieniężnych w obecnym otoczeniu makro. Rekomendujemy niedowrażanie akcji PGNIG.

Telekomunikacja. Dywidenda i buy-back w TPSA oraz poprawiające się wyniki Netii w powiązaniu z wyjściem z inwestycji Novatora pozytywnie wpływają na sektor i ograniczają potencjał spadkowy. Na dynamicznym odbiciu rynku akcji, którego oczekujemy sektor słabszy niż WIG20.

Media. Wśród spółek mediowych oczekujemy odreagowania ostatnich spadków po spółkach czerpiących wpływy z rynku reklamowego, czyli Agorze i TVN. Słabiej powinni zachowywać się dotychczasowi liderzy sektora, tj WSiP i Cyfrowy Polsat, którzy dotąd byli zdecydowanie silniejsi od szerokiego rynku.

Informatyczne. W marcu oczekujemy, że sektor informatyczny będzie jako całość zachowywał się gorzej od szerokiego rynku. Utrzymujemy przy tym tezę ze strategii o przeważaniu integratorów nad dystrybutorami sprzętu komputerowego.

Metale. Przy ustabilizowaniu się cen miedzi akcje KGHM dają jedną z niewielu na GPW szans „obrony” przed słabym PLN. W kolejnych miesiącach możliwy jest wzrost cen metali jako aktywa antyinflacyjnego (globalnie scenariusz inflacyjny na 2010).

Budownictwo. Sądymy, że obecnie najatrakcyjniejsze są duże spółki z dużą ekspozycją na segment infrastrukturalny (Budimex, Mostostal Warszawa, Trakcja Polska). Pozytywnie postrzegamy Rafako z punktu widzenia potencjału poprawy wyników. Uważamy, że wycena Polimexu Mostostalu pozostaje atrakcyjna.

Handel. W najbliższym czasie spodziewamy się ponownego wzrostu premii w notowaniach Eurocash do sektora ze względu na opublikowane bardzo dobre wyniki za 4Q. Po słabych wynikach Emperii, sentyment do tej Spółki może się w krótkim terminie pogorszyć.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki PBG (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Sektor finansowy	10
5.1. BZ WBK	22
5.2. Handlowy	24
5.3. ING BSK	26
5.4. Kredyt Bank	28
5.5. Millennium	30
5.6. Pekao	32
5.7. PKO BP	34
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	36
6.1. Ciech	37
6.2. Lotos	39
6.3. PGNiG	42
6.4. PKN Orlen	45
6.5. Police	48
6.6. ZA Puławy	50
7. Telekomunikacja	51
7.1. Netia	51
7.2. TP SA	52
8. Media	53
8.1. Agora	54
8.2. Cyfrowy Polsat	55
8.3. TVN	56
8.4. WSiP	58
9. Sektor IT	59
9.1. AB	61
9.2. Action	62
9.3. ASBIS	63
9.4. Komputronik	64
10. Metale	65
10.1. Kęty	65
10.2. KGHM	66
11. Budownictwo	68
11.1. Budimex	73
11.2. Elektrobudowa	75
11.3. Erbud	76
11.4. Mostostal Warszawa	77
11.5. PBG	79
11.6. Polimex Mostostal	80
11.7. Rafako	81
11.8. Trakcja Polska	83
11.9. Ulma Construcccion Polska	85
11.10. Unibep	86
12. Deweloperzy	87
13. Handel	90
13.1. Emperia Holding	90
13.2. Eurocash	91
14. Inne sektory	92
14.1. Mondi	92

Rynek akcji

W pierwszej połowie lutego miała miejsce masowa wyprzedaż aktywów z regionu Europy Środkowowschodniej, w tym w szczególności polskich, co przełożyło się na dynamiczny spadek cen akcji i osłabienie PLN. Motywem działań inwestorów zagranicznych były: liczne raporty i artykuły prasowe traktujące o „problematycznym” zaangażowaniu kapitału zagranicznego w banki regionu, problem z rolowaniem i zaciąganiem długu przez kraje regionu, ekspozycją na ryzyko walutowe i wreszcie powiązanie z gospodarką niemiecką, której – wg. najnowszych i najbardziej agresywnych prognoz - PKB może skurczyć się nawet o 5% w 2009 roku. Naszym zdaniem „regionalne” podejście inwestorów zagranicznych spowodowało wyceny – szczególnie banków - do bardzo atrakcyjnych poziomów. Istnieje szereg wskaźników wskazujących na to, że sektor bankowy w Polsce nie powinien być oceniany pod kątem całego regionu, podobnie jak kondycja polskiej gospodarki nie powinna być porównywana z Litwą, Estonią czy Węgrami. Tezę potwierdzają agencje ratingowe, wg których wśród krajów naszego regionu tylko Czechy są postrzegane jako równie bezpieczne. Wysoką wiarygodność utrzymuje również Słowacja, której pomaga wejście do strefy Euro.

Paniczna, lutowa wyprzedaż w regionie, w tym krajów relatywnie bezpiecznych powinna oznaczać, że teraz – przynajmniej Polska i Czechy- wejdą w fazę, w której od kilku tygodni znajdują się inne rynki wschodzące. Od początku roku licząc w USD indeks w Szanghaju notuje 26% wzrost, Bovespa zaledwie 7% spadek. Powinno to nałożyć się przynajmniej na odbicie na silnie wyprzedanych rynkach rozwiniętych. Za nami słabe wyniki spółek za 4Q2008 a przed nami niskie oczekiwania na wyniki 1Q2009.

Zmiana wartości indeksów od początku roku

	NIKKEI	S&P 500	CAC40	DAX	BOVESPA	KOSPI	SHANGHAI	Jakarta	WIG	BUX	PX50
W USD	-25,2%	-22,9%	-27,1%	-30,0%	-6,8%	-21,0%	26,4%	-13,7%	-35,3%	-35,8%	-36,4%
W walucie lokalnej	-17,7%	-22,9%	-18,9%	-21,1%	-2,9%	-5,8%	26,4%	-4,9%	-17,7%	-20,3%	-24,9%

Źródło: Analizy on-line

Potrzeby pożyczkowe Polski planowane przez Ministerstwo Finansów na 2009 rok to 154,8 mld PLN, z czego 93,2 mld PLN przypada na wykup długu krajowego, 13,7 mld PLN wykup długu zagranicznego, 43 mld PLN to potrzeby pożyczkowe netto a 4,9 mld PLN – pozostałe. Wnioski? Obawy co do niepowodzenia Polski w rolowaniu długu zagranicznego wydają się zdecydowanie przesadzone, tym bardziej, że już w pierwszych dwóch miesiącach roku MF pozyskał 28,9 mld PLN (21,3 mld PLN to wykup długu), z czego 8,6 mld PLN to finansowanie zagraniczne. Harmonogram wykupu długu zakłada rolowanie 81,7 mld PLN w pierwszych siedmiu miesiącach roku i 25,1 mld PLN w kolejnych. Jeżeli potrzeby pożyczkowe państwa nie wzrosną istotnie w kolejnych miesiącach, to w połowie roku inwestorzy zagraniczni powinni uświadomić sobie, że ryzyko płynności kraju jest marginalne a przynajmniej zdecydowanie mniejsze niż „toksycznych” krajów w regionie.

Również obawy o sektor bankowy w Polsce, który bez wątpienia odczuje skutki kryzysu gospodarczego, wydają się zdecydowanie przesadzone i są odzwierciedleniem problemów w innych krajach regionu. Dodatkowo statystyki dotyczące sektora w Polsce pogarszają banki „niegieldowe” – często nie mające bazy depozytowej a kontrolowane przez kapitał zagraniczny. W tym przypadku problem zewnętrznego finansowania faktycznie istnieje, co z perspektywy banków „gieldowych” w dłuższej perspektywie może okazać się korzystne (słabsza konkurencja). Na potwierdzenie tej tezy kilka wskaźników. Relacja kredyty/depozyty dla całego sektora bankowego w Polsce to 120%, gdzie banki gieldowe to „zaledwie” 90% (dla całego sektora kredyty/(depozyty + kapitały) to 103%). W regionie kredyty/depozyty 125%. Kolejny wskaźnik aktywa banków/PKB: w regionie 110%; w Polsce 83% w strefie Euro 315%. Udział kredytów walutowych w Polsce wynosi 33%, w krajach regionu ok. 61%. W europejskich bankach wskaźnik aktywa/kapitały własne to 18 a kredyty/kapitały 10; w Polsce odpowiednio 12,7 i 7,2. W przypadku banków gieldowych odpowiednio 10,4 i 6,3. Współczynnik wypłacalności polskiego sektora bankowego znajduje się na poziomie 10,8% (na koniec 2008 roku). Współczynnik budowany jest jednak w większości na Tier I (kapitały własne) w przeciwieństwie do innych krajów, gdzie skala wykorzystania innych środków jest znacznie wyższa.

Sentyment na rynkach zagranicznych jest rekordowo zły, co oczywiście nie przesądza o wzrostach, ale obrazuje skalę wyprzedania rynku. Z badań sentymentu wśród amerykańskich inwestorów przeprowadzanego od 21 lat przez Hays Advisory, wynika, że aż 70,3% z nich



zakłada dalsze spadki cen akcji a jedynie 19% wierzy we wzrosty. To poziomy najniższe w historii badań. Poprzednie minima na poziomie 67% - pesymiści, zostały osiągnięte w roku 1990, kiedy S&P500 obniżył swoją wartość o 22% a inwestorzy mieli jeszcze w pamięci załamanie rynku w roku 1987. Skalę pesymizmu potęgują liczne raporty analizy technicznej, wg. której po przebicju przez indeksy amerykańskie minimalnych poziomów z poprzedniej bessy (2002), rynek akcji wszedł w długotrwałą korektę cyklu wzrostowego trwającego od lat '70 (poziomy docelowe spadków nawet do 450 punktów dla S&P500).

W stosunku do naszych optymistycznych oczekiwań, wskaźniki wyprzedzające w USA nie dają jednoznacznych sygnałów przemawiających za ożywieniem gospodarczym w IIH2009. W lutym po raz kolejny wzrósł indeks ISM dla przemysłu do 35,8 pkt (oczekiwano 33,8 pkt) z 35,3 pkt zanotowanych w styczniu. Wskaźniki wyprzedzające nie dają jednak jednoznacznych sygnałów. ISM kontrastuje z wcześniejszymi (gorszymi) odczytami Philly Fed i Empire State. Z drugiej strony ISM współgra z lepszymi odczytami Chicago PMI. ISM w zasadzie wskazuje, że produkcja przemysłowa będzie w najbliższym czasie nadal spadać, ale wolniej niż dotychczas. Indeks zaufania konsumentów (Conference Board) za luty spadł do najniższej wartości w swojej historii (25 pkt.). Spadek dotyczył w szczególności oczekiwań na przyszłość (ten komponent załamał się z poziomu 42,5 pkt. do 27,5 pkt). Indeks opisujący sytuację bieżącą spadł do 21,2 pkt. z 29,7 pkt.

Makroekonomia

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetowy po lutym wyniósł 5,5 mld PLN co stanowi 30% całorocznego planu. Wiadomość została potwierdzona przez Ministra Rostowskiego, który nie wykluczył nowelizacji ustawy budżetowej w połowie roku. W lutym doszło do znacznego obniżenia dynamiki dochodów budżetowych, które okazały się niższe od planu o 2,2 mld PLN, choć tak naprawdę z kwoty tej należałoby dodatkowo wyłączyć jednorazowe wpływy z akcyzy na papierosy w wysokości 3 mld PLN. Po styczniowych wpływach, które okazały się wyższe od planu (wpłaty zaległego podatku za poprzedni rok, przesunięcie wynagrodzeń w niektórych przedsiębiorstwach na styczeń) nastąpił zatem wyraźny powrót do spadkowego trendu, który zarysował się w połowie ubiegłego roku. Zwiększenie deficytu zostało natomiast zrzucone na kark wyższych wydatków wśród, których znalazła się między innymi wyższa składka do UE, wcześniejsze wypłaty premii w sektorze publicznym, wyższe koszty obsługi długu oraz spłata wymagalnych zobowiązań niektórych ministerstw jeszcze z ubiegłego roku. Skala problemów budżetowych narasta z miesiąca na miesiąc. Jeszcze jakiś czas wcześniej wystarczające do utrzymania deficytu w ryzach miały być „oszczędności” dokonane w resortach (sprowadzające się do obciążenia limitów wydatków i kilku zabiegów księgowych). Obecnie wiceminister Kotecki mówi już otwarcie o „niewielkim” wzroście deficytu w ujęciu nominalnym w 2009 roku. Uważamy, że znaczne ograniczenie wpływów z podatków pośrednich i bezpośrednich, wyższe wypłaty antycyklicznych transferów socjalnych a także wytrwanie w zobowiązaniu wykorzystania ponad 30 mld środków UE z tytułu funduszy strukturalnych (konieczność współfinansowania) mogą prowadzić w połowie roku do znówelizowania ustawy budżetowej, z zakładanym poziomem deficytu powyżej 30 mld PLN. Deficyt w ujęciu *general government* okaże się jeszcze wyższy przekraczając 3% PKB w 2009 roku (10 mld PLN „wyjęte” w ramach oszczędności z budżetu centralnego powiększa deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych).

Wzrost PMI

W lutym odnotowano nieoczekiwany wzrost indeksu PMI z 40,3 pkt. do 40,8 pkt. Składowa opisująca bieżącą produkcję obniżyła się z 40,6 pkt. do 40,2 pkt. PMI znajduje się wciąż w obszarze wyraźnych spadków aktywności gospodarczej, zbliżonych do tych odnotowanych z grudnia (porównując wskaźniki w ujęciu rocznym). Z przedstawionego komentarza słownego do publikacji trudno wnioskować o poziomach poszczególnych składowych indeksu. Niemniej jednak utrzymała się spadkowa tendencja nowych zamówień i planów zakupowych przedsiębiorstw. Wzrosty cen importowanych towarów (efekt kursu walutowego) wsparty z kolei dążeniem przedsiębiorców do dalszej redukcji kosztów, czego wyrazem są kolejne redukcje zatrudnienia. Jakie są implikacje odczytu PMI dla naszej prognozy produkcji przemysłowej (-19% r/r)? W bieżących warunkach siła korelacji pomiędzy indeksem PMI (czy też niektórymi jego składowymi), a dynamika produkcji przemysłowej wydaje się zakłócona (było to szczególnie widoczne w styczniu). Z tego względu nie widzimy konieczności rewizji stosunkowo niskiej prognozy produkcji przemysłowej, zwłaszcza że publikowane równoległe wskaźniki koniunktury GUS wskazują na dalsze, szybkie hamowanie sektora przemysłowego.

Stopy procentowe

Zgodnie z oczekiwaniami RPP obniżyła stopy procentowe o 25pb. Stopa bazowa znajduje się obecnie na poziomie 4,0%. Naszym zdaniem zasadniczym powodem tej powściągliwej decyzji było prawdopodobnie osłabienie złotego. W komunikacie po posiedzeniu (treść komunikatu oceniamy jako b. łagodną) RPP wskazała na rozlewające się na kolejne sektory spowolnienie gospodarcze oraz zaostrzenie warunków kredytowania i pogorszenie nastrojów gospodarczych. Zdaniem RPP informacje z rynku pracy potwierdzają wzrost bezrobocia i obniżanie dynamiki wynagrodzeń, co oddziaływać będzie w kierunku obniżenia presji inflacyjnej. Diagnoza ta potwierdzona została przez wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej NBP. Centralna ścieżka projekcji inflacyjnej wskazuje na spadek inflacji do poziomu 3,2% w 2009 roku, 1,9% w 2010 roku i 0,9% w 2011 roku. Wzrost PKB spadnie do poniżej 1,1% w roku bieżącym. W roku 2010 i 2011 wyniesie odpowiednio 2,2% i 3,7%. RPP dużo uwagi poświęciła osłabieniu złotego. W nawiązaniu do wcześniejszych skoordynowanych interwencji słownych banków regionu w komunikacie pojawił się fragment o możliwym stosowaniu instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs. Zdaniem Rady złoty jest obecnie niedowartościowany. Rada podkreśliła co prawda proinflacyjny wpływ słabszego złotego, jednak ten sam czynnik zdaniem Rady będzie oddziaływał w stronę obniżania popytu wewnętrznego i zmniejszenia presji popytowej na wzrost cen. Rada wskazała na możliwość przejściowego wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach ze względu na podwyżki cen kontrolowanych (co zresztą zgodne jest również z naszymi szacunkami), jednak w średnim okresie uznawa nadal za dominujące prawdopodobieństwo dalszego spadku inflacji. Naszym zdaniem RPP, wbrew opinii niektórych uczestników rynku, zamierza kontynuować proces poluzowania monetarnego (będą to zarówno obniżki stopy bazowej, jak i obniżki stopy rezerwy obowiązkowej i stopy depozytowej do 0%), na co wskazuje choćby ustęp z komunikatu rozpoczynający się od „łagodzenie polityki pieniężnej powinno sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu...”.

Sprzedaż detaliczna

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej spadła w styczniu z 6,6% do 1,3%. W ujęciu miesięcznym zanotowano aż 22% spadek sprzedaży detalicznej. Na niższym odczycie zaważyła różnica w liczbie dni roboczych, gwałtowny spadek sprzedaży samochodów (27,6% r/r) oraz spadek (w cenach bieżących) paliw. Dane styczniowe potwierdziły również spadkowy trend na dynamikach sprzedaży w szeregu dóbr trwałych (spadek dynamiki sprzedaży mebli, RTV i AGD z 9,1 do 3,6% r/r) i wspomniany już spadek sprzedaży samochodów. Naszym zdaniem proces ten świadczy o bardzo poważnym spadku optymizmu konsumentów (opublikowane równoległe badanie koniunktury konsumenckiej konstatuje te potwierdza) i wskazuje na dalsze obniżanie wskaźnika sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach. Dzisiejsze dane to również zły prognostyk dla konsumpcji indywidualnej. Wydaje się, że tempo pogorszenia popytu konsumpcyjnego będzie znacznie większe niż historycznie mogliśmy w polskiej gospodarce obserwować, a dynamika konsumpcji prywatnej (nawet w optymistycznym scenariuszu) nie przekroczy 2% r/r.

Produkcja przemysłowa

W styczniu spadek produkcji okazał się bardziej gwałtowny niż oczekiwaliśmy, spadła ona aż o 14,9% r/r wobec 4,4% spadku r/r zanotowanego w grudniu. Po odsezonowaniu spadek produkcji został przez GUS oceniony na 12,7% r/r i aż o 5,8% w ujęciu miesięcznym. Spadek produkcji nastąpił w 26 z 34 sekcji przemysłu. W tym dwucyfrowe spadki zanotowano w takich sekcjach jak produkcja metali, samochodów, produkcji chemikaliów i wyrobów z gumy. Oceniamy, że znaczna część tego spadku wiązała się bezpośrednio z pogorszeniem popytu na zachodzie Europy w tym u największego partnera handlowego Polski, czyli w Niemczech (Spadek eksportu w styczniu prawdopodobnie wyniósł grubo ponad 20% r/r). Dane potwierdzają również, pogłoski o wyłączeniu niektórych linii produkcyjnych i przestojach związanych z przerwami w dostawie gazu do zakładów syntezy chemicznej (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 także 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 dynamiki PKB. Oceniamy, że kolejne miesiące przyniosą dalsze również głębokie spadki produkcji przemysłowej. Również gwałtowne dostosowanie po stronie kosztowej przedsiębiorstw jest jednak dobrym prognostykiem na drugą połowę roku, kiedy to sektor będzie mógł w większym stopniu wykorzystać swoją przewagę konkurencyjną.

Ceny producentów

Ceny producentów wystrzeliły w górę o 1,7% m/m, a dynamika roczna uplasowała się na poziomie 3,0% (znacznie powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 2,3%). Odczyt został jednak w wyraźny sposób zawyżony w górę przez ceny w kategorii "wytworzenie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę" - zapowiadane przez dostawców energii 40% podwyżki cen nośników na 2009 rok zostały prawdopodobnie bardzo szybko wprowadzone w życie (gdyby ceny w tej kategorii odnotowały "normalny", około 2-3% miesięczny wzrost, dynamika miesięczna PPI byłaby zbliżona do 0,9%, a wskaźnik roczny do 2,3%). Nie można także wykluczyć, że dostawcy znacznie podwyższyli ceny gazu w związku z problemami z dostawą tego surowca z Rosji, które odnotowano w styczniu. Ceny w przetwórstwie przemysłowym wzrosły o 0,3% m/m - porównanie z 0,6% wzrostem odnotowanym w poprzednim roku daje to dość wyraźny obraz postępujących procesów dezinfacyjnych, które widoczne są także w ocenach formułowanych przez przedsiębiorców w ramach badań koniunktury (pomimo efektu początku roku - dogodnego momentu na weryfikację cenników - raportowany przez przedsiębiorców wzrost cen produktów finalnych był około 3 razy niższy w dwóch ubiegłych latach). W najbliższych miesiącach oczekujemy stabilizacji cen w zakresie przetwórstwa przemysłowego (nie wykluczamy także dalszych spadków w ujęciu miesięcznym) przy czym presję na wzrost całego indeksu cen producentów mogą wywierać ceny surowców. Istotny może się także okazać efekt bazowy - ceny zostały podniesione na początku roku dość wysoko, co zaważy na dynamice rocznej w ciągu najbliższych miesięcy). Należy zaznaczyć, że w związku ze zmianą metodologii GUS dane nie są w pełni porównywalne z tymi ze stycznia.

Dynamiki zatrudnienia, wyższa dynamika płac

W styczniu odnotowano skokowy spadek dynamiki zatrudnienia z 2,3% do 0,7% r/r. Należy podkreślić, że spadek dynamiki zatrudnienia nie odzwierciedla w pełni pogorszenia sytuacji na rynku pracy (w styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła z 9,5 do 10,5%, firmy informują również o grupowych zwolnieniach), a jest wynikiem corocznej zmiany próbki firm, na podstawie której GUS szacuje zatrudnienie. Po uwzględnieniu tego efektu zatrudnienie mogło spaść nawet o ponad 1% r/r. Oczekujemy, że sytuacja na rynku pracy będzie podlegała dalszemu gwałtownemu pogorszeniu i w kolejnych 2-3 miesiącach dynamika roczna zatrudnienia spadnie w okolice -3% r/r, a stopa bezrobocia rejestrowanego przekroczy 12%. Dynamika zmian w otoczeniu makroekonomicznym i szybka reakcja przedsiębiorstw na spadający popyt źle oczywiście wróżą dla najbliższych kwartałów, jednak zapewnia szybsze dojście do nowego

(niższego) stanu równowagi. W styczniu dynamika płac wzrosła do 8,1% r/r z 5,4% zanotowanych w grudniu. Wzrost dynamiki wiążemy jednak z efektem jednorazowym, którym było przesunięcie przez część pracodawców grudniowych wynagrodzeń i premii na styczeń. Oceniamy, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń spadnie do poziomów zbliżonych do 3% r/r. Presja płacowa nie powinna okazać się istotnym elementem inflacyjnej układanki – rolę tą przejmą paliwa i żywność, na których to największe piętno odciśnie gwałtowne osłabienie złotego. Mocno dystansujemy się od pojawiających się też (głoszonych przez część RPP), że wyższa dynamika płac może wskazywać na wyższy popyt konsumpcyjny w roku bieżącym. Naszym zdaniem optyka ta ulegnie diametralnej zmianie już w przeciągu najbliższych miesięcy – patrz wygasanie szoku popytowego, coraz gorsze wskaźniki optymizmu konsumenta, problemy płynnościowe przedsiębiorstw i coraz powszechniejsze opóźnienia w wypłacie wynagrodzeń, nie wspominając już o zaniku komponentu płac powiązanego z dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw

Inflacja

W styczniu roczny wskaźnik inflacji spadł do poziomu 3,1% z 3,3% zanotowanych w grudniu. Wynik ten okazał się wyższy od oczekiwanego przez analityków (2,9% r/r). Na wyższy odczyt złożyły się przede wszystkim ceny w kategorii użytkowanie mieszkania (wzrost o 2,4% m/m, dodajmy, że podobny wzrost cen w tej kategorii odnotowano w styczniu 2008 roku). Ceny żywności kształtowały się zgodnie ze wzorcem sezonowym. Odnotowano również znaczny spadek cen paliw (GUS nie podał jednak dokładnych danych wskazując jedynie na spadek w kategorii transport). Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się z 2,8 do 2,6% w styczniu. Podkreślamy, że w danych styczniowych nie widać wpływu słabszego złotego na ceny konsumenta. Gwałtowne osłabienie złotego, jego skala i tempo oraz (co najważniejsze) wzrost cen ropy naftowej denominowanej w złotych wpływać mogą na zachwianie ścieżki szybkiej dezinflacji w kolejnych miesiącach. Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji w lutym może okazać się nieco wyższy (3,3 - 3,4% r/r) niż ten za styczeń.

Deficyt C/A

W grudniu 2008 r. deficyt C/A wzrósł do 1920 mln EUR wobec 1637 mln EUR w listopadzie. Wynik z grudnia plasuje się poniżej konsensusu prognoz na poziomie 2 mld EUR. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na wysokim poziomie utrzymał się deficyt handlowy (1,69 mld EUR, poprzednio 1,67 mld EUR). Uderzający jest przy tym dalszy gwałtowny spadek dynamik eksportu i importu. Eksport spadł w grudniu o 16,3% r/r. Import denominowany w euro obniżył się o 13,5% r/r. Silnie ujemne dynamiki obydwu tych kategorii (to najgorsze wyniki od momentu rozpoczęcia publikacji danych) mają źródło nie tylko w „księgowych” efektach związanych z osłabieniem złotego, ale również w pogarszającej się kondycji sfery realnej. Tak duże pogorszenie eksportu wynika z gwałtownego spadku popytu w innych gospodarkach (patrz dwucyfrowe spadki produkcji przemysłowej w regionie, historyczne spadki produkcji i sprzedaży detalicznej w Niemczech). Oczekujemy, że silnie ujemna dynamika eksportu utrzyma się w najbliższych miesiącach. Spadek dynamiki importu może się natomiast jeszcze pogłębić – pamiętajmy o spadającej dynamice inwestycji i mocno hamującej konsumpcji (w tym miejscu nie zgadzamy się z obecnym konsensusem, że popyt konsumpcyjny ciągle będzie rósł w tempie powyżej 3% r/r.). W horyzoncie kilku miesięcy oczekujemy poprawy salda handlu zagranicznego – znaczne osłabienie złotego stanie się dla wielu branż prawdziwym katalizatorem. Dalszemu ożywieniu podlegać będzie również handel nadgraniczny (przy obecnym kursie złotego jego istotność będzie rosła w tempie podobnym jak na początku tego stulecia).

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	69,90	2009-02-27
BZWBK	Kupuj	101,80	2009-03-05
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	Akumuluj	36,90	2009-03-05
ING BSK	Kupuj	273,30	2009-03-05
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Kupuj	49,20	2008-11-27
KOMPUTRONIK	Akumuluj	33,90	2008-12-02
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	29,40	2008-11-25
MILLENNIUM	Kupuj	1,70	2009-03-05
MONDI	Kupuj	54,20	2008-10-31
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	63,60	2009-03-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Trzymaj	219,40	2009-03-09
PEKAO	Kupuj	129,90	2009-03-05
PGNiG	Trzymaj	3,56	2009-03-05
PKN ORLEN	Kupuj	40,20	2009-02-27
PKO BP	Kupuj	29,60	2009-03-05
POLICE	Trzymaj	8,00	2008-11-27
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	3,60	2009-03-05
RAFAKO	Kupuj	6,30	2009-03-06
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	20,50	2009-01-06
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2008-11-25
TVN	Kupuj	11,90	2009-02-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	30,00	2009-03-05
UNIBEP	Kupuj	5,40	2009-02-03
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Akumuluj	65,50	2009-02-24

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Kupuj	Kupuj	69,90	2009-02-27
BZWBK	Kupuj	Kupuj	101,80	2009-03-05
HANDLOWY	Akumuluj	Kupuj	36,90	2009-03-05
ING BSK	Kupuj	Kupuj	273,30	2009-03-05
KREDYT BANK	Sprzedaj	Kupuj	4,10	2009-03-05
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	1,70	2009-03-05
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	Kupuj	63,60	2009-03-04
PEKAO	Kupuj	Kupuj	129,90	2009-03-05
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	3,56	2009-03-05
PKN ORLEN	Kupuj	Kupuj	40,20	2009-02-27
PKO BP	Kupuj	Kupuj	29,60	2009-03-05
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Kupuj	3,60	2009-03-05
RAFAKO	Kupuj	Kupuj	6,30	2009-03-06
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	Trzymaj	30,00	2009-03-05
ZA PUŁAWY	Akumuluj	Trzymaj	65,50	2009-02-24

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
PBG	Trzymaj	Akumuluj	219,40	2008-03-09

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	0	8	6	23	0	0	1	1	8
procent	2,6%	0,0%	21,1%	15,8%	60,5%	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	80,0%

Sektor finansowy

Zysk netto sektora 14,75 mld PLN w 2008 (+8% R/R)

W samym 4Q08 banki wypracowały 2,1 mld PLN zysku netto, o 47% mniej niż w 3Q08 i o 34% mniej niż w 4Q07. Współczynnik wypłacalności sięgał poziomu 10,8% na koniec 4Q08 (vs. 11,5% na koniec 3Q08 i 12,1% na koniec 2007 roku). Wynik na działalności bankowej wzrósł o 18,4% R/R, podczas gdy koszty wzrosły o 14,3% R/R. Największy wpływ na wynik sektora miały znacznie wyższe koszty ryzyka. W całym 2008 roku banki utworzyły 4,68 mld PLN rezerw vs. 1,7 mld PLN w 2007 roku. W samym 4Q08 utworzono 2,1 mld PLN rezerw. W skali całego roku koszty ryzyka stanowiły 0,9% portfela kredytów, w samym czwartym kwartale było to prawie 1,5%. Na wynikach banków odbiła się sytuacja na rynkach finansowych, pogarszającej się sytuacji klientów banków oraz strat na klientowskich transakcjach walutowych. Wskaźnik kosztów operacyjnych (C/I) ukształtował się w całym sektorze na poziomie 53,9% wobec 56,3% w 2007 roku, zaś ROE odpowiednio: 22,4% wobec 22,5% rok wcześniej. Udział należności zagrożonych w należnościach brutto od sektora niefinansowego zmniejszył się w tym czasie do 4,4% z 5,2%. Dobre wyniki to już historia. Wyniki 4Q08 odzwierciedlają wpływ kryzysu na światowych rynkach finansowych. Można jedynie stwierdzić, że sektor dość dobrze poradził sobie w sytuacji tak dużych zawirowań. Podtrzymujemy tezę o znacznym spadku zysku netto sektora w 2009 roku. Będzie to m.in. budowane przez wyższe koszty ryzyka kredytowego. Sektor bankowy w dalszym ciągu może się pochwalić bardzo wysokim współczynnikiem wypłacalności. Naszym zdaniem jego poziom może spaść w 1Q09 na skutek wzrostu portfela aktywów ważonych ryzykiem (rewaluacja walutowych ekspozycji), jednak nie zagrazi to stabilności systemu finansowego. W kolejnych kwartałach współczynnik będzie się poprawiał na skutek ograniczania aktywów ważonych ryzykiem.

Pengab tylko 12,7 pkt.

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w lutym 2009 roku w stosunku do ostatniego styczniowego pomiaru o 10,1 pkt i wyniósł 12,7 pkt. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury (WOKKB) spadł w lutym wobec ostatniego pomiaru o 12,8 pkt, do -4,3 pkt. Z badania instytutu Pentor wynika, że wskaźnik spadł zarówno w zakresie ocen bieżących jak i prognoz. Akumulowany wskaźnik ocen bieżących spadł o 11,9 pkt. do 14,8 pkt., a wskaźnik prognoz spadł o 5,4 pkt. do 13,4 pkt. Pengab jest na najniższych poziomach od 2003 roku. Swoje historyczne minimum osiągnął w lutym 2003 i spadł do poziomu 9,7 pkt. Obecnie koniunktura w bankowości jest zła, a dodatkowo bankowcy oczekują jej dalszego pogorszenia (spadek podaży kredytów, pogorszenie się sytuacji finansowej klientów, wyższe koszty ryzyka).

Nie będzie dywidendy?

Nadzór będzie karać banki za wypłacanie dywidendy za 2008 rok. Wypracowany w ubiegłym roku zysk ma zwiększyć bezpieczeństwo tych instytucji. KNF wystosował w styczniu pismo do banków, w którym nakazuje zapewnienie odpowiednich do ryzyka działalności kapitałów. Ze względu na pogarszające się warunki gospodarcze i sytuację na rynkach finansowych KNF rekomenduje ostrożne podejście do dywidendy i przeznaczenie jak największej części zysków na zasilenie funduszy własnych. Nadzorca chce utrzymania współczynnika wypłacalności na poziomie wyższym niż 10%. W przypadku wypłacenia dywidendy, na skutek czego bank miałby współczynnik wypłacalności poniżej 10%, KNF nie będzie akceptował zaliczania do funduszy własnych pożyczek podporządkowanych. Do banków, które mogą wypłacić dywidendę z zysku za 2008 rok, należy Noble Bank. Decyzja zapadnie na WZA 20 marca. Może go do tego skłaniać planowana fuzja z Getin Bankiem. Dywidendę wypłaci naszym zdaniem również Bank Handlowy. Naszym zdaniem bank może wypłacić połowę zysków, co daje 2,29 PLN/akcję. Przy obecnej wycenie rynkowej daje to ponad 6,7% stopy dywidendy brutto. Zysk netto Noble Banku sięgnął 164,5 mln PLN (szacujemy skonsolidowany wynik na poziomie 156 mln PLN). Jeśli bank wypłaci choćby 20% zysków (31,2 mln PLN, około 0,14 PLN/akcję), stopa dywidendy brutto wyniesie 6%. Do Getin Holding trafiłoby wówczas niespełna 23 mln PLN, które mogłyby zostać przeznaczone na planowane dokapitalizowanie Getin Banku przed fuzją. Naszym zdaniem poziom dywidendy będzie wyższy niż wskazany przez nas. Czynniki pozytywnie wpływający na wycenę akcji obu banków. Zakładamy, że żaden z innych banków giełdowych nie wypłaci w tym roku dywidendy z zysków za 2008 rok.

Banki zaostrzają wymagania kredytowe

Z ankiety NBP wynika, że w 4Q08 80% banków zaostrzyło kryteria przyznawania kredytów. W przypadku kredytowania segmentu MSP było to aż 90% banków. Banki oczekują dalszego zaostrzania kryteriów udzielania kredytów, jednak szczególnie w zakresie długoterminowych kredytów. Ogólnie wielkość obostrzeń ma być mniejsza niż w 4Q08. Banki najczęściej podwyższają marżę, wymagane zabezpieczenia i opłaty pozaodsetkowe ograniczając jednocześnie maksymalną kwotę kredytu. Zmniejszenie dostępu do pieniędzy wynika, zdaniem banków, z pogarszającej się koniunktury i niepewności co do jej przyszłości, co utrudnia ocenę ryzyka kredytowego. Aż 75% banków przyznało, że za zaostrzeniem warunków kredytowania stała obecna lub prognozowana sytuacja kapitałowa banku. Oczekiwania coraz trudniejszego

dostępu do kredytu formułowane są także w stosunku do pożyczek mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Szczególnie w tej drugiej grupie spodziewane jest silne zaostrzenie polityki kredytowej, a żaden bank nie zamierza łagodzić warunków. I to w sytuacji, gdy w czwartym kwartale aż 75% banków zwiększyło wymagania dla tego typu kredytów, a połowa banków podniosła marżę. Jedna trzecia banków oczekuje dalszego zaostrzenia polityki dla kredytów mieszkaniowych, choć ich zdaniem będzie ono nieznaczne. Już w czwartym kwartale 85% banków zaostrzyło warunki udzielania tych kredytów, w tym także te, które w ankiecie sprzed trzech miesięcy nie zapowiadały takiego ruchu. 75% banków znacząco podwyższyło marżę, a 90% wymagany wkład własny. Obecnie tylko 10 proc. banków planuje złagodzić politykę kredytową w tym segmencie. Zarówno w przypadku kredytów konsumpcyjnych, jak i mieszkaniowych ankietowane banki spodziewają się zmniejszenia popytu. Zakładamy brak wzrostu portfela kredytów w 2009 roku. Kredyty gospodarstw domowych zwiększą się o 7% R/R, jednak portfel kredytów korporacyjnych spadnie o 13,5% R/R. Oczekujemy znacznego zmniejszenia akcji kredytowej (sprzedaży nowych kredytów) zarówno wśród segmentu gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw. Banki w tej chwili niechętnie udzielają kredytów. Długotrwałe wstrzymanie się banków z kredytowaniem przedsiębiorstw może stanowić dodatkowe uderzenie w gospodarkę. Naszym zdaniem wraz z końcem cyklu spadku stóp procentowych banki będą powoli wracały do kredytowania przedsiębiorstw.

Banki odrzucają 80% wniosków firm

Takie wnioski płyną z badań przeprowadzonych przez Konfederację Pracodawców Polskich. Większe szanse na kredyty mają tylko firmy z takich sektorów jak produkcja przemysłowa czy usługi medyczne. Firmy deweloperskie, motoryzacyjne, transportowe mają największe problemy z dostępem do finansowania. Bankowcy podkreślają jednak, że każdy wniosek jest rozpatrywany indywidualnie i nawet przedsiębiorca z branży podwyższonego ryzyka może nadal uzyskać kredyt. Potwierdzenie wyników ankiety NBP. Czekamy trudny rok w bankowości.

Banki wolą obligację Skarbu Państwa

W grudniu portfel papierów skarbowych posiadanych przez polskie banki wzrósł aż o 21 mld PLN (o 1/5 w ciągu miesiąca). Banki wolą pewny, choć niski zysk z obligacji, niż angażowanie się w akcję kredytową. Wynika to z pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego (niechęć do udzielania kredytów ze względu na wzrost ryzyka). Banki liczą także na dalszy spadek stóp procentowych. Dopóki stopy procentowe będą spadać, banki zyskują dużo na wycenie obligacji. W momencie zakończenia cyklu spadku sto procentowych pozostanie im wówczas niski kupon. Naszym zdaniem wówczas banki nie będą zainteresowane już tak bardzo lokowaniem płynności w instrumentach dłużnych. Mogą wówczas zmienić nastawienie wobec przedsiębiorców.

BIK udostępnił 1,4 mln raportów w I'09 i 1,5 mln raportów w II'09

Biuro Informacji Kredytowej (BIK) udostępniło bankom w styczniu 2009 roku 1,4 mln raportów kredytowych (-18% R/R) i monitorujących oraz 1,5 mln raportów w lutym br. (13,3% R/R). Łącznie po dwóch miesiącach udostępnił 2,94 mln raportów (-14,5% R/R). W 2008 roku BIK przekazało bankom 19,9 mln raportów (+31,9% R/R) więcej niż w 2007 roku oraz 6,61 mln ocen punktowych klientów indywidualnych (+26,7% R/R). Widać pierwsze efekty spadku bieżącej sprzedaży kredytów. W grudniu wydano 2,1 mln raportów, ale spadek w relacji do ostatniego miesiąca poprzedniego roku można odczytywać jako sezonowy. Wówczas banki często sprawdzają zdolność kredytową klienta na potrzeby pożyczek gotówkowych (okres świąteczny). W grudniu'07 wydano 1,7 mln raportów, a w styczniu'08 również 1,7 mln raportów. Wówczas jednak podejście banków do sprzedaży kredytów było znacznie bardziej agresywne.

Ratingi zaczynają ciążyć bankom

Oceny kondycji finansowej polskich banków zjechały w dół z powodu problemów ich zagranicznych spółek matek. Niższy rating oznacza wyższy koszt pozyskiwania pieniądza. Większość banków giełdowych doświadczyła rewizji ratingu ze strony agencji. Dzieje się tak przede wszystkim z powodu pogarszającej się sytuacji finansowej inwestorów strategicznych. Niższy rating to wyższy koszt pozyskiwania pieniądza. Kryzys zaufania na rynkach międzybankowych znacznie podniósł koszty finansowania. Stało się tak na skutek informacji o bardzo poważnych kłopotach międzynarodowych instytucji finansowych. Odzwierciedliło to również oczekiwania rynku na spadek ratingów.

Banki stawiają warunki rządowi w zamian za udzielanie kredytów

Kierownictwo Ministerstwa Rozwoju Regionalnego spotkało się z przedstawicielami banków, aby dyskutować o zamrożeniu akcji kredytowej, co utrudnia realizację unijnych projektów. Wygląda jednak na to, że na szybkie efekty nie ma co liczyć. ZBP przygotował długą listę postulatów do rządu. Podstawowym problemem sektora bankowego jest dostęp do źródeł finansowania. Apelowano by rząd pomógł rozwiązać tę kwestię. Poza tym należałoby szybko usprawnić system poręczeń i gwarancji, ujednolicić procedury itp. Trwa impas. Naszym zdaniem przełoży się to negatywnie na akcję kredytową dla segmentu korporacyjnego w tym roku.

NBP gotowy do współpracy

Bank centralny jest gotowy do podjęcia szybkiej decyzji o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej. Zabiegają o to banki, które liczą, że dzięki temu wpłynie do nich ok. 9 mld PLN. Stopa rezerwy obowiązkowej (banki muszą lokować w NBP m.in. część zebranych depozytów) wynosi 3,5%, w strefie euro – 2%. Decyzję o zmianie stopy może podjąć jedynie RPP. M. Noga, członek RPP powiedział, że niedawno NBP skupiło wcześniej obligacje za 8,2 mld PLN, które potem wróciły do banku w operacjach otwartego rynku. Warunkiem obniżenia stopy jest pozostawienie środków poza NBP. Ostatnio NBP zapowiedział również wzrost aktywności na rynkach. NBP zaoferuje bankom komercyjnym możliwość zaciągania pożyczek pod zastaw papierów nominowanych w walutach innych niż PLN oraz obligacji kuponowych - poinformował wiceprezes NBP Witold Kosiński. W lutym przez nagłówki gazet przewijały się rozmaite postulaty bankowców, deklaracje działań ze strony rządu, NBP i KNF. Czekamy na materialne efekty deklaracji.

Obligacje WZ0118 i WZ0911 – ciężar w bilansach banków

E. Pytlarczyk i J. Jankowiak twierdzą, że aby zwiększyć płynność systemu NBP powinien wykupić wcześniej obligacje zmiennokuponowe serii WZ0118 i WZ0911. Ich wartość to 40 mld PLN. Obligacje te ze względu na wycenę znacznie obecnie odbiegającą w dół od wyceny fundamentalnej (nie 100, ale dziś odpowiednio: 94 i 97) ciążyą bankom i obciążają ich bilanse. Część banków zmieniła nawet sposób księgowania tych papierów, aby uniknąć negatywnych skutków niskiej bieżącej wyceny. Ze względu na niską cenę banki nie są przy tym zainteresowane sprzedażą tych papierów na rynku. Cena wykupu powodowałaby bowiem konieczność zaksięgowania straty. Powstawałaby wówczas ujemna wartość kapitału, oznaczająca konieczność dokapitalizowania banków. Nikt: ani banki, ani regulator rynku, nie jest oczywiście zainteresowany takim obrotem sprawy. Zdaniem autorów obligacje WZ mogą być przy tym jedną z istotnych przyczyn zawyżania stawek WIBOR. Ze względu na mechanizm ustalania kuponu tych obligacji (w dzisiejszych warunkach kupon to WIBOR + prawie 100 pkt bazowych, licząc od aktualnej wyceny) banki są w oczywisty sposób zainteresowane windowaniem stawek WIBOR w okresach poprzedzających ustalenie kuponów, co ostatnio miało miejsce we wrześniu 2008 i styczniu 2009 r. Korzyści dla banków: NBP zyskuje średnio 50 pkt na operacjach otwartego rynku z bankami, banki zyskują uwolnienie bilansów i odnotowują zysk kapitałowy (poprawiają się wskaźniki adekwatności kapitałowej), zlikwidowana zostaje jedna z istotnych przyczyn systematycznego podtrzymywania wysokich stawek WIBOR, można liczyć na istotny co do skali impuls dla upłynnienia rynku pieniężnego, uwolnienie bilansów banków i zastrzyk kapitału może wpłynąć na zwiększenie akcji kredytowej. Zwłaszcza, gdy wykupowi obligacji towarzyszyć będą wynegocjowane przez NBP i banki warunki przeznaczenia dodatkowej płynności. Ich zdaniem z 40 mld PLN wcześniejszemu wykupowi podlegać mogą obligacje o wartości 10 – 15 mld PLN. Czekamy na komentarze do pomysłu ze strony NBP. Mamy serię artykułów dotyczących płynności w sektorze. Widać, że są rezerwy na jej znaczną poprawę. Jednak, aby to nastąpiło NBP i strona rządowa muszą wykonać pierwszy ruch.

Rada Ministrów zatwierdziła projekt ustawy o rekapitalizacji banków

Projekt ustawy przewiduje dwie możliwości: poprzez gwarancję emisji papierów na podwyższenie kapitałów oraz poprzez nacjonalizację. Ustawa ma obowiązywać do końca tego roku, z możliwością przedłużenia. Na wypadek kłopotów banków rząd będzie miał narzędzie szybkiego reagowania, a nie przedstawi plan wprowadzenia pewnych rozwiązań z bliżej nieokreślonym harmonogramem. Uważamy, że taka ustawa nie przyda się w praktyce, ale jako środek doraźny pomoże w szybkim reagowaniu.

1,1 mld PLN rezerw na opcje

Fortis Bank utworzył 235 mln PLN, ING BSK 217 mln PLN, Bank Handlowy ok. 264 mln PLN, Bank Millennium 152 mln PLN, Pekao 30 mln PLN, BZ WBK 81 mln PLN, PKO BP kilkadziesiąt milionów, BRE Bank 84,3 mln PLN. Według nieoficjalnych informacji poza giełdowymi bankami mocno w opcje zaangażowały się też BGŻ i Raiffeisen Bank Polska. Naszym zdaniem najgorsze już minęło. W 1Q09 spodziewamy się tworzenia kolejnych rezerw w przypadku utrzymania się kursu EUR/PLN na obecnych poziomach, jednak już nie w tak wysokiej skali. Naszym zdaniem rezerwy utworzone w 4Q08 mogą być częściowo rozwiązywane wraz z zapadaniem opcji w trakcie roku. Banki miały bardzo różne podejście do oceny rezerw na takie transakcje, ale część z nich tworzyła również rezerwy na tzw. „zwiększone ryzyko kontrahenta”, czyli na zobowiązania takich klientów, gdzie istnieje wątpliwość, że transakcja może zostać nierozliczona. KNF wskazuje, że ujemna wycena zabezpieczeń firm wynosi obecnie (przy obecnych poziomach kursów walutowych) około 15 mld PLN. Zatem banki, które podały skalę odpisów na opcje w 4Q08 utworzyły rezerwy na ponad 7% całkowitej ujemnej wyceny przy wysokich kursach walutowych. Jeśli problem ze spłatą zobowiązań wobec banków będzie miało 15% przedsiębiorstw to suma rezerw powinna sięgnąć 2,25 mld PLN. Naszym zdaniem nie zagraża to bezpieczeństwu funkcjonowania polskich banków. Wskazuje to jednak na utrzymanie presji na wyniki banków w 1Q09, choć w mniejszej skali.

Banki w czasach kryzysu

BCG przygotowała specjalny raport o sektorze bankowym w czasach kryzysu. Wynika z niego, że polska branża oparła się kryzysowi. BCG pokazała kraje, w których w branży finansowej kryzys nie dotknął. Na pierwszych dwóch miejscach znalazły się Australia oraz Hiszpania z ROE (zwrot na kapitale) w wysokości 16,5%. Trzecie miejsce przypadło Kanadzie – 10,7%. Na tym tle kondycja polskiej branży wygląda bardzo dobrze. Zgodnie z wynikami banków podanymi przez Komisję Nadzoru Finansowego ROE naszego sektora w 2008 r. sięgnęło 22,4%. Trzeba pamiętać, że polski sektor bankowy dopiero w bieżącym roku odczuje dotkliwiej skutki kryzysu. BCG opracowała też nowe strategie w czasie spowolnienia gospodarczego, m.in. dla banków detalicznych i korporacyjnych. Zdaniem tej doradczej firmy zagraniczne banki detaliczne powinny się skupić na zbieraniu depozytów, rozwoju własnej sieci sprzedaży oraz jakości aktywów. Jego zdaniem w Polsce za sobą mamy też szczyt wojny depozytowej. Banki, które mają na to kapitał, zaczną niebawem udzielać kredytów, ale będą to robić ostrożnie. Selekcja klientów będzie dość ostra, zarówno indywidualnych, jak i przedsiębiorstw. Jego zdaniem do wygranych będą się mogły zaliczyć banki, które odważą się udzielać kredytów i będą umiały dobrze ocenić ryzyko kredytowe. Jakość nowego portfela kredytów nie powinna być gorsza od już istniejącego, ponieważ koniunktura gospodarcza w dłuższym terminie wróci, a marże na pewno będą znacznie wyższe. Opinie BCG podsumowują ogólne opinie na temat sektora bankowego. Na razie nie widać, aby banki ruszyły do udzielania kredytów, jednak również uważamy, że w horyzoncie dwóch kwartałów, niektóre wrócą do sprzedaży.

Kredyty nieregularne

Relacja należności nieregularnych do należności ogółem wyniosła 4,5% na koniec stycznia i była o 0,1 pp. wyższa w relacji do końca 2008 roku. Znacznie wzrósł wskaźnik dla przedsiębiorstw z 6% do prawie 6,2%. W gospodarstwach domowych cały czas utrzymuje się na bardzo niskich poziomach 3,52% (w styczniu 3,5%). Cały portfel wzrósł nominalnie o 1,3 mld PLN w ciągu miesiąca, z czego 0,57 mld PLN przypadło na gospodarstwa domowe, a 0,75 mld PLN na przedsiębiorstwa. W tym i przyszłym roku portfel należności nieregularnych będzie rósł. Obecnie rośnie szkodowość w przedsiębiorstwach (m.in. ze względu na osłabienie kondycji niektórych firm przez opcje), w przyszłości można oczekiwać wzrostu w gospodarstwach domowych (efekt wzrostu stopy bezrobocia).

1,3 mln osób ma zaległości płatnicze

Liczba Polaków zalegających ponad 60 dni ze spłatą kredytów, rachunków za utrzymanie domu itp. wyniosła 1,3 mln osób wg Biura Informacji Gospodarczej InfoMonitor. Średnia kwota zalegania wzrosła w ciągu ostatniego kwartału o 211 PLN do poziomu 6636 PLN. W sumie zaległości płatnicze podwyższonego ryzyka to 8,6 mld PLN. Rok temu ta kwota wynosiła 6,16 mld PLN, a zalegających osób 1,19 mln. Największe zadłużenie występuje w woj. śląskim i mazowieckim. Banki i firmy usługowe są coraz ostrożniejsze. Od początku roku biuro udostępniło 700 tys. raportów o przedsiębiorcach i konsumentach. Ostrożniejsi są również konsumenci. Wg CBOS wzrosła liczba osób, które boją się zaciągać kredyt, zrezygnowało z tego 11% osób. Dane zawierają również zaległości w opłatach choćby za rachunki telefoniczne. Jednocześnie nie uwzględniają całości kredytów nieregularnych w segmencie gospodarstw domowych, które sięgają 13,6 mld PLN (01.09). Pokazują trend, którego wszyscy oczekują. Na skutek spowolnienia gospodarczego i wzrostu bezrobocia, będzie pogarszała się jakość kredytów klientów detalicznych.

Jakość należności w kredytach hipotecznych

Według danych Biura Informacji Kredytowej (ogłoszonych oficjalnie przez biuro informacji gospodarczej "InfoMonitor") w lutym 0,9% wszystkich kredytów mieszkaniowych miało opóźnienia w spłacie większe niż 60 dni. W sierpniu, kiedy BIK zbadał ten odsetek po raz pierwszy, było to 0,76%. Pokazuje to pogarszającą się sytuację gospodarstw domowych. Wzrost o 0,14 pp. nie jest jednak znaczny. Rzecznik prasowy Krajowego Rejestru Długów Andrzej Kulik powiedział, że wzrasta wartość zagrożonych kredytów hipotecznych, czyli takich które nie są spłacane co najmniej od czterech miesięcy. Wartość kredytów hipotecznych, których osoby prywatne nie spłacają co najmniej od czterech miesięcy wynosiła na koniec 2008 roku 1,9 mld PLN. Z tego 738 mln PLN przypadało na kredyty przeliczane w walutach obcych (głównie CHF). Na koniec 3Q08 ich wartość sięgała 1,5 mld PLN (z czego 485 mln PLN przypadało na kredyty walutowe). Na razie dane nie wskazują na znaczne pogorszenie się jakości portfela. Jednak wysoki kurs CHF oraz wzrost bezrobocia przełoży się na wzrost należności nieregularnych w obszarze kredytów hipotecznych. Kluczowy staje się okres w jakim złotówka będzie pozostawała słaba. Oczekujemy szybszego wzrostu wskaźników NPL/Kredyty brutto w innych segmentach tj. przedsiębiorstw i kredytów konsumpcyjnych. Dodatkowo portfel kredytów hipotecznych zabezpieczony jest na nieruchomościach. Nie wiadomo jaka grupa klientów ma problemy ze spłatą. Jeśli były to kredyty spłacane od kilku lat, a nie pula udzielona w 2007 i 2008 roku, skala rezerw może być nieznaczna ze względu na znaczny wzrost cen mieszkań od tamtego czasu.

Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2008 roku

Na kryzysie zyskał PKO BP. Pozostał liderem sprzedaży (11 mld PLN) i jednocześnie w najmniejszym stopniu spadła jego sprzedaż kwartalna w 4Q08. Dalej miało miejsce znaczne przetasowanie stawki. Mimo że BRE Bank (7,1 mld PLN), Millennium (5,5 mld PLN), Kredyt Bank (6 mld PLN) i Getin Bank (3,4 mld PLN) były do tej pory mocnymi graczami na tym rynku, to sprzedaż ostatniego kwartału przyniosła gwałtowny spadek. Awansował za to Pekao, który jako jedyny zwiększył w 4Q08 poziom sprzedaży kredytów hipotecznych i w całym 2008 roku sprzedał ich za prawie 3 mld PLN. Naszym zdaniem ten rok będzie należał do banków o płynnych bilansach i dobrej ofercie kredytów złotówkowych. Z danych jasno wynika, że kryzys finansowy miał duże przełożenie na rynek kredytów hipotecznych. Banki w komentarzach do wyników kwartalnych mówiły, że nawet ponad połowa sprzedaży 4Q08 przypadła na pierwszy miesiąc kwartału (uruchamiane były transze kredytów z umów podpisywanych wcześniej). Dane to potwierdzają. Największe zatrzymanie sprzedaży miało miejsce w bankach o dużej ekspozycji na kredyty denominowane w CHF i w bankach o wysokiej relacji kredyty/depozyty. Naszym zdaniem taka sytuacja ma przełożenie na wyniki sprzedażowe tego roku. Oczekujemy, że poziomy sprzedaży rzędu 2 – 3 mld PLN miesięcznie utrzymają się w sektorze w całym 2009 roku, co implikuje sprzedaż roczną na poziomie 25 – 30 mld PLN, o połowę niższą niż w 2008. O powrocie do kredytów walutowych rynek może na razie zapomnieć, choć możliwa jest oferta w EUR w momencie ustabilizowania się sytuacji na światowych rynkach finansowych.

Kredyty na nieruchomości

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych sięgnął 208 mld PLN na koniec stycznia 2009 i wzrósł o 63% R/R. Jest to jednak zasługa znacznego osłabienia się złotówki względem franka szwajcarskiego w ciągu roku (o ponad 30%). W ciągu miesiąca portfel wzrósł o prawie 11 mld PLN. Wpływ rewaluacji portfela walutowego przy słabszej złotówce m/m to ponad 9 mld PLN. Przyrost portfela w ciągu miesiąca w stałym kursie walutowym wyniósł 2,45 mld PLN, znacznie mniej niż w poprzednich miesiącach (w grudniu i listopadzie o 3,7 mld PLN, we wcześniejszych miesiącach jeszcze bardziej). Takie dane o przyroście portfela i tak są optymistyczne w kontekście naszych założeń nt. sprzedaży kredytów hipotecznych w 2009 roku na poziomie 25 – 30 mld PLN. Styczeń cały czas mógł przynosić uruchomienia wcześniej przyznanych kredytów (świadczy o tym choćby cały czas silny przyrost kredytów w CHF). Naszym zdaniem tempo przyrostu portfela będzie gasło w kolejnych miesiącach.

Pomoc w spłacie kredytu hipotecznego bezrobotnym

Premier D. Tusk powiedział, że rząd przygotowuje projekt ustawy gwarantującej bezrobotnym pomoc przy spłacie kredytu hipotecznego w ciągu 3 – 4 tygodni. Kredyt taki byłby spłacany przez rok z Funduszu Pracy. Według premiera, będzie na to potrzebne ok. 300-400 mln PLN. Kryterium skali pomocy - powiedział premier - będzie "metraż albo wysokość miesięcznych zobowiązań (wobec banku)". Dobra inicjatywa, jednak projekt ustawy musi zostać precyzyjnie przygotowany, aby kryteria pomocy nie skłaniały do nadużyć.

Na razie banki nie żądają dodatkowych zabezpieczeń do kredytów hipotecznych

Banki nie żądają na razie dodatkowych zabezpieczeń od klientów spłacających walutowe kredyty hipoteczne. Prośby takie występują w przypadku tych klientów, którzy mają problem ze spłatą miesięcznej raty. Mimo że w związku z osłabieniem złotówki saldo zadłużenia w walutach rośnie, to miesięczne raty maleją ze względu na spadek stóp procentowych. Na jakość kredytów hipotecznych wpływ będzie miało pogorszenie się otoczenia makroekonomicznego i wzrost bezrobocia. Większość banków wymagała od klientów dodatkowych ubezpieczeń w przypadku, gdy LTV kredytu przekraczało 80%. Naszym zdaniem banki nie ruszą masowo po dodatkowe zabezpieczenia do klientów. Dla nich oznacza to ryzyko. W zamian wykrzystają sytuację i zaproponują klientom „dodatkowe zabezpieczenie” niskiego wkładu własnego, które podniesie nieco miesięczną ratę. W okresie drogiego finansowania portfeli kredytowych jest to dla banku nie tylko transfer ryzyka, ale również dodatkowy dochód z kredytu.

Ustawa antylichwiarska szkodzi kredytom gotówkowym

Według niej maksymalne oprocentowanie kredytu do wys. 80 tys. PLN nie może przekraczać czterokrotności stopy lombardowej (obecnie zatem 23%). Dalsze obniżki stóp przez RPP będą dalej obniżać maksymalny pułap oprocentowania. Banki oczekują wzrostu ryzyka kredytowego na skutek spowolnienia gospodarczego, dodatkowo pod uwagę wziętą należy niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji. Czynniki te wpływają na cenę kredytu. W momencie, gdy przekracza ona limit z ustawy, banki będą ograniczać akcję kredytową. Naszym zdaniem najbardziej uderzy to w oprocentowanie kart kredytowych, które obecnie są jednymi z najwyższych spośród gamy consumer finance. Jednak skala zadłużenia gospodarstw domowych na kartach jest na tyle niska, że banki nie zarabiają na odsetkach, a na transakcyjności. Może to rzeczywiście uderzyć w niektóre banki, oferujące kredyty o wysokim oprocentowaniu. Jednak naszym zdaniem oferta największych banków w zakresie kredytów gotówkowych i debetów w koncie w większości ma cały czas sporo miejsca do limitu ustawy antylichwiarskiej.

Nowe porozumienie Rabobank i MSP w sprawie BGŻ

NWZA banku ustaliło, że kwestia wejścia BGŻ na giełdę pozostaje otwarta. Zgodnie z nowymi ustaleniami Skarb Państwa ma prawo wprowadzić BGŻ na giełdę do końca 2011 roku. Rabobank jest zobowiązany do głosowania za taką uchwałą. Przed tymi ustaleniami Rabobank i MSP prowadziło negocjacje w sprawie sprzedaży pakietu MSP (37% akcji) na rzecz Rabobanku. Najwyraźniej strony nie porozumiały się w sprawie ceny.

Rekordowo wysokie marże kredytowe

Mimo spadku rynkowych stóp procentowych, oprocentowanie kredytów nie spada. Wg danych NBP różnica między średnim oprocentowaniem nowych umów kredytowych, a stopami rynkowymi jest najwyższa historii (wynosi obecnie 7,35%, podczas gdy w grudniu sięgała 6,4%, a w lipcu 2008 4,9%). Jednocześnie stopy depozytowe nowych umów również znajdują się na najwyższych poziomach. Banki uwzględniają w wycenie kosztu kredytów rosnące koszty finansowania akcji kredytowej oraz ryzyko. Obniżki stóp do pewnego stopnia neutralizują tylko efekt spadających stóp rynkowych. Jednak one mówią obecnie coraz mniej, w świetle gdy realnym kosztem pozyskania środków jest obecnie koszt krótkoterminowych lokat bankowych. Wysokie marże są również jednym z elementów zaostrzania polityki kredytowej. Oczekujemy, że w tym roku banki będą ograniczały mocno podaż nowych kredytów.

Sarasin otworzył przedstawicielstwo w Polsce

Bank kontrolowany przez holenderską grupę Rabobank chce stać się rozpoznawalnym i zbudować pozycję wiodącego doradcy finansowego na polskim rynku. Jest to największy szwajcarski bank prywatny zajmujący się przede wszystkim zarządzaniem aktywami klientów prywatnych i instytucjonalnych oraz funduszami inwestycyjnymi. Wartość depozytów w Sarasinie na koniec 2008 r. wynosiła 9,7 mld franków szwajcarskich.

SKOK-i chcą rosnąć kosztem banków?

SKOK-i liczą, że także w tym roku uda im się zwiększyć liczbę klientów. W 4Q08 pozyskały 50 tys. nowych klientów i ściągnęły 0,5 mld PLN nowych depozytów. Dzięki swojej specyfice i realizowanemu od lat modelowi ekonomicznemu SKOK-i utrzymują dużą płynność. Kasy opierają swoje depozyty na dużej liczbie niewielkich lokat (obecnie ok. 4 tys. PLN) oraz podobnej strukturze kredytów (obecnie ok. 3,5 tys. PLN). Pożyczki i kredyty konsumpcyjne stanowią ponad 83% portfela, udzielone na cele mieszkaniowe to ok. 14% portfela, pozostałe to kredyty na działalność gospodarczą. Kasy nie są powiązane z zagranicznymi instytucjami. W Polsce jest 60 kas regionalnych. Z usług spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych mogą korzystać i korzystają członkowie prowadzący działalność gospodarczą. Portfel kredytów SKOK-ów to niecałe 7 mld PLN. Skala działania mniejsza niż średniej wielkości bank. Skala pożyczek nie wystarczy na kredytowanie działalności gospodarczej. Nie ma to wpływu na działania banków giełdowych.

Fortis bank miał 104,6 mln PLN straty netto w 4Q08, podtrzymuje fuzję z Dominet Bankiem

Jednostkowa strata netto Fortis Banku Polska w 4Q08 wyniosła 104,6 mln PLN, podczas gdy rok wcześniej bank miał 45,3 mln PLN zysku netto. W całym 2008 roku jednostkowy zysk netto banku wyniósł 78,2 mln PLN, natomiast wynik skonsolidowany wyniósł 78,5 mln PLN. Bank tłumaczył wynik pogarszającą się sytuacją na rynkach finansowych i słabnącym PLN. Fortis podał, że wycena instrumentów pochodnych została skorygowana o 104,3 mln PLN dla instrumentów, które zapadły, a dla pozostałych o 113 mln PLN. Łączna strata z tytułu kontraktów terminowych z klientami wyniosła 217 mln PLN. Bank miał 400 klientów z takimi produktami. W przypadku około 10% wszystkich klientów bank widzi problem. Jednocześnie bank podtrzymuje plany połączenia z Dominet Bankiem zaplanowanego na koniec lipca br. Szacuje, że dzięki połączeniu z Dominet Bankiem do końca 2010 roku wygeneruje synergie kosztowe w wysokości około 200 mln PLN. Fortis często pojawiał się w prasie przy okazji problemu opcji. Może być jednym z banków, który poniesie największe straty z tego tytułu.

Zysk BGŻ +6% R/R w 2008 roku

Zysk netto Banku Gospodarki Żywnościowej w 2008 roku wzrósł według nieaudytowanych danych o 6% do 206,1 mln PLN, a zysk brutto zwiększył się o blisko 17% do 262,6 mln PLN. Zgodnie z trendem rynkowym. Nie przekłada się to na wyniki tego roku.

Banki tną oprocentowanie ROR-ów

Mimo że spadek oprocentowania ROR-ów nie ma większego znaczenia dla klientów, to dla banków jest źródłem wzrostu przychodów. Mateusz Ostrowski, analityk Open Finance obliczył, że jeśli założymy, że na koncie leży średnio 2 tys. PLN, a bank ma 900 tys. rachunków i obniża oprocentowanie zaledwie o 0,1 punktu procentowego, to rocznie oszczędza 1,8 mln PLN. Zmiany miały miejsce m.in. w BPH (z 0,2% do 0,1%), Deutsche Banku (z przedziału 0,75% - 2,55% do 0,3% - 2,05%), DnB Nord (do 0,1% z 1%), Eurobanku (0,2% z 2%). Lukas Bank nie płaci za środki na ROR. Naszym zdaniem banki będą to samo robić z lokatami i kontami oszczędnościowymi. Na obniżeniu oprocentowania ROR-ów najbardziej zyskają Ci, którzy do

tej pory mieli najwyższe stawki i mają najwięcej środków zgromadzonych na tych rachunkach. W PKO BP środki na ROR – ach są oprocentowane na 0,1%. Nie ma tu dużego pola do popisu, choć w relacji do Pekao może zarobić dodatkowe 9 pb. W Pekao na poziomie 0,01%, czyli z tego oba duże banki nie mogą osiągnąć znacznych korzyści.

Wzrost liczby placówek w DB PBC w 2009 roku

Deutsche Bank PBC planuje, że w 2009 roku liczba placówek działających pod marką Deutsche Bank wzrośnie do ponad 100 z 84 działających obecnie. Bank chce zwiększyć udziały w rynku kredytów hipotecznych i faktoringu – poinformowali przedstawiciele DB PBC. W 2008 roku DB PBC uruchomił 73 nowe placówki, w tym 46 pod marką db kredyt. Obecnie bank ma 84 placówki pod marką Deutsche Bank i 120 placówek db kredyt, działającego na rynku consumer finance. Bank liczy na sprzedaż 20 – 220 mln PLN kredytów hipotecznych miesięcznie. DB PBC podał, że według wstępnych danych w 2008 roku jego zysk netto wyniósł 63,5 mln PLN (+72% R/R). Wynik z działalności bankowej wyniósł w ubiegłym roku 675 mln PLN, wzrastając w ciągu roku o 69%. Portfel kredytowy wzrósł o 74% do 11,26 mld PLN, natomiast depozyty o 76% do 8,59 mld PLN. Fundusze własne banku na koniec 2008 roku przekroczyły 1 mld PLN, a suma bilansowa wzrosła do 15,56 mld PLN. Najwyraźniej zagraniczni inwestorzy wciąż widzą sens w rozwijaniu działalności na polskim rynku.

Wzrost kosztów usług w bankach

Instytucje finansowe będą szukały dodatkowych źródeł przychodów. Według The Boston Consulting Group przychody odsetkowe będą w tym roku niższe, a koszty ryzyka wyższe, co wymusi poszukiwanie dodatkowych źródeł przychodów i przełoży się na wzrost opłat i prowizji. Nie dotknie to opłat za prowadzenie konta (cena, którą klient bacznie obserwuje), a mniejszą elastyczność w negocjowaniu marż czy prowizji. Tezy pokrywają się z tymi przedstawionymi w naszym raporcie analitycznym na temat sektora z 12 stycznia br.

Ile warte są marki banków na świecie?

Najbardziej wartościową marką bankową na świecie jest brytyjski HSBC. Magazyn „The Banker” oszacował jej wartość na 25,4 mld USD (-10 mld USD R/R). Najcenniejszą polską marką okazał się w najnowszym zestawieniu PKO BP (638 mln USD). Rok temu miejsce to przypadło Pekao SA. PKO BP zajął 147. pozycję (w 2007 roku 137.), a Pekao (525 mln USD) – 162 (2007 rok 136.). „The Banker” przedstawił 500 najcenniejszych marek. Ich wartość jest o jedną trzecią mniejsza niż rok temu. Globalny kryzys finansowy zniszczył wiele znanych marek. Boleśnie odczuł to m.in. amerykański Citi, którego logo było wyceniane w marcu 2008 r. na 36,5 mld USD, a dziś na zaledwie 9,8 mld USD. W pierwszej dziesiątce są już dwa chińskie banki, w górę pną się również brazylijskie instytucje. Z naszej części Europy najwyżej – na 25. pozycji – uplasował się rosyjski Sberbank. W ubiegłym roku dwa polskie największe banki wyprzedził węgierski OTP. Kryzys sprawił, że Węgrzy spadli jednak z 67. na 176. pozycję. Ich marka warta jest już nie 2,5 mld USD, ale 441 mln USD. W zestawieniu znalazły się także: BZ WBK – 279. miejsce, Citi Handlowy – 302., BRE Bank – 320., ING – 355., Getin – 362., Millennium Bank – 396. oraz Kredyt Bank – 456.

Ukraina: krach banków

Liczba instytucji finansowych w poważnych tarapatkach szybko rośnie. Nawet banki zaliczane do największych w kraju przestały wypłacać pieniądze swoim klientom. Niezbędna była interwencja banku centralnego. Nie wypłaca się depozytów, a zarząd komisaryczny działa w sześciu bankach. Wiele banków boryka się z problemami finansowymi, ale nadzór nie chce ogłaszać ich bankructwa. Jednym z powodów są niewielkie rezerwy ukraińskiego funduszu stabilizacyjnego, które sięgają zaledwie 3 mld UAH (ponad 400 mln USD). Tymczasem gwarancje obejmują depozyty do kwoty 50 tys. UAH (7,1 tys. USD). W latach 2007 – 2008 znaczną część kapitału banków stanowiły krótkoterminowe kredyty zagraniczne zaciągane w krajach Europy i USA. Środki te były przeznaczone na rynek wewnętrzny, m.in. długoterminowe kredytowanie osób fizycznych. Problemy się zaczęły, gdy w wyniku światowego kryzysu zagraniczni inwestorzy zaczęli opuszczać nasz rynek. Niekorzystna informacja dla PKO BP, Pekao i Getin Holding, które mogą ponieść straty na działalności banków, których właścicielami są polskie banki.

AIG Bank Polska miał 224 mln PLN zysku netto w 2008 r.

Według wstępnych danych zysk netto AIG Banku Polska w 2008 roku spadł do 224 mln PLN z 247 mln PLN w 2007 roku. Wynik na działalności bankowej wyniósł 940 mln PLN (+33% R/R). Suma bilansowa banku wyniosła na koniec 2008 r. 8 mld PLN (+45% R/R). Portfel kredytowy wzrósł o 26% R/R. Wskaźnik ROE wyniósł 35,7%, natomiast wskaźnik kosztów do dochodów 36%. Współczynnik wypłacalności AIG Banku na koniec grudnia 2008 r. wyniósł 13,07%. Bank ma obecnie 183 placówek własnych oraz 47 partnerskich. Przy porównaniu R/R wyniki banku wyglądają nie tak źle biorąc pod uwagę skalę pogorszenia koniunktury w drugiej połowie 2008 roku. Jednak w relacji do wyników 1H08 wyniki są znacznie gorsze. Po 1H08 bank miał 193 mln PLN zysku netto, przy WND na poziomie 613 mln PLN. Z analizy wstępnych danych podanych przez bank wynika, że w 2H08 przychody wyniosły zaledwie 327 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że na przychody banku składają się głównie wynik odsetkowy, wynik prowizyjny jest ujemny

(efekt organizacji sprzedaży – opłaty za dystrybucję produktów) i zależy od wolumenów, uważamy, że znacznie wzrosły koszty finansowania i spadła sprzedaż kredytów. Bank mógł ponieść również straty na wycenie instrumentów finansowych znajdujących się po stronie aktywów. Nie mamy informacji czy był to efekt kosztów finansowania, czy ujemnej wyceny papierów. Wolumen kredytów wzrósł nieznacznie w relacji do końca czerwca 2008. Portfel kredytów na koniec 2Q08 wynosił 5,7 mld PLN i był o 24% w relacji do końca 2007 roku. Wzrost kredytów o 26% R/R w 2008 roku implikuje portfel kredytów na poziomie 5,85 mld PLN, a więc bardzo gwałtowne spowolnienie. Wynikać to mogło z wycofania finansowania przez inwestora i wzrost kosztu kredytu międzybankowego. Odzwierciedleniem niższych przychodów były niższe koszty działania (szacujemy na podst. Wskaźnika CIR). W 1H08 wynosiły one 182 mln PLN, a w 2H08 około 156 mln PLN. Koszty ryzyka sięgnęły w całym roku około 320 mln PLN, a ich poziom spadł w 2H08 do poziomu 135 mln PLN w relacji do 185 mln PLN w 1H08. Może to wynikać ze spadku sprzedaży bieżącej kredytów w 2H08 i spadku rezerw tworzonych na bieżącą sprzedaż. W relacji do końca 1H08 spadła również suma bilansowa z poziomu 8,118 mld PLN do poziomu około 8 mld PLN. W dalszym ciągu daje to jednak bankowi bardzo wysoki poziom wskaźnika ROE, który znacznie przewyższa wskaźniki banków giełdowych. Widzimy jednak bardzo duży wpływ kryzysu na działalność banku. O wynikach negocjacji między PKO BP i AIG w sprawie zakupu AIG Bank Polska miało być wiadomo jeszcze na koniec stycznia. Do tej pory nie ujawniono ustaleń. Uważamy, że mogą zostać opublikowane w ciągu najbliższych tygodni. Wyniki drugiego półrocza mogą mieć wpływ na cenę transakcji.

Pośrednicy zrzeszeni w ZFDF sprzedali 12 mld PLN kredytów w 2008 roku

Pośrednicy finansowi zrzeszeni w Związku Firm Doradztwa Finansowego pośredniczyli w sprzedaży 12 mld PLN kredytów. Stanowi to udział w sprzedaży całego sektora na poziomie około 18%. Naszym zdaniem udział pośredników w sprzedaży ma szansę wzrosnąć w tym roku. Oczekujemy jednak znacznego spadku poziomu sprzedaży (z 57 mld PLN do 25 – 30 mld PLN), co spowoduje znaczny spadek wyników finansowych doradców. Nadchodzą ciężkie czasy dla tego segmentu. Wygrają najwięksi, z zapleczem kapitału i elastycznym podejściem do sprzedaży. W tym roku oczekujemy znacznego przesunięcia się doradców w kierunku produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych. Widoczne było to już w wynikach za 4Q08.

UOKiK chce kolejnej klauzuli niedozwolonej

UOKiK zamierza wysłać do sądu pozew o uznanie za niedozwoloną klauzulę, która pozwala bankowi dowolnie ustalać wysokość oprocentowania kredytu hipotecznego. Jeżeli sąd zgodzi się ze stanowiskiem urzędu i przyzna mu rację, zakazanej klauzuli nie będzie mógł stosować żaden bank, bez względu na to, którego z nich będzie dotyczył pozew. UOKiK uważa, że takie klauzule pozwalają bankom w sposób dowolny decydować o zmianie oprocentowania w zależności od zmiany parametrów. W tym momencie klienci będą mieli podstawę do uzyskania niższego oprocentowania. Kilka w banków w Polsce ma obecnie zapisy w umowie przewidujące, że stopa oprocentowania kredytów zależy od decyzji zarządu.

Podwyższane opłaty za obsługę

Nordea Bank Polska i Kredyt Bank zdecydowały się na podwyżki kosztów uruchomienia kredytów w koncie, MultiBank podniósł opłaty za prowadzenie rachunków dla firm, a Lukas Bank dla konta oszczędnościowego. Bankowcy niechętnie mówią o planowanych podwyżkach. Według naszych informacji zmiany w tabeli prowizji i opłat szykuje największy bank detaliczny PKO BP. Zgodne z naszymi założeniami do strategii na 2009 rok. Oczekiwaliśmy, że banki będą szukały źródeł pozyskania dodatkowych dochodów, choć częściowo pokrywających spadające przychody. Największego efektu oczekujemy w wynikach PKO BP i Pekao, które posiadają najszerszą bazę klientów detalicznych spośród wszystkich banków. Wszyscy czekają na ruch PKO BP. Najwyraźniej po sektorze rozeszły się wieści, że lider zamierza ruszyć opłaty i tak jak przy depozytach jeszcze wcześniej ruszyły na rewizję cenników. Po rozmowach z zarządami przedstawimy nasze komentarze do skali oczekiwanego wzrostu w poszczególnych bankach.

PKO BP najlepsze w kredytach unijnych

PKO BP, BRE Bank, Pekao i Raiffeisen - te cztery banki zdominowały w ubiegłym roku rynek kredytów unijnych dla przedsiębiorstw - wynika z szacunków GP. PKO BP miało 33% udziałów w ogólnej kwocie udzielonych kredytów. Nastąpiły przetasowania w liście liderów. Nie licząc solidnej pozycji PKO BP, reszta rynku przetasowała się w ciągu ostatnich kilku lat. W 2006 roku, kiedy były dostępne ostatnie dotacje ze starej perspektywy finansowej, drugie i trzecie miejsce zajęły BZ WBK oraz ING Bank Śląski. Obecnie spadły one w środek stawki, a na ich miejsce wskoczyły BRE Bank, Pekao i Raiffeisen Bank. Największy postęp poczynił Pekao (dwa pozostałe banki od lat były mocno zaangażowane w rynek kredytów unijnych). Bankowi pomógł przejęcie wraz z BPH pracowników specjalizujących się w segmencie kredytów unijnych. Ponad 60% firm sięgających po unijne dotacje bierze kredyt na realizację inwestycji. Według eksperta INnGR, nie wolno lekceważyć BGŻ, BOŚ oraz BGK. Ta grupa banków specjalizuje się w kredytowaniu inwestycji, które nie mogły się ubiegać o wsparcie w programie Innowacyjna Gospodarka. W przypadku BGŻ w grę wchodzi firma z branży rolno-spożywczej,

a BGK - samorządy. Zestawienie oparto na danych o inwestycjach, które starały się uzyskać wsparcie ze środków unijnych w ramach najpopularniejszych działań inwestycyjnych w programie Innowacyjna Gospodarka. Krajowe banki komercyjne przyznały starającym się o dotacje przedsiębiorcom blisko 3 mld PLN kredytów. 200 mln PLN dołożyły banki spółdzielcze, także zainteresowane udzielaniem kredytów unijnych. Tylko co trzeci podmiot, który ubiegał się o środki z UE, nie skorzystał z kredytu bankowego. Wybrał własne środki lub skorzystał z innych instrumentów finansowych - na przykład z leasingu. Eksperti i bankowcy są zgodni, że w związku z kryzysem finansowym oraz trudniejszym dostępem do kapitału niż to miało miejsce rok temu, fundusze unijne będą cieszyły się w 2009 roku znacznym powodzeniem wśród przedsiębiorców. Dodatkowo mimo licznych informacji o zaostrzeniu przez banki zasad kredytowania działalności firm kredyty unijne nadal będą udzielane. Naszym zdaniem banki mimo ograniczenia ogólnego wolumenu udzielanych kredytów będą bardziej zainteresowane, aby coraz większą ich część stanowiły kredyty unijne.

Mimo spadku stóp, niektóre banki podwyższają koszty kredytów gotówkowych

Open Finance podał, że mimo obniżenia stóp procentowych w Polsce, 4 banki z 21 podwyższyło oprocentowanie na kredytach gotówkowych. Analiza opierała się na przykładzie kredytów na 5 tys. PLN, na początku lutego br. Oprocentowanie zestawiono ze stawkami na koniec grudnia ub.r. W tym czasie BOŚ, Euro Bank, ING BSK i mBank zwiększyły oprocentowanie. Takie zmiany miały miejsce w ofercie dla klientów banków. Dla nowych klientów stawki poszły w górę w Banku Pocztowym, BOŚ, EuroBanku oraz mBanku. Niektóre banki obniżyły oprocentowanie dla stałych klientów: CitiHandlowy, Deutsche Bank PBC, Pekao, Polbank EFG. Dla nowych klientów koszty spadły w: Citi Handlowy, Deutsche Bank PBC, Nordea Bank, Polbank EFG. Zmiany nastąpiły również w prowizjach. Dla istniejących klientów podwyższono je w: Kredyt Banku, mBanku, Pekao. Dla pozostałych klientów również podwyższono stawki w tych bankach oraz w Banku Pocztowym. Ostatni bank obniżył jednocześnie prowizję dla stałych klientów, co zrobił również CitiHandlowy oraz MultiBank. Naszym zdaniem przy obecnym otoczeniu makroekonomicznym oraz zmienionej w relacji do ubiegłego roku ocenie ryzyka banki nie będą obniżały kosztu kredytu gotówkowego wraz ze spadkiem stóp procentowych. Wynika to nie tylko z oceny ryzyka, ale również rosnącego kosztu finansowania oraz niskiego poziomu marż w poprzednich okresach. W czasach boom'u kredytowego banki często w ogóle rezygnowały z prowizji, ścigając się jednocześnie na poziom odsetek. Nie oczekujemy takiej walki. Obniżyć oprocentowanie będą tylko Ci gracze, którzy otępią się o granicę nałożoną przez zapisy ustawy antylichwiarskiej.

Resztówki zbyt tanie aby sprzedawać

MSP powiedziało, że na razie wstrzyma się ze sprzedażą resztówek udziałów w bankach. Wciąż rozważana jest emisja obligacji zamiennych na akcje. MSP ma pięć resztówek: w BZ WBK, Banku Handlowym, BPH, Millennium oraz największą w Pekao. Rok temu wg wycen rynkowych łączna wartość pakietów wynosiła 2,2 mld PLN, obecnie niecały miliard złotych. Do tego należy jeszcze doliczyć pakiet 37% akcji w BGŻ, który Skarb Państwa miał sprzedać na giełdzie, ale obecnie negocjuje sprzedaż na rzecz Rabobanku oraz udziały w dawnym BWE, obecnie Meritum Banku. Czekamy na poprawę koniunktury giełdowej.

Nowa strategia BOŚ

Chce pozyskać 100 tysięcy nowych klientów (do 300 tys. klientów) oraz podwoić aktywa. Zarząd zaproponuje także sposoby sprywatyzowania spółki. Nowy zarząd banku zapowiadał w październiku, że za trzy – pięć lat zysk spółki może wynosić 250 – 300 mln PLN rocznie. Strategia nie jest jeszcze gotowa. Zarząd nie podaje więc docelowych wskaźników efektywności (CIR, ROE). Prezes banku mówi, że chciałby aby ROE znajdowało się na poziomie średniej, lub wyżej oczekiwanego przedziału rentowności dla sektora (szacuje ją na 12 – 15%). BOŚ już zaczął zwabiać klientów lokatami. Odsetki z trzy- lub sześćo - miesięcznego depozytu klient dostanie do ręki od razu przy wpłacie pieniędzy. Kolejnymi wabikami mają być konto oszczędnościowe i kredyt hipoteczny. Nadal jednym z głównych źródeł przychodów będzie finansowanie przedsięwzięć związanych z ochroną środowiska. Takich transakcji ma być coraz więcej. Nowy, trzyletni plan rozwoju banku będzie zakładał dokapitalizowanie BOŚ. Pod uwagę brana jest emisja akcji lub obligacji podporządkowanych. Ostateczne decyzje mają zostać podjęte do końca czerwca tego roku. Emisja skierowana byłaby do dotychczasowych akcjonariuszy. Według kierownictwa banku BOŚ potrzebuje 300 mln PLN. W najnowszej strategii znajdują się także propozycje przeprowadzenia prywatyzacji banku. Na razie jest to tylko mały konkurent pokrywanych przez nas banków. Naszym zdaniem tak pozostanie.

Falstart Allianz Banku wymusza weryfikację strategii

Eskalacja kryzysu na rynkach finansowych oraz załamanie się rynku nieruchomości całkowicie pokrzyżowały plany Allianz Banku w Polsce. Najpierw bank zwlekał z rozruchem działalności operacyjnej. Gdy w końcu ruszył w połowie grudnia 2008, w jego ofercie w ogóle nie było kredytów hipotecznych. Na razie jedynymi produktami kredytowymi banku są: pożyczka gotówkowa i karta kredytowa. W banku nie ma też już poprzedniego prezesa. Zgodnie z

pierwotnymi planami Allianz miał zainwestować w polski bank ok. 200 mln EUR, a docelowo sieć banku miała liczyć 200 placówek. Do utworzenia banku w Polsce inwestor szykował się prawie dwa lata. Niemcy nie ukrywali, że liczą przede wszystkim na produkty kredytowe, w tym głównie na kredyty hipoteczne. Allianz planował, że uda mu się sprzedawać kredyty klientom, którzy korzystają z ubezpieczeniowej oferty grupy w Polsce. W założeniach rzesza 1,3 mln klientów ubezpieczyciela miała się w ciągu 4 lat przełożyć na pół miliona klientów banku. Alior wystartował i powoli odnosi pierwsze sukcesy. Allianz naszym zdaniem w tym roku nie będzie miał równie dynamicznego startu.

Alior poczeka z kredytami na lepsze czasy

Zdaniem prezesa Alior Banku, W. Sobieraja, kryzys finansowy szybko się nie skończy i nie wszyscy go przetrwają. Także w Polsce czeka nas konsolidacja sektora bankowego. Bank w pierwszym okresie nastawił się na ofertę depozytową. Nie zmienia jednak długofalowych założeń. Bank przyjął obecnie ograniczenie, by stosunek depozytów do kredytów wynosił co najmniej 1 do 1,5 oraz co najmniej 500 mln PLN ulokowane w płynnych aktywach. Reakcją na to, co się dzieje na rynku, była też decyzja o opóźnieniu wejścia w kredyty hipoteczne. Bank po trzech miesiącach od startu miał już 65 tys. klientów, podczas gdy w planach zakładano 30 tys. Bank podtrzymuje plany rozwoju. Do 2010 roku chce mieć 200 własnych i 400 placówek partnerskich. Planuje udział w rynku na 2-4% i milion klientów. W 2011 roku Alior ma też zacząć zarabiać na sobie. Pojawia się konkurent dla największych banków w Polsce. Na razie ma 1 mld PLN depozytów i 1,4 mld kapitałów, jednak tempo rozwoju będzie odbierało część wyników sprzedażowych największym bankom.

Expander wchodzi w nowe produkty

Firma w oczekiwaniu na spadek sprzedaży kredytów hipotecznych szuka nowych produktów, w których sprzedaży mogłaby pośredniczyć. Expander uważa, że w 2009 roku sprzedaż kredytów spadnie o 20 – 30%. 2009 rok przyniesie przewartościowanie pojęcia „doradca finansowy” w kierunku osoby doradzających w zakresie zarządzania finansami klienta. Pośrednik będzie się rozwijał w zakresie produktów inwestycyjnych, kredytów gotówkowych, ubezpieczeń zdrowotnych, na życie i majątkowych. Na rynku pośredników spodziewane są fuzje mniejszych graczy. W 2008 roku Expander sprzedał kredyty hipoteczne o wartości 3,6 mln PLN (+25% R/R). Naszym zdaniem założenia co do spadku poziomu sprzedaży kredytów hipotecznych w 2009 roku są zbyt optymistyczne. Oczekujemy sprzedaży na poziomie 25 – 30 mld PLN. Uważamy, że rola pośredników będzie zmierzała w kierunku doradztwa w zakresie produktów inwestycyjnych. Model biznesowy dojrzewa, a w krajach Europy Zachodniej podstawowym źródłem dochodów pośredników są właśnie produkty inwestycyjne, ubezpieczeniowe, systematycznego oszczędzania itp., a kredyty stanowią mniejszość.

Symboliczny wzrost w leasingu

Wartość przedmiotów oddanych w leasing w 2008 roku sięgnęła niewiele ponad 33 mld PLN, wg Związku Polskiego Leasingu. Sprzedaż wzrosła o 1,7% R/R. Pierwsze miejsce utrzymał EFL (3,76 mld PLN, +1% R/R). Za nim były: BRE Leasing (3,4 mld PLN, +23% R/R), Raiffeisen Leasing Polska (3,2 mld PLN, niespełna +1% R/R), ING Lease i Car Lease (2,18 mld PLN), Millennium Leasing (1,96 mld PLN), Pekao Leasing i Pekao LIF (1,86 mld PLN), BZ WBK Finance & Leasing (1,8 mld PLN). Widać spowolnienie w tym segmencie. Oczekujemy spadku poziomu sprzedaży w 2009 roku.

BPH – Bank może zwolnić 580 pracowników (12% całkowitej liczby)

W ramach obniżania kosztów działalności Bank BPH może zwolnić do 580 pracowników. Bank podał, że przystąpił do negocjacji z zakładowymi organizacjami związkowymi w sprawie racjonalizacji zatrudnienia. Skala zwolnień może być dużym zaskoczeniem. Bank przesunął wcześniej planowany termin połączenia z GEMB, teraz jest w trakcie rewizji strategii dla połączonych banków oraz całego planu połączenia. Decyzje kadrowe mogą być konsekwencją wyników rewizji planów. BPH po podziale miał zbyt dużą skalę kosztów do aktywów. Wyjściem było albo cięcie wydatków, albo zwiększanie skali działania. Cięcia kosztów musiały jednak brać pod uwagę perspektywę połączenia z GEMB. Obecnie perspektywa zwiększania skali działania na tyle silnej, aby aktywa rosły dynamicznie jest raczej mało prawdopodobna. W tej sytuacji jedynym wyjściem jest dopasowanie kosztów do skali operacji na tyle na ile się da. Zwolnienia w takiej skali ciągną za sobą konieczność tworzenia rezerwy restrukturyzacyjnej. Roczna odprawa dla wszystkich to rezerwy rzędu 50 mln PLN. Odpowiednio krótszy okres, to mniejsze rezerwy.

BPH – wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 3 mln PLN trudno oceniać w kontekście działania samego BPH. Bank cały czas czeka na połączenie z GEMB, zatem utrzymuje wysoką bazę kosztową w relacji do swojej skali działania (ponosi również koszt rozbudowy sieci). W tym kwartale był dodatkowo wystawiony na wojnę depozytową (co miało przełożenie na presję na wynik odsetkowy) i wyższe rezerwy kredytowe (które i tak utrzymały się na poziomie 0,53%, co jest bardzo niskim poziomem na tle rynku). Rezerwy tworzone były głównie w poczet IBNR. In plus postrzegamy

bardzo duży przyrost depozytów, który doprowadził do spadku relacji kredyty/depozyty do 87% (98% kwartał wcześniej). Przyrost portfela kredytowego jest wywołany głównie osłabieniem PLN w 4Q08. Bank również zawiązał rezerwy na opcje w wysokości 11 mln PLN. Obniżyły one wynik handlowy. Po wyłączeniu tych rezerw, bank osiągnąłby bardzo dobre rezultaty na działalności własnej i klientowskiej. Wyższe niż w poprzednich kwartałach okazały się pozostałe przychody operacyjne netto po wyłączeniu przychodów z outsourcingu IT (miały wpływ na tą pozycję w pierwszej połowie ub. r.) Bank rozwiązał część rezerw tworzonych na przyszłe zobowiązania. Wyniki nie mają przełożenia na wycenę rynkową banku. Czekamy na aktualizację strategii i planu połączenia z GEMB. Bank w prezentacji zapowiedział ogłoszenie aktualizacji planu połączenia z GEMB w 2Q09, podtrzymuje 3Q09 jako okres połączenia i 4Q09 jako okres integracji operacyjnej.

BPH – Chce rosnać szybciej w kredytach i depozytach niż rynek w 2009

Bank nie planuje większych zmian w sieci placówek, które posiada obecnie. Na koniec roku miał 248 (+49 w ciągu roku). Prezes banku oczekuje osiągnięcia zysku w 2009 roku. Aby to osiągnąć bank zamierza m.in. obniżyć koszty. Prezes poinformował, że w kredytach i depozytach bank będzie chciał rosnać szybciej niż rynek. Ten według prognoz BPH dla kredytów rosnać ma o 8,5%, a dla depozytów o 7,7%. Prezes podtrzymał wcześniejsze zapowiedzi wejścia BPH w ciągu trzech-pięciu lat do piątki największych banków w Polsce. Wyniki 4Q08 były dobre, biorąc pod uwagę fakt, że bank stawiał na rozwój i odbudowę potencjału po podziale. Bardzo duży plus za obniżanie wskaźnika kredyty/depozyty. Naszym zdaniem oczekiwania banku w zakresie wzrostu portfela kredytów i depozytów w 2009 roku. Uważamy jednak, że BPH ma szansę rosnać znacznie szybciej niż rynek ze względu na niską bazę odniesienia i wzrost nasycenia nowo – otwartych placówek (aż 24 z 49 otwartych w 2008 roku placówek, otworzono w 4Q08).

BPH – Finalizacja umowy zakupu nieruchomości

Bank BPH podpisał z Pekao umowę w sprawie zakupu za 138,2 mln PLN nieruchomości w Warszawie (ul. Towarowa), która ma być wykorzystywana jako warszawska centrala banku. Odkupienie dawnej centrali BPH, która po podziale trafiła do Pekao.

BPH – Zwrot części kosztów zakupu nieruchomości

BPH otrzymał z GE Capital International Financing Corporation kwotę 39,6 mln PLN jako zwrot części kosztów poniesionych na zakup centrali przy ul. Towarowej 25A w Warszawie. Duża centrala służyła całemu BPH, przed podziałem. Jej zakup jest uzasadniony w kontekście planowanego połączenia z GEMB. Jednak bez wzrostu sumy bilansowej i skali działania banku, CIR dla nowego podmiotu będzie relatywnie wysokie. Wynika to z konieczności utrzymywania centrali, której koszty dzielić się będą na mniejszy portfel aktywów.

Getin Holding – Getin zebrał w styczniu depozyty detaliczne za 1,3 mld PLN

Getin Bank zebrał w styczniu 2009 roku depozyty o wartości 1,3 mld PLN, a sprzedaż kredytów była wówczas o 20% większa niż w styczniu 2008 roku. Dobre informacje sprzedażowe. Obawiamy się jednak, że na wyniki Getin Holding w 2009 roku bardzo duży wpływ będą miały koszty finansowania (drogimi depozytami) oraz refinansowania portfela walutowych kredytów hipotecznych (drogimi swap'ami) oraz koszty ryzyka kredytowego (szczególnie na portfelu kredytów konsumpcyjnych).

Getin Holding – wyniki 4Q08

Zysk netto Getin Holdingu w czwartym kwartale 2008 roku spadł do 65,2 mln PLN z 110,5 mln PLN rok wcześniej. Zysk okazał się zgodny z oczekiwaniami rynku, który spodziewał się, że zysk wyniesie 64 mln PLN (PAP). Getin podał, że w 2008 roku działalność w Polsce przyniosła 550,3 mln PLN zysku, natomiast z działalności zagranicznej bank miał 41,8 mln PLN straty. Wyłączając ponad 200 mln PLN transakcji sprzedaży udziałów w Noble Banku w 2007 roku, zysk osiągnięty w 2008 roku jest o 20% wyższy niż rok wcześniej. W samym 4Q08 strata z działalności zagranicznej wynosiła 39,6 mln PLN. Połowa z niej to goodwill na Ukrainie. Prezes poinformował, że grupa w celu optymalizacji kosztów planuje dalszą restrukturyzację zatrudnienia, w tym chce przeprowadzić zwolnienia grupowe. Procesy restrukturyzacyjne mają zakończyć się w 2Q08. Wynik odsetkowy banku w 4Q08 wzrósł do 269,9 mln PLN (znacznie powyżej konsensusu, o38,6% R/R). Wynik z prowizji w czwartym kwartale 2008 roku wzrósł do 45,8 mln PLN (o 17% gorszy od oczekiwań rynku). Saldo odpisów w IV kwartale 2008 roku wynosiło -162 mln PLN (oczekiwania rynkowe 112 mln PLN). Portfel kredytowy na koniec grudnia 2008 roku wynosił 21,38 mld PLN (+92% R/R), depozyty sięgnęły 20 mld PLN (+93% R/R). Wskaźnik kosztów do dochodów grupy za 2008 rok wyniósł 42,1%, natomiast wskaźnik kredytów do depozytów 106,6%. Współczynnik wypłacalności Getin Banku wynosi 11,8%, natomiast Grupy Noble Banku 13,8%. Wyniki oceniamy jako dobre. Uważamy, że bank z dużym sukcesem przeszedł do zbierania depozytów. Pozwala to na utrzymanie stabilnego zarządzania bankiem. Współczynnik wypłacalności Getin Banku znajduje się na bardzo dobrym poziomie, a relacja kredyty/depozyty dzięki aktywnej kampanii depozytowej utrzymała się niewiele powyżej 1 (107%).



Noble Bank – wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 28 mln PLN był nieznacznie gorszy od naszych oczekiwań. Jednak na poziomie zysku brutto rezultaty były o ponad 30% gorsze od naszych prognoz. Bank rozliczył w wynikach 4Q08 aktywo podatkowe, miał dodatni podatek w wysokości 2,2 mln PLN. Na poziomie wyniku na działalności bankowej rezultaty były zgodne z naszymi oczekiwaniami, przy dużej presji na wynik prowizyjny, ale za to bardzo dobrym wynikiem handlowym i odsetkowym. In minus zaskoczyły wydatki, które o prawie 39% przekroczyły nasze prognozy. Naszym zdaniem bank wykorzystał bardzo dobry dla siebie 2008 rok i zabudżetował wyższe wydatki. Częściowo może być to również wzrost kosztów obsługi klientów Open Finance, w okresie zawirowań na rynku kredytów hipotecznych. Bank nie tworzył rezerw w 4Q08. Zakładaliśmy koszty ryzyka na poziomie 1% portfela kredytów. Być może wstrzymanie się ze sprzedażą w części 4Q08 spowodowało rozwiązania IBNR, a na to miejsce nie tworzone rezerw. Naszym zdaniem taka sytuacja nie utrzyma się w kolejnych kwartałach. Wynik roczny na poziomie 152 mln PLN oceniamy jako bardzo dobry. Bank poprawił rezultaty o 20% R/R mimo bardzo trudnego dla banków 4Q08. Relacja kredyty/depozyty wzrosła, ale tylko do 110%, co pokazuje duży sukces sprzedażowy banku. O tym jednak informowano już przy ogłoszeniu połączenia z Getin Bankiem. Zarząd Noble Banku powiedział, że zamierza wypłacić część zysku za 2008 rok jako dywidendę. Wypłata połowy zysku, to DPS'08 na poziomie około 0,35 PLN i stopa dywidendy brutto na poziomie ponad 16%. Wypłata 25% zysku to DPS'08 na poziomie prawie 0,18 PLN i 8,2% stopy dywidendy brutto. Współczynnik wypłacalności był na poziomie 13,8%. Bank ma potencjał do wypłaty dywidendy. W najbliższym czasie ma połączyć się z Getin Bankiem, który również ma współczynnik wypłacalności na dobrym poziomie 118%.



BZ WBK (Kupuj)

Cena bieżąca: 73,5 PLN Cena docelowa: 101,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 514,7	-7,4%	1 486,3	-1,9%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	5 362,6
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	2 739,0	-14,1%	2 847,3	4,0%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 084,1	1 575,9	45,4%	1 133,8	-28,1%	1 225,4	8,1%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	270,3	-77,7%	540,1	99,9%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	164,2	-80,8%	380,1	131,5%		
ROE	23,0%	18,4%		3,3%		7,2%		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/E	5,6	6,3		32,7		14,1		Zmiana ceny: 6m	-58,7%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-54,3%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	187,4
Dyid (%)	8,2	4,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Negatywne zaskoczenie wynikami czwartego kwartału ubiegłego roku było zapowiedzią znacznie wyższych rezerw w tym roku. Około połowa z 301 mln PLN kosztów ryzyka w ostatnim kwartale została utworzona w wyniku rewizji IBNR, wobec którego zastosowano pesymistyczny scenariusz dla polskiej gospodarki w 2009 roku (prezes odwoływał się nawet do ujemnego PKB). Zarząd oczekuje spadku zysku netto o mniej niż 1/3 w 2009 roku. Koszty ryzyka w jego scenariuszu powinny być mniejsze niż te podane w 4Q08 (aż 3,8%), jednak zdecydowanie wyższe niż w pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku (zaledwie 0,3% portfela kredytów). Wskazania oscylowały wokół 1%. Naszym zdaniem jest to optymistyczne założenie. Stanowi potencjał do pozytywnych zaskoczeń w relacji do naszych prognoz. Zakładamy koszty ryzyka na poziomie 2,6% w 2009 i 2,2% w 2010 roku chcąc wskazać negatywny scenariusz dla banku. Oczekujemy spadku zysku netto o 81% w 2009 roku. Podtrzymujemy jednak pozytywną opinię o banku. Wycena rynkowa zdyskontowała już oczekiwany spadek wyników. Bank posiada płynny bilans (kredyty/depozyty 82%), wysoki współczynnik wypłacalności 10,74%, wyłącznie na bazie Tier I. Wyznaczamy cenę docelową dla walorów BZ WBK na poziomie 101,8 PLN/akcję i zalecamy kupowanie walorów. Obniżyliśmy naszą wycenę o ponad 10% w relacji do poprzedniej wyceny.

BZ WBK chce w '09 utrzymać wskaźnik kredyty/depozyty na poziomie max.90%

BZ WBK w strategii depozytowej na 2009 rok planuje utrzymać wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie maksymalnie 90%. BZ WBK szacuje, że w grudniu 2008 roku jego udział w depozytach ogółem wzrósł do 6,79%, z 6,04 proc. we wrześniu 2008 roku i 5,7% w grudniu 2007 roku. Bank podał, że planuje dalszy wzrost udziału w rynku m.in. poprzez rozwój oferty kont oszczędnościowych, czy wprowadzeniu nowych typów lokat terminowych. Pozytywne deklaracje. Większość banków będzie skupiała się na portfelu depozytowym. BZ WBK może mieć więc trudności w pozyskiwaniu udziału w rynku.

Zarząd rekomenduje zatrzymanie zysków

Zarząd banku będzie rekomendował zatrzymanie całości zysków netto za 2008 rok w kapitałach własnych banku.

Wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 41 mln PLN był znacznie poniżej naszych oczekiwań i oczekiwań rynku. Po wyłączeniu wpływu sprzedaży części udziałów w CU PTE (20,6 mln PLN na wynik brutto i 16,7 mln PLN na wynik netto), zysk netto grupy BZ WBK wyniósłby 24 mln PLN. Wynika to z bardzo dużych rezerw utworzonych na ryzyko kredytowe. Pozostałe linie rachunku wyników oceniamy dobrze. Przychody były niższe od naszych oczekiwań, ale w nieznaczny sposób (-7%), co nadrobiły koszty działania, które okazały się niższe o 19% od naszych oczekiwań. Koszty ryzyka stanowiły aż 3,6% portfela kredytów netto w kwartale, a koszty ryzyka w całym roku sięgnęły 1,23%. Wynika to ze znacznego wzrostu należności nieregularnych w banku w ciągu kwartału oraz utworzenia dużej rezerwy IBNR. Wskaźnik kredyty nieregularne/ kredyty ogółem skoczył z 2,3% na koniec 3Q08 aż do 2,9% na koniec 2008 roku. Wzrost wskaźnika o 0,6 pp stanowi 198 mln PLN wg średniej wartości portfela kredytów netto w 4Q08. Bank utworzył w całym 2008 roku 176 mln PLN rezerwy IBNR, reszta – 198 mln PLN to rezerwy na należności nieregularne. Utrzymanie się kosztów ryzyka na poziomie 3,6% w całym przyszłym roku, oznaczałoby bardzo słabe wyniki za 2009 rok. Oczekujemy kosztów ryzyka na poziomie istotnie przekraczającym 2%. Bank utrzymał jednak bardzo dobry poziom wskaźnika kredyty/depozyty (82% vs. 85% na koniec 3Q08), mimo rewaluacji pozycji walutowych w portfelu kredytowym. Na bardzo dobrym poziomie (10,74%) był również skonsolidowany współczynnik



wypłacalności. Uważamy, że bank będzie zmuszony znacznie ograniczyć finansowanie przedsiębiorstw, zwłaszcza w obszarze budownictwa. Portfel kredytów tego segmentu stanowił na koniec roku 41% kredytów ogółem i stanowi największy element ryzyka w banku w bieżącym roku.



Handlowy (Akumuluj)

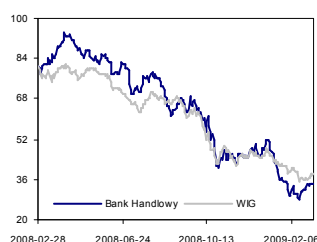
Cena bieżąca: 34,5 PLN Cena docelowa: 36,9 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 316,6	-3,6%	1 282,1	-2,6%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,3%		3,1%		3,1%		MC (cena bieżąca)	4 507,8
WNDB	2 447,1	2 315,1	-5,4%	2 206,2	-4,7%	2 225,3	0,9%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	801,8	912,0	13,7%	823,3	-9,7%	792,2	-3,8%		
Zysk brutto	1 034,2	761,2	-26,4%	397,0	-47,8%	448,4	12,9%		
Zysk netto	824,2	599,4	-27,3%	314,5	-47,5%	355,2	12,9%		
ROE	15,0%	10,6%		5,5%		6,1%		Zmiana ceny: 1m	15,7%
P/E	5,5	7,5		14,3		12,7		Zmiana ceny: 6m	-49,3%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-57,1%
D/PS	4,1	4,8		2,3		1,3		Max (52 tyg.)	94,5
Dyid (%)	11,9	13,8		6,6		3,8		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Wyniki 4Q08 zostały zainfekowane przez ujemną wycenę klientów transakcji terminowych (-147 mln PLN w wyniku handlowym oraz dodatkowe 110 mln PLN, o które ma zostać zrewidowany zysk za 2008 rok, wpływ na zysk netto rewizji wg. banku to 89 mln PLN). Także koszty ryzyka okazały się znacznie wyższe od oczekiwań rynku (-94 mln PLN, 2,7% średniej wartości kredytów netto w okresie). 1Q09 przyniesie naszym zdaniem kolejną falę odpisów na kontrakty terminowe, jeśli kurs PLN/EUR pozostanie na obecnych poziomach (około 4,7 vs. 4,17 na koniec 2008), choć banki częściowo uwzględniły ten czynnik w wynikach za 4Q08. Uważamy jednak, że skala odpisów będzie maleć. Banki w coraz większym stopniu zamykały pozycje przedsiębiorstw, dodatkowo w rezerwach 4Q08 znalazły się odpisy na należności, które mogą być uregulowane w momencie realizacji wpływów eksportowych. Jako większe zagrożenie postrzegamy narastające ryzyko kredytowe, obecnie głównie w segmencie korporacyjnym, ale na skutek wzrostu bezrobocia również w segmencie detalicznym (consumer finance). Negatywne przełożenie mocnego spowolnienia gospodarki w 2009 roku na wyniki banków jest już zdyskontowane. Współczynnik wypłacalności 11,6% na koniec 2008 (bez uwzględniania zysków zatrzymanych za ub.r.). Ograniczenie apetytu banku na aktywa ważne ryzykiem oraz brak istotnych pozycji walutowych po stronie aktywnej uzasadnia wypłacenie dywidendy z zysków za 2008 rok. Wypłata połowy zysków oznacza DPS'08 2,29 PLN/akcję przy raportowanym zysku 688 mln PLN w 2008 roku. Daje to stopę dywidendy brutto na poziomie 6,8%. Rekomendujemy akumulowanie akcji.

Potwierdzony rating wsparcia

Fitch potwierdził rating wsparcia dla Banku Handlowego na poziomie "1". Fitch podał, że rating odzwierciedla wyjątkowo duże prawdopodobieństwo otrzymania przez bank wsparcia od Citigroup. Nie wiemy jak może zmienić się sytuacja w krótkim okresie czasu, jednak informację można pozytywnie odebrać. Bank Handlowy ma zdecydowanie wyższy poziom depozytów w relacji do kredytów, nie angażował się w rynek kredytów hipotecznych (zaś jego ekspozycja walutowa w kredytach wynika tylko z popytu przedsiębiorstw na kredyty). Najprawdopodobniej wypłaci dywidendę (rekomendacja zarządu na WZA i do RN oczekiwana pod koniec marca).

Moody's obniżył rating

Moody's obniżył do A3 z A2 długoterminowy rating depozytów w walucie lokalnej i zagranicznej Banku Handlowego. Krótkoterminowy rating zadłużenia banku został obniżony do "P-2" z "P-1". Jednocześnie Moody's utrzymał rating siły finansowej banku na poziomie C-. Fala obniżania ratingów trwa. To jeszcze nie koniec.

Kolejne kwartały przyniosą niższe rezerwy?

Bank oczekuje, że kolejne kwartały przyniosą niższy poziom zawiązywanych rezerw w relacji do 4Q08. Koszty ryzyka w 4Q08 wynosiły aż 2,7% średniej wartości portfela kredytów o okresie. Było to znacznie powyżej naszych oczekiwań i znacznie powyżej założeń na 2009 rok (1,84%). Obawiamy się, że kolejny roczny przegląd bilansów i wyników klientów korporacyjnych banków pod koniec 2009 roku może przynieść kolejną falę odpisów. Zgadza się, że w pierwszej połowie br. koszty ryzyka mogą być niższe, jednak duże obciążenia pojawiają się w drugiej połowie roku.

Wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 122 mln PLN był niższy od naszych oczekiwań (169 mln PLN) i konsensusu rynkowego (147 mln PLN). Przyczyną były rezerwy (-94 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (251 mln PLN) rezultaty były lepsze od naszych



prognoz (243 mln PLN) i konsensusu rynkowego (229 mln PLN, PAP). Zaskoczeniem był poziom wyniku odsetkowego, o 50 mln PLN przekraczającego nasze prognozy i oczekiwania rynkowe. Tutaj w relacji do poprzednich kwartałów istotnie wzrosły przychody z tytułu odsetek od papierów dłużnych i od banków. Zostało to zrekompensowane przez niższą wycenę instrumentów dłużnych w dalszych pozycjach przychodów. Uważamy, że był to efekt bardzo dużego skoku rentowności w ciągu 4Q08, na skutek zawirowań na globalnych rynkach finansowych. W wyniku handlowym utworzono 147 mln PLN rezerw na zwiększone ryzyko kontrahenta (opcje). Ogółem wynik handlowy sięgnął 27 mln PLN, co oznacza, że po wyłączeniu rezerw na opcje bank odnotowałby bardzo dobre rezultaty (około 174 mln PLN). Koszty ryzyka wyniosły aż 94 mln PLN (aż 2,7% w relacji do portfela kredytów netto w kwartale). Po rozmowie z zarządem przedstawimy naszą rewizję zakładanych dla banku kosztów ryzyka kredytowego (obecnie na poziomie 184 pb w 2009 roku). Pogorszeniu ulegał jakość należności klientów korporacyjnych (rezerwy na nie wynosiły 68 mln PLN z 94 mln PLN rezerw ogółem). Wskaźnik NPL/Kredyty brutto wzrósł z 8,6% na koniec 3Q08 do 9,3% w 4Q08 (o 205 mln PLN). Wyniki oceniamy negatywnie, choć nie zmienia to naszej długoterminowej oceny banku. Kluczowe kwestie, które zadecydują o poziomie wyników w kolejnych kwartałach to: skala koniecznych kolejnych rezerw na opcje kupione od klientów, poziom ryzyka kredytowego oraz źródła wyniku odsetkowego (sytuacja z 4Q08 może się już nie powtórzyć).



ING BSK (Kupuj)

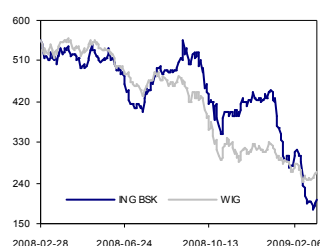
Cena bieżąca: 202,5 PLN Cena docelowa: 273,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 115,9	-3,1%	1 156,9	3,7%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		1,7%		1,9%		MC (cena bieżąca)	2 634,5
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 042,3	-0,9%	2 315,1	13,4%	Free float	19,6%
Wynik operacyjny*	547,6	580,4	6,0%	607,9	4,7%	820,3	34,9%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	104,6	-81,4%	504,7	382,4%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	83,1	-81,4%	400,6	382,4%		
ROE	16,6%	11,1%		1,9%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	-27,7%
P/E	4,2	5,9		31,7		6,6		Zmiana ceny: 6m	-63,6%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-60,8%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dywid (%)	13,8	5,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Strata na poziomie 129 mln PLN w 4Q08 była negatywnym zaskoczeniem dla rynku na początku tego roku. Jest to jednak niespełna 10 PLN/akcję i nie ma przełożenia na długoterminowe postrzeganie banku. Strata wygenerowana była na bazie ujemnej wyceny portfela obligacji. W kolejnych kwartałach oczekujemy jednak znacznego wzrostu kosztów ryzyka kredytowego. Ze względu na wyższe ryzyko związane z inwestycją w ING BSK podwyższamy beta w kalkulacji poziomu kosztu kapitałów własnych z 1,2 do 1,5. Wynika to z obaw o poziom kapitałów w banku. Obecnie generują one bardzo bezpieczny poziom współczynnika wypłacalności (10,4% Tier I), jednak w przypadku pojawienia się strat kredytowych poziom kapitałów może okazać się zbyt niski (kredyty/kapitały własne = 6,1, średnia dla sektora to również 6, ale udział kapitałów własnych w sumie bilansowej banku to 6%, średnia dla banków prawie 10%). Z tytułu wyższych kosztów ryzyka oczekujemy spadku zysku netto o ponad 80% w 2009 roku. Wyznaczamy nową cenę docelową na poziomie 273,3 PLN i zalecamy kupno akcji. Mimo ryzyka związanego z inwestycją w ING BSK uważamy, że zarząd banku bardzo konserwatywnie podchodził do oceny kredytowej klientów (stąd zdarzały się okresy gdy bank tracił udziały rynkowe). Posiada płynny bilans (kredyty/depozyty 55%) i nie musi brać udziału w wojnie depozytowej wyniszczającej przychody.

Bank wycofa depozyty od inwestora strategicznego

Do lipca ING BSK musi wycofać znaczną część depozytów ulokowanych w spółce matce. Zgodnie z uchwałą KNF, bank w Polsce może lokować maksymalnie równowartość 75% funduszy własnych. Dla ING BSK jest to 3,15 mld PLN, wg. danych na koniec 2008. Na koniec roku bank miał 7,8 mld PLN depozytów w spółce matce.

Zarząd rekomenduje zatrzymanie zysków

Zarząd banku będzie rekomendował zatrzymanie całości zysków netto za 2008 rok w kapitałach własnych banku.

Wyniki 4Q08

Strata netto na poziomie 129 mln PLN była wyższa niż oczekiwania rynku wyznaczone przez komunikat na temat wstępnych wyników ING BSK. Wówczas bank implikował, że strata sięgnie 94 mln PLN. Na poziomie zysku brutto wynik był o 22 mln PLN gorszy od naszych oczekiwań. Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw wynik był o 55 mln PLN wyższy od prognoz. Główne czynniki decydujące o stratach banku to: ujemna wycena obligacji (bank informował o tym wcześniej) oraz strata na opcjach. 163 mln PLN ujemnej wyceny zostało uwzględnione w wyniku handlowym, a kolejne 72 mln PLN w rezerwach. W sumie daje to 235 mln PLN strat z tytułu tych instrumentów. Wynik odsetkowy i prowizyjny przekroczyły nasze oczekiwania w sumie o 23 mln PLN. Koszty działania sięgnęły zaledwie 355 mln PLN vs. oczekiwania 421 mln PLN i wydatki 3Q08 na poziomie 403 mln PLN. Saldo rezerw było znacznie wyższe od naszych oczekiwań. Koszty ryzyka sięgnęły 1,9% średniej wartości kredytów netto w okresie. Po wyłączeniu odpisów związanych z opcjami koszty ryzyka sięgały 75 pb. (- 45 mln PLN). Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach bank będzie odnotowywał coraz wyższe koszty ryzyka kredytowego. Zamierzamy w najbliższym czasie zrewidować nasze prognozy wyników w tym zakresie. In plus zaskoczyły wydatki. Koszty ogółem sięgnęły 355 mln PLN (vs. 403 mln PLN kwartał wcześniej i 421 mln PLN naszej prognozy). Największe oszczędności miały miejsce w obszarze kosztów rzeczowych. Korzyści z informatyzacji banku (optymalizacja i centralizacja procesów) oraz zredukowane wydatki marketingowe to główne czynniki spadku wydatków. Relacja kredyty/depozyty wzrosła do 55% z 43% kwartał wcześniej. Wynika to bezpośrednio ze spadku bazy depozytowej w banku. Częściowo jest to efekt spadku

depozytów detalicznych (-2,2 mld PLN), a częściowo odpływ depozytów przedsiębiorstw (-1,4 mld PLN). W przypadku depozytów detalicznych jest to efekt zamknięcia trzymiesięcznej lokaty 8% oferowanej klientom w sierpniu. Spowodowała ona wzrost depozytów na koniec 3Q08 (koniec września 2008) i spadek przed końcem 2008 roku. Bank nie zdecydował się na utrzymanie takiej oferty. Biorąc pod uwagę płynność jaką dysponuje, mógł odpuścić w ostatniej fazie wojny depozytowej. Odpływ depozytów klientów korporacyjnych widoczny był wśród tzw. „klientów strategicznych”. Pogorszyła się jakość kredytów w banku. Wskaźnik wzrósł z 1,8% na koniec 3Q08 do 2,1% na koniec 4Q08. Portfel kredytów nieregularnych wynosił w sumie 503 mln PLN i był o 96 mln PLN (24%) wyższy Q/Q. Wzrost wynika głównie ze wzrostu w obszarze klientów korporacyjnych (+83 mln PLN, +31% Q/Q). Bank w dalszym ciągu utrzymuje jednak konserwatywne współczynniki pokrycia NPL rezerwami. Rezerwy celowe na należności pokrywały zagrożony portfel w 77% (kwartał wcześniej w 76%). Gdyby uwzględnić całkowite rezerwy (dodać IBNR) wskaźnik pokrycia wyniósłby 100% vs. 101% kwartał wcześniej.

Plany na 2009 rok

Bank chce w 2009 roku poprawić wskaźnik CIR. Zdaniem przedstawicieli banku 2009 będzie bardzo trudny jeśli chodzi o przychody, to co banki mogą kontrolować to wydatki. Bank chce utrzymać wyższy wzrost kosztów niż dochodów. Proces ten zaczął się w 4Q08, co było widoczne w znacznym spadku kosztów rzeczowych. Przedstawiciele banku mówią, że wyłączając jednorazowe rozwiązanie rezerwy w UOKiK poziom wydatków powinien być zbliżony do 4Q08. Bank będzie tworzył rezerwy, szczególnie w obszarze kredytów korporacyjnych. Bank przyznał, że 300 firm w jego portfelu miało opcje, z czego mniej niż 10% grało na walutach w innych bankach. Ujemna wycena obligacji, która spowodowała stratę kwartalną w ING BSK nie zostanie odwrócona. Bank sprzedał portfel „niezależnemu kontrahentowi” i odkupił natychmiast, aby móc przeklasyfikować portfel do portfela kredytowego i wyceniać go wg. zamortyzowanego kosztu (zmiany na rynkach finansowych będą miały wpływ na poziom otrzymywanych odsetek, a nie na wycenę portfela w wyniku handlowym). Bank osiągnął bardzo dużo w zakresie ograniczenia wydatków. Utrzymanie takiej dyscypliny wróży dobrze wynikom przyszłego roku. Największym zagrożeniem dla banku są rezerwy na ryzyko korporacyjne. Im większą efektywność osiągnie bank, tym większą poduszkę wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw uda mu się wypracować. Naszym zdaniem dotwarzanie rezerw na opcje będzie miało miejsce w 1Q09. Rezerwy na opcje będą gasły w 2009 roku, wraz z zapadalnością instrumentów. Największa pula z nich zapada w 1Q09. Przeklasyfikowanie portfela obligacji do portfela kredytów może spowodować kolejny odpis na wartości tego portfela.



Kredyt Bank (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 4,9 PLN

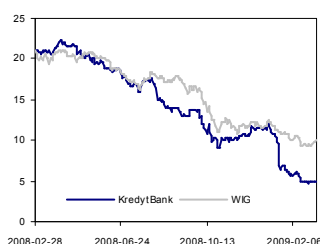
Cena docelowa: 4,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	971,3	-8,4%	1 015,1	4,5%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca)	1 331,1
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 465,8	-7,6%	1 535,8	4,8%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	398,3	531,3	33,4%	468,4	-11,8%	527,6	12,6%		
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	13,6	-96,8%	63,3	364,4%		
Zysk netto	390,5	324,9	-16,8%	10,6	-96,8%	49,0	364,4%		
ROE	17,9%	13,2%		0,4%		1,8%		Zmiana ceny: 1m	-14,0%
P/E	3,4	4,1		126,1		27,2		Zmiana ceny: 6m	-63,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-76,5%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	22,4
Dyid (%)	7,6	10,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Niski współczynnik wypłacalności (8,81%), ekspozycja na portfel kredytów walutowych, wysoki wskaźnik kredyty depozyty (132% - najczęściej spośród pokrywanych banków) oraz wysokie CIR (67,5%) przemawiają za negatywną oceną Kredyt Banku. 56% portfela kredytów brutto - 12,2 mld PLN denominowanych jest w obcych walutach, z czego 9,8 mld PLN w CHF (kredyty mieszkaniowe dla ludności), a 2,7 mld PLN w innych walutach (77% w EUR, kredyty dla przedsiębiorstw). Osłabienie złotówki generuje wzrost aktywów ważonych ryzykiem dla banku. To z kolei przekłada się negatywnie na współczynnik wypłacalności. Wysoki wskaźnik kredyty/depozyty wskazuje na wysoki koszt finansowania, tym większy im bardziej bank będzie zmuszony do dywersyfikacji źródeł finansowania akcji kredytowej. Obecnie 11 mld PLN pasywów (28% aktywów) to finansowanie hurtowe od spółek zależnych inwestora strategicznego. Uważamy, że tegoroczne koszty ryzyka w połączeniu z silną presją na wynik operacyjny przed kosztami rezerw skumulują całoroczny zysk (prognoza 11 mln PLN zysku netto, spadek o 97% R/R). Ze względu na duże ryzyka związane z inwestycją w walory Kredyt Banku podnosimy współczynnik beta w wycenie dochodowej do poziom 2, z 1,3 wcześniej. Odzwierciedla to koszt kapitału własnego na poziomie 16%. Wyznaczamy naszą nową cenę docelową na poziomie 4,1 PLN/akcję i zalecamy ich sprzedaż. Uważamy, że ryzyka nie zostały uwzględnione w wycenie rynkowej Kredyt Banku.

Celem banku kredyty/depozyty 100%?

Prezes Kredyt Bank na spotkaniu z dziennikarzami powiedział, że celem banku jest obniżenie wskaźnika kredyty/depozyty do akceptowalnego poziomu około 100%. Bank zdecydowanie ograniczy podaż kredytów w kierunku klientów i mocno postawi na depozyty. Ograniczy to przychody banku.

Wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 65 mln PLN był dokładnie na poziomie naszych oczekiwań. Wcześniej bank podał wstępne wyniki. Wynikało z nich, że zysk netto za 4Q08 wyniósł nie mniej niż 60 mln PLN, przy NIL na oczekiwanym przez nas poziomie (292 mln PLN) i przychodach przewidywanych nieco poniżej naszych oczekiwań (73 mln PLN). Negatywnie oceniamy opublikowane dane dotyczące wolumenów. Portfel depozytów wzrósł zaledwie o 0,3% Q/Q. Jednocześnie portfel kredytów wzrósł aż o 21% Q/Q, co w głównej mierze jest efektem deprecjacji PLN. Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 131%. Naszym zdaniem dalszy rozwój portfela kredytów stoi pod dużym znakiem zapytania jeśli bank nie uruchomi skutecznych metod sprzedaży depozytów. In minus postrzegamy również znaczny wzrost poziomu należności nieregularnych. W ciągu kwartału wzrosły one z niespełna 1,2 mld PLN do 1,35 mld PLN. Uważamy, że pogorszenie wskaźników jakości mogło nastąpić w obu segmentach. Widzimy znaczny przyrost rezerw na segment korporacyjny (-38,5 mln PLN tylko w 4Q08). Po trzech kwartałach ub.r. saldo rezerw tego segmentu było dodatnie i wynosiło +7,5 mln PLN. W segmencie detalicznym kolejny kwartał tworzone rezerwy (54,4 mln PLN, choć w ostatnim kwartale ich skala istotnie wzrosła). Bank rozwiązał rezerwy w pozostałej działalności. Uważamy, że jest to zdarzenie niepowtarzalne i oczekujemy wzrostu poziomu rezerw w kolejnych kwartałach.

Brak dywidendy z zysków za 2008 rok

Zarząd Kredyt Banku zapowiedział rekomendowanie niewypłacania dywidendy z zysków za 2008 roku, co jest zgodne z naszymi założeniami w prognozach finansowych. Uważamy, że przy obecnym poziomie współczynnika wypłacalności (8,81% na koniec 4Q08) oraz pogarszającej się sytuacji w otoczeniu makroekonomicznym bank będzie zmuszony do

zmniejszenia aktywności sprzedażowej kredytów. Pogorszenie się sytuacji ekonomiczno – finansowej przedsiębiorstw będzie odzwierciedlone w spadających wynikach, a słabnąca złotówka będzie zwiększała portfel kredytów, co przekłada się na wzrost aktywów ważonych ryzykiem.

Kredyt Bank zwolni w ramach zwolnień grupowych 300 osób, kolejne 200 zwolni w grupie

Kredyt Bank dokona zwolnień grupowych do 300 osób w związku z pogorszeniem sytuacji gospodarczej oraz koniecznością obniżenia kosztów prowadzonej działalności. Dalsze ograniczenia będą osiągnięte w wyniku naturalnych odejść i nieprzedłużania umów na czas określony, w tym w spółkach Grupy KB o około 200 osób. W wyniku konsultacji z Radą Pracowników zostały uzgodnione procedury, warunki, terminy oraz poziom optymalizacji zatrudnienia. Oczekiwaliśmy ograniczenia zatrudnienia w banku. pisaliśmy o tym w raporcie z 23 stycznia br., po publikacji przez bank wstępnych wyników za 4Q08 oraz deklaracje o zamiarze ograniczania wydatków. Nie uwzględnialiśmy tego w naszych prognozach wyników finansowych. Czekaliśmy na oficjalne potwierdzenie ze strony banku. Zgodnie z naszymi wyliczeniami zwolnienie 350 osób przekładałoby się na roczne oszczędności rzędu 27 mln PLN (wartość szacunkowa). Ograniczenie zatrudnienia o około 500 osób da maksymalnie 40 mln PLN oszczędności rocznych. Efekty ograniczania wydatków będą widoczne najwcześniej w drugiej połowie roku, a w pełnym wymiarze w 2010 roku. Obecnie bank utworzył rezerwę restrukturyzacyjną w związku z wejściem proces zwolnień grupowych. Rezerwa została utworzona w 1Q09. Z komunikatu wynika, że proces zwolnień grupowych dotknie bank, a nie jednostki zależne. Zatem skala rezerw restrukturyzacyjnych dotyczy 300 osób. Uważamy, że rezerwa sięgnie około 15 mln PLN. Pracownicy będą w okresie wypowiedzenia przez trzy miesiące. Jeśli bank zacznie ograniczać zatrudnienie w lutym, zatrudnienie obniży się od czerwca 2009. Do tej pory nie uwzględnialiśmy zwolnień w prognozach wydatków w banku.

Wycofanie oferty kredytów walutowych (w CHF i EUR)

Należący do belgijskiej grupy finansowej KBC Kredyt Bank wycofał z oferty dla klientów indywidualnych oraz małych i średnich przedsiębiorstw kredyty w CHF i EUR. Chodzi o kredyty hipoteczne i konsolidacyjne oferowane klientom indywidualnym i korzystającym z uproszczonej rachunkowości. Powodem tej decyzji jest rosnące ryzyko udzielania tych kredytów w następstwie wzrostu kursu walut oraz sytuacji na rynkach międzynarodowych. Decyzja banku wynika z ostrożnościowego podejścia do oceny ryzyka oraz konserwatywnej polityki kredytowej – podał bank. Trochę na to za późno. Bank jest w najgorszej sytuacji spośród wszystkich pokrywanych przez nas banków. Ponad połowa całego portfela kredytów banku była denominowana w FX na koniec 2008 roku (56%). Prawie 10 mld PLN przypadało na kredyty w CHF (kredyty mieszkaniowe dla klientów indywidualnych), a 2,7 mld PLN na inne waluty (w tym 77% w EUR). Przy dalszym osłabieniu złotówki w styczniu i lutym, bank systematycznie musiał sprostać rosnącemu poziomowi RWA w banku. Nie zagrażało to spełnieniu kryterium współczynnika wypłacalności na poziomie 8% (8,81% na koniec 2008), jednak zmniejszało poziom bezpieczeństwa. Naszym zdaniem niski poziom kapitałów w relacji do posiadanych kredytów i duża ekspozycja na kredyt walutowy zahamuje wzrost Kredyt Banku w 2009 roku.



Millennium (Kupuj)

Cena bieżąca: 1,7 PLN

Cena docelowa: 1,7 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	771,7	980,9	27,1%	935,8	-4,6%	939,4	0,4%	Liczba akcji (mIn)	849,2
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		2,0%		1,9%		MC (cena bieżąca)	1 401,1
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 634,0	-10,6%	1 668,9	2,1%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	409,4	657,0	60,5%	489,8	-25,4%	588,8	20,2%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	5,8	-98,9%	97,7	1588,2%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	4,6	-98,9%	77,4	1588,2%		
ROE	19,5%	15,5%		0,2%		2,7%		Zmiana ceny: 1m	-8,8%
P/E	3,0	3,4		305,6		18,1		Zmiana ceny: 6m	-77,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-76,8%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,7
Dyid (%)	10,3	11,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



Nowa strategia zakłada bardzo ambitne plany rozwoju (150 tys. nowych klientów detalicznych rocznie, 25 - 30% wzrostu w kredytach gotówkowych, 10 -15% wzrostu kredytów MSP, +6% przychodów ze sprzedaży produktów skarbowych). Naszym zdaniem nie zostaną zrealizowane ze względu na dążenie do ograniczenia aktywów ważonych ryzykiem w całym sektorze bankowym. Millennium nie będzie wyjątkiem, tym bardziej, że jego pozycja kapitałowa jest gorsza niż innych banków otwarcie deklarujących chęć konsolidacji bilansów. Obecnie największą kontrolę banki mają nad bazą kosztową. Zapowiedź ograniczenia wydatków o 2% w tym roku i aż o 8% w przyszłym ma pozytywny wpływ na wyniki operacyjne banku (uwzględniamy — 2% i — 5,5%). Ograniczenie wydatków nie zneutralizuje negatywnego wpływu malejących przychodów i rosnących kosztów rezerw. Bank pokaże w tym roku symboliczny zysk netto. Potencjał do pozytywnych zaskoczeń jest bardzo duży (przede wszystkim wynika z niższych kosztów ryzyka na kredytach hipotecznych), jednak po drugiej stronie szali stoi strata, która zmniejszy poziom kapitałów własnych banku. A te w relacji do aktywów ważonych ryzykiem stanowią 7,9%. Współczynnik wypłacalności na poziomie 10,2% to zasługa Tier II. Rynek uwzględnia już jednak w wycenie scenariusz braku zysków w banku. Na tle Kredyt Banku bank ma zdecydowanie niższą relację kredyty/depozyty (106%) mimo rewaluacji znacznego portfela kredytów na skutek słabnącej złotówki (skuteczna akcja zbierania depozytów) i mniejszy portfel kredytów konsumpcyjnych. Jednak ze względu na ryzyko dokapitalizowania banku w przypadku realizacji negatywnego scenariusza podwyższamy wskaźnik beta w wycenie z 1,3 do 2. Wyceniamy Bank Millennium na 1,7 PLN/akcję i zalecamy kupowanie akcji.

Wyniki 4Q08

Wynik netto na poziomie 36 mln PLN był poniżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Wpływ na niego miało zaksięgowanie dywidendy z VISA (24,8 mln PLN w wyniku handlowym). Po wyłączeniu tego przychodu, szacowany wynik netto wyniósłby około 15 mln PLN. Różnica między naszymi prognozami, a wynikami banku wynikała ze znacznie wyższych rezerw na opcje. Bank w wyniku handlowym zawarł odpis 152 mln PLN. Rezerwy na opcje uwzględniliśmy w saldzie rezerw. Bank wykazał je w wyniku handlowym. Dlatego saldo rezerw jest teoretycznie niższe od naszych oczekiwań, podczas gdy wynik handlowy znacznie odbiega od prognoz. Jednocześnie bank miał 52 mln PLN odpisów na rezerwy. Po rozmowie z zarządem przedstawimy komentarz na temat źródeł salda rezerw (czy zawierały odpisy na kontrakty terminowe). Pozostałe linie rachunku zysków i strat były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wynik odsetkowy i wynik prowizyjny były łącznie o 3 mln PLN wyższe od naszej prognozy (struktura również była zgodna z naszą prognozą). Koszty działania również nie odbiegały od naszych prognoz. Najistotniejszymi informacjami w zakresie opcji jest skala ewentualnych dalszych strat dla banku oraz kurs walutowy po jakim przeliczono ujemną wycenę opcji w sprawozdaniu finansowym. Wyniki były znacznie gorsze od prognoz, jednak nie wynika to ze spadku aktywności biznesowej banku, a rezerw na kontrakty terminowe. W ich ocenie kluczowa jest wiedza na temat ewentualnych przyszłych strat. Mogą one mieć wpływ na nasze postrzeganie banku w 2009 roku. Na obecną chwilę zakładamy spadek zysku netto w 2009 roku na skutek spadku aktywności sprzedażowej w zakresie kredytów, wzrostu kosztów finansowania oraz wyższych rezerw. Uważamy, że nie jest możliwa poprawa pozycji Banku Millennium w najbliższym okresie. Założenia przedstawionej przez bank strategii nie zmieniają naszego postrzegania banku za wyjątkiem uwzględnienia inicjatyw oszczędnościowych. Reszta postulatów jest zgodna z ogólnymi tendencjami rynkowymi.

Zarząd rekomenduje zatrzymanie zysków

Zarząd banku będzie rekomendował zatrzymanie całości zysków netto za 2008 rok w kapitałach własnych banku.

Więcej szczegółów w strategii

Bank Millennium w strategii do 2010 roku planuje roczny wzrost wolumenu kredytów konsumpcyjnych o 25-30% i chce rocznie pozyskiwać 150 tys. klientów netto poprzez sieć placówek. Bank planuje, że w 2010 r. wskaźnik cross-sell w bankowości detalicznej wyniesie 3,5. Millennium zakłada, że rocznie kredyty dla segmentu małych i średnich przedsiębiorstw będą rosły o 10-15% rocznie. Strategia Banku Millennium do 2010 roku zakłada osiągnięcie 200 mln PLN oszczędności dzięki zmniejszeniu kosztów osobowych i uproszczeniu struktur. Bank ograniczy też wydatki na IT, marketing, wynajem powierzchni i utrzymanie budynków. Jak podał bank w materiałach, strategiczne priorytety powinny dać 101 mln PLN oszczędności w 2009 r., z czego 44 mln PLN przyniesie redukcja kosztów administracyjnych, 51 mln PLN - redukcja kosztów pracowniczych, a 6 mln PLN da uproszczenie struktury organizacyjnej banku. Uważamy plany banku w zakresie wzrostu wolumenów kredytów za bardzo ambitne. Uważamy, że rynek będzie rósł w znacznie wolniejszym tempie. Realizacja takich planów oznaczałaby wzrost udziałów rynkowych w tych obszarach. Nie wiemy w jaki sposób bank zamierza zwiększyć wskaźnik sprzedaży krzyżowej. Uważamy, że tempo rozwoju banku będzie znacznie niższe.

Millennium może być na sprzedaż?

Gazeta Prawna pisze, że Bank Millennium może zostać wystawiony na sprzedaż. Zrobi to Millennium BCP, aby wzmocnić się kapitałowo. Analitycy wskazują, że BCP ma relatywnie niskie kapitały, niektórzy wskazują nawet na konieczność nowej emisji akcji przez BCP. Prezes BCP Carlos Santos Ferreira powiedział, że bank nie planuje na razie nowej emisji akcji, może jednak zwiększyć swoje zadłużenie przez emisję 1,2 mld euro obligacji. W całym ubiegłym roku BCP zarobił na czysto 201 mln EUR, natomiast zysk kontrolowanego przez nich Millennium zamknął się kwotą 413 mln PLN. Odgrzewana spekulacja. Obecnie nie można wykluczyć, że niektóre banki giełdowe zmieniają swoich właścicieli. W grupie tej wymieniany jest m.in. Millennium. Jednak obecna wycena pakietu kontrolnego w rękach BCP na poziomie około 166 mln EUR stanowi bardzo dużą okazję do kupna banku w Polsce i trudno oczekiwać wyceny akcji w transakcji przy takiej cenie.

Zmiany w składzie zarządu

Rada Nadzorcza odwołała wczoraj Pana Luisa Pereira Coutinho z funkcji Człona Zarządu i Wiceprezesa. Rada Nadzorcza odwołała także z funkcji Członka Zarządu Zbigniewa Kudasia oraz Piotra Romanowskiego. Jednocześnie Rada Nadzorcza powołała w skład Zarządu Rui Manuela Teixeira oraz Artura Klimczaka. Rui Manuel Teixeira objął jednocześnie funkcję Wiceprezesa Banku. Rui Manuel Teixeira związany jest z Grupą banku Millennium BCP od 1987 roku. W ramach BCP pełnił kierownicze funkcje w bankowości detalicznej. Kierował też Pionem Jakości Grupy BCP oraz zarządzał Pionem Bankowości Hipotecznej Grupy BCP. W latach 2003 - 2006 kierował Pionem Bankowości Detalicznej oraz był członkiem Zarządu Banku Millennium w Polsce. Pan Artur Klimczak z Bankiem Millennium związany jest od 2005 roku gdzie jest Dyrektorem Departamentu Bankowości Detalicznej.

Fitch potwierdził rating „A”, perspektywa stabilna

Fitch podtrzymał też rating krótkoterminowy na poziomie "F1", rating indywidualny na poziomie "C/D" oraz rating wsparcia na poziomie "1". Perspektywa ratingu podmiotu jest stabilna. Rating podmiotu ("IDR"), rating wsparcia i rating krótkoterminowy odzwierciedlają bardzo wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać, gdyby było to potrzebne, od swojego dominującego akcjonariusza BCP posiadającego rating "A+" z perspektywą stabilną. Stabilna perspektywa ratingu dla Banku Millennium odzwierciedla stabilną perspektywę ratingu BCP. Dobra informacja, jednak naszym zdaniem odzwierciedlona w sytuacji banku. Naszym zdaniem największa niepewność miała miejsce w ostatnim kwartale ubiegłego roku.



Pekao (Kupuj)

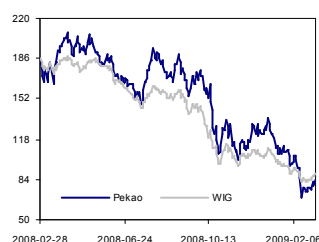
Cena bieżąca: 82,9 PLN Cena docelowa: 129,9 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	4 283,2	-5,0%	4 280,7	-0,1%	Liczba akcji (mIn)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	21 737,4
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 227,9	-4,6%	7 421,9	2,7%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	3 587,6	4 535,0	26,4%	3 582,1	-21,0%	3 694,7	3,1%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	1 707,9	-60,7%	2 408,2	41,0%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	1 370,5	-61,2%	1 937,7	41,4%		
ROE	23,1%	23,0%		8,2%		10,6%		Zmiana ceny: 1m	-14,7%
P/E	6,1	6,2		15,9		11,2		Zmiana ceny: 6m	-53,5%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-50,2%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	208,4
Dyid (%)	10,9	11,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Wyniki za 4Q08 oceniamy jako najlepsze w sektorze. Był to jeden z niewielu banków, który nie zaskoczył negatywnie, cały czas ma silny bilans, a ryzyko skonsumowania całych wyników operacyjnych wydaje się mało prawdopodobne. Czynniki takie jak płynny bilans (kredyty depozyty 91%), wysoki współczynnik wypłacalności na poziomie 11,1%, długa pozycja w walucie (więcej depozytów walutowych niż pasywów walutowych), brak zaangażowania w walutowe kredyty hipoteczne oraz konserwatywne podejście do rozwoju biznesu w ciągu ostatnich kilku lat przemawiają za inwestycją w bank Pekao. Konserwatywne podejście do ryzyka może obniżyć potencjalny poziom rezerw dla banku, jednak pozostajemy konserwatywni w ocenie tego czynnika. Tym bardziej, że bank ekspozycja jest przede wszystkim na kredyty korporacyjne i kredyty konsumpcyjne w segmencie detalicznym, generatorów najwyższych kosztów ryzyka. Widzimy jednak potencjał do pozytywnych zaskoczeń z tego tytułu. Silna pozycja kapitałowa i płynny bilans może wręcz pomóc w odbudowaniu traconych wcześniej udziałów rynkowych. Bank może pozostać selektywny, dyktować wyższe ceny usług, jednak dalej oferować kredyt w momencie gdy inne banki nie będą mogły pozwolić sobie na wzrost RWA. Zakładamy niewypłacalność dywidendy z zysków za 2008 rok. Jednak decyzja dopiero ma zapaść, a wypłata dywidendy nie zagraża współczynnikowi wypłacalności i pozwala dalej się rozwijać. Kolejny argument za inwestycją. Wypłata połowy zysków daje DPS'08 na poziomie 6,7 PLN i stopę dywidendy brutto na poziomie 8,9% (wyższa niż w B. Handlowym). Wyceniamy Pekao na 129,9 PLN/akcję i zalecamy ich kupowanie i przeważanie Pekao relatywnie w portfelu.

Finalizacja umowy zakupu nieruchomości

Bank BPH podpisał z Pekao umowę w sprawie zakupu za 138,2 mln PLN nieruchomości w Warszawie (ul. Towarowa), która ma być wykorzystywana jako warszawska centrala banku. Odkupienie dawnej centrali BPH, która po podziale trafiła do Pekao. Pozytywny wpływ na wyniki 1Q09. Nie uwzględniamy tego w naszych prognozach wyników na 2009 rok. Bez wpływu na kurs ze względu na niewielką skalę transakcji w relacji do kapitalizacji (ok. 0,5 PLN/akcję) i bez wpływu na działalność operacyjną banku.

Odwołane prognozy

Pekao odwołało swoje cele strategiczne na lata 2008 – 2010 przedstawione 1 sierpnia 2008. Celami były: ROE na poziomie minimum 25%, CIR poniżej 40%, średnia roczna stopa wzrostu przychodów minimum 10%, koszty ryzyka kredytowego na poziomie 0,5%, średnia roczna stopa wzrostu RWA na poziomie 9%. Na razie nie wiadomo kiedy bank poda nowe założenia. Może nastąpić to przy okazji publikacji wyników za 2Q09. Już w momencie publikacji założeń cele traktowaliśmy jako ambitne i praktycznie niemożliwe do osiągnięcia. Nie uwzględnialiśmy ich w naszych prognozach wyników na kolejne lata. Opierały się na dość optymistycznych w relacji do obecnych założeniach wzrostu PKB (minimum +4,7% w 2010 roku) i zakładały utrzymanie się dość wysokich stóp wzrostu wolumenów w sektorze.

Najlepsze wyniki w sektorze – 4Q08

Wynik netto na poziomie 719 mln PLN był nieznacznie powyżej naszych oczekiwań. Wpływ na to miała niższa efektywna stopa podatkowa (17%). Na poziomie wyniku brutto wynik był zgodny z oczekiwaniami (różnica poniżej 1%). In plus zaskoczył bardzo wysoki wynik handlowy (207 mln PLN vs. prognoza 167 mln PLN), pozostałe przychody operacyjne (76 mln PLN vs. 20 mln PLN prognozy) oraz niższy poziom wydatków (949 mln PLN vs. prognoza 969 mln PLN). In minus w relacji do prognoz był wynik odsetkowy oraz poziom rezerw. Wynik odsetkowy ucierpiał na skutek znacznego wzrostu kosztów finansowania, co spowodowało spadek marży



odsetkowej. Jednak dzięki temu bank zaczął powoli odbudowywać pozycję depozytową (+5% Q/Q i +1% R/R), podczas gdy jeszcze w poprzednim kwartale bank miał spadający portfel depozytów. Koszty ryzyka były wyższe niż nasze oczekiwania, jednak w dalszym ciągu znajdują się na znacznie niższych poziomach niż w innych bankach. Sięgnęły 0,7% portfela kredytów netto. Wpływ ujemnej wyceny klientów transakcji terminowych na wyniki był niewielki i wynosił 30 mln PLN. Inne banki wykazały straty w liniach wyniku handlowego i saldzie rezerw. Współczynnik wypłacalności znajdował się na poziomie 11,1%. Jest to bezpieczny poziom i uważamy, że bank utrzymuje bardzo stabilne i bezpieczne zarządzanie działalnością operacyjną.



PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 20,9 PLN

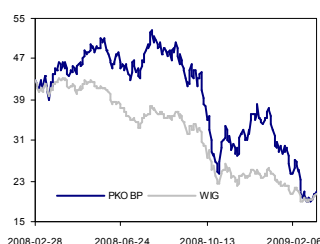
Cena docelowa: 29,6 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 097,9	-16,8%	5 391,0	5,8%	Liczba akcji (mln)	1 000,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,7%		3,7%		MC (cena bieżąca)	20 910,0
WNDB	7 444,7	9 186,3	23,4%	7 956,8	-13,4%	8 370,5	5,2%	Free float	43,1%
Wynik operacyjny*	2 705,8	5 182,0	91,5%	3 880,8	-25,1%	4 178,8	7,7%		
Zysk brutto	3 609,2	4 192,2	16,2%	1 333,4	-68,2%	1 746,6	31,0%		
Zysk netto	2 903,6	3 300,6	13,7%	1 067,4	-67,7%	1 404,9	31,6%		
ROE	26,4%	25,3%		7,3%		8,8%		Zmiana ceny: 1m	-15,0%
P/E	7,2	6,3		19,6		14,9		Zmiana ceny: 6m	-56,2%
P/BV	1,8	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-49,1%
D/PS	1,0	1,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dyid (%)	4,7	5,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,9

* przed kosztami rezerw



PKO BP jest obecnie najlepiej pozycjonowanym bankiem, jeśli chodzi o dostęp do rosnącej bazy depozytowej. Uważamy, że 2009 rok będzie serią danych o rosnących udziałach banku w segmencie depozytów detalicznych. Można mieć do niego pretensje o nasilenie wojny depozytowej, bo z nową ofertą depozytów (zapowiadana zresztą jeszcze wiosną ub.r., zanim problem płynności stał się problemem) wkroczył w sam środek kryzysu, który nastąpił po bankructwie Lehman Brothers. Obecnie relacja kredyty/depozyty sięga w banku 98%, co było skutkiem rewaluacji walutowego portfela kredytów hipotecznych. Uważamy, że w ciągu roku wskaźnik ten obniży się do poziomu 91% i pozostanie w tych okolicach w długim terminie. Dobra ekspozycja na segment detaliczny, ograniczone zaangażowanie w segment korporacyjny, wysoka efektywność działania (CIR na poziomie 45%), stabilny współczynnik wypłacalności (11,3%) dają bankowi duży potencjał rozwoju. In minus odnotowujemy ekspozycję na Ukrainę, która już w 4Q08 przyniosła 246,3 mln PLN w poczet rezerw i 76,4 mln PLN odpisu wartości firmy. Aby bank skonsumował całą nadwyżkę operacyjną prognozowaną na 2009 rok (3,9 mld PLN, -25% R/R), koszty ryzyka musiałyby sięgnąć 3,7%. Obniżenie Tier I do poziomu 6% to obniżenie kapitałów o 4,4 mld PLN (prawie 4% kredytów brutto). Wyznaczamy naszą cenę docelową na poziomie 29,6 PLN/akcję i zalecamy kupowanie akcji.

Wyniki 4Q08 poniżej oczekiwań

Wyniki (548 mln PLN zysku netto) były gorsze od oczekiwań rynkowych (727 mln PLN, PAP) i naszych prognoz (688 mln PLN). Zawiniły znacznie wyższe rezerwy (-577 mln PLN vs. konsensus -313 mln PLN i nasza prognoza -348 mln PLN). Zawiniły odpisy na Ukrainę (Kredobank). Bank utworzył 246,3 mln PLN rezerw na kredyty w banku oraz dokonał odpisu 76,4 mln PLN z tytułu utraty wartości firmy. Po wyłączeniu odpisów na Ukrainę saldo rezerw wyniosłoby -255 mln PLN (1% kredytów netto PKO BP) i było wręcz niższe od naszych oczekiwań. Wynik netto szacowany przez bank po wyłączeniu wpływu odpisów na Ukrainę wyniósłby 821,5 mln PLN i był powyżej oczekiwań rynku. Wyniki operacyjne banku zrealizowane w Polsce można ocenić pozytywnie. Bardzo negatywnie oceniamy skutki zaangażowania na Ukrainie. Bank do tej pory chyba nie uzyskał korzyści z tego banku, które wynagradzałyby ponoszone obecnie straty. Dodatkowo negatywnie należy oceniać fakt utrzymywania ekspozycji na Ukrainie, co jest konsekwencją decyzji o dokapitalizowaniu banku kwotą 1 mld UAH (390 mln PLN) do kwietnia 2009 roku. Bank zwiększył swoją ekspozycję na ukraińskie ryzyko, zamiast lokować środki na rynku polskim. Jednak portfel kredytów na Ukrainie (2 mld PLN) to w przełożeniu na liczbę akcji to 2 PLN/akcję, a dodatkowe dokapitalizowanie banku 0,4 PLN/akcję. Skala zaangażowania PKO BP na Ukrainie nie ma wpływu na skalę działania banku na polskim rynku. Współczynnik wypłacalności znajdował się bardzo dobrym poziomie 11,28%. Bank uwzględnił w kapitałach tylko zysk za pierwszą połowę roku (po audycie). Włączenie do kapitałów zysku za 2H08 (po audycie wyników rocznych) będzie pozytywnie wpływać na współczynnik wypłacalności.

Zarząd rekomenduje zatrzymanie zysków

Zarząd banku będzie rekomendował zatrzymanie całości zysków netto za 2008 rok w kapitałach własnych banku.

Prezes więcej o Ukrainie

Prezes PKO BP powiedział, że w ciągu ostatniego półrocza znacznie zwiększył się nadzór właścicielski nad operacjami na Ukrainie. Bank tylko w 4Q08 utworzył ponad 246 mln PLN rezerw na należności kredytowe i jednocześnie dokonał odpisu wartości firmy na ponad 76 mln PLN. Zdaniem prezesa odpisy te miały charakter jednorazowy. Dalsze mogą się pojawiać w

momencie pogarszania się sytuacji na Ukrainie. Prezes stara się przywrócić rentowność w Kredobanku. W ciągu ostatnich 3 miesięcy zwolniono 400 pracowników (pozostało 2,5 tys. pracowników). Naszym zdaniem rezerwy jeszcze będą, ale zgadzamy się, że już nie na taką skalę. Naszym zdaniem inwestycja w Kredobank pokazuje ryzyko z jakim wiąże się wychodzenie z inwestycjami do krajów w regionie.

PKO BP miał nieznaczne odpisy na opcje

Bank miał 30 mln PLN odpisów na „urealnienie” wyceny kontraktów opcji walutowych z niektórymi klientami. Problem opcji w minimalnym stopniu dotyczy PKO BP. Bank udostępniał takie instrumenty tylko w celu zabezpieczenia przyszłych przychodów eksportowych. Ma problem z kilkunastoma klientami, którzy zawierali takie kontrakty również w innych bankach. Nie oczekiwaliśmy znacznych odpisów w banku. Uważamy, że skala łącznych rezerw z tego tytułu będzie niewielka i być może zatrzyma się na poziomach tworzonych w 4Q08.

PKO BP myśli o kolejnych przejęciach?

Negocjacje w sprawie zakupu AIG Bank Polska jeszcze się nie skończyły. Parkiet donosi jednak, że z bankiem kontaktował się BCP. Gazeta uważa, że może oznaczać to chęć odsprzedaży swoich udziałów. BCP zaprzecza jakoby mieli opuścić polski rynek. Według źródła gazety w banku, ten cały czas dostaje oferty kupna banków, nie tylko w kraju, ale również za granicą. Naszym zdaniem jest to prasowa spekulacja, bazująca na bardzo popularnym ostatnio temacie „kto zostanie sprzedany na polskim rynku”. Kandydatów jest co najmniej kilku. Nie wiemy czy jakiegokolwiek ze stron prowadzą ze sobą rozmowy.

Konkurs ofert na AIG Bank Polska?

Transakcja sprzedaży banku wkracza w końcową fazę rozmów cenowych. Zakup AIG Banku negocjuje PKO BP, ale według informacji *Rzeczpospolitej* walczy z hiszpańską grupą Santander. Transakcja się trochę przeciąga w czasie. Informacja o dołączeniu hiszpańskiego banku jest zaskakująca. Nie wiemy na ile jest to poważny konkurent. Może to podbić cenę akwizycji. Uważamy, że przejęcie AIG Bank Polska stanowiłoby dobrą okazję do rozwoju i wzmocnienia pozycji rynkowej PKO BP, jednak pod warunkiem korzystnej ceny.

PKO BP tnie oprocentowanie, inne banki za nim

Od poniedziałku niższe odsetki od lokat terminowych będzie oferował PKO BP, lider polskiego rynku depozytowego. Oprocentowanie 3 – miesięcznej lokaty spadnie z 7% do 6%. Bank wprowadza również nowe lokaty 6 – i 12 – miesięczną. Półroczna lokata jest oparta na stawce zmiennej 6,25%, przy stałej 5,5%, a lokata roczna będzie miała stałe oprocentowanie na poziomie 5%. W ślad za liderem idą również mniejsi gracze. Bank Pocztowy od piątku obniżył odsetki od sztandarowej lokaty „Killer” z 10% do 8% Kredyt Bank kilka dni temu zredukował odsetki płacone od lokaty trzymiesięcznej z 8,3% do 7%. W ostatnich dniach oprocentowanie obniżyły także mBank, Dominet Bank, Fortis Bank i Bank BGŻ. Od poniedziałku odsetki płacone od depozytów spadną także w Banku Millennium, który w ostatnich miesiącach oferował jedne z najbardziej konkurencyjnych warunków. Oprocentowanie lokat jest nadal wysokie, ale znacznie spadła premia płacona wobec stawki WIBOR. Oczekujemy dalszego spadku oprocentowania lokat. PKO BP oferuje 5,5% stałego oprocentowania na lokacie półrocznej, a na rok gwarantuje klientom 5%. Uważamy, że oprocentowania lokaty rocznej w horyzoncie pół roku spadnie w banku ponownie. Jeśli miałoby nie spadać, to klienci powinni wziąć lokatę półroczną, a potem zdecydować się na lokatę roczną.

Emisja akcji PKO BP do końca 2009?

Minister Skarbu Państwa powiedział, że emisja akcji PKO BP, która skierowana będzie między innymi do BGK zostanie przeprowadzona w 2009 roku. Minister powiedział, że strony dążą do emisji „w miarę szybko”. Nowa emisja zostanie skierowana tylko do BGK, a po niej Skarb Państwa wraz z BGK będą mieli w sumie ponad 50% udziałów. Skarb Państwa zachowa kontrolę, ale formalnie obniży swoje zaangażowanie poniżej 50%. W przypadku zrealizowania się takiego scenariusza jest to informacja negatywna w krótkim terminie ze względu na rozwodnienie EPS. Jednak podaż akcji nie trafi na giełdę, a w średnim terminie bank zyska wyższą bazę kapitałową i umocni pozycję rynkową. BGK ma dostać 2 mld PLN, z czego 1 mld PLN miałoby pójść na dokapitalizowanie PKO BP. Naszym zdaniem szanse na emisję akcji PKO BP są jednak małe w tym roku.

Zwołanie NWZA

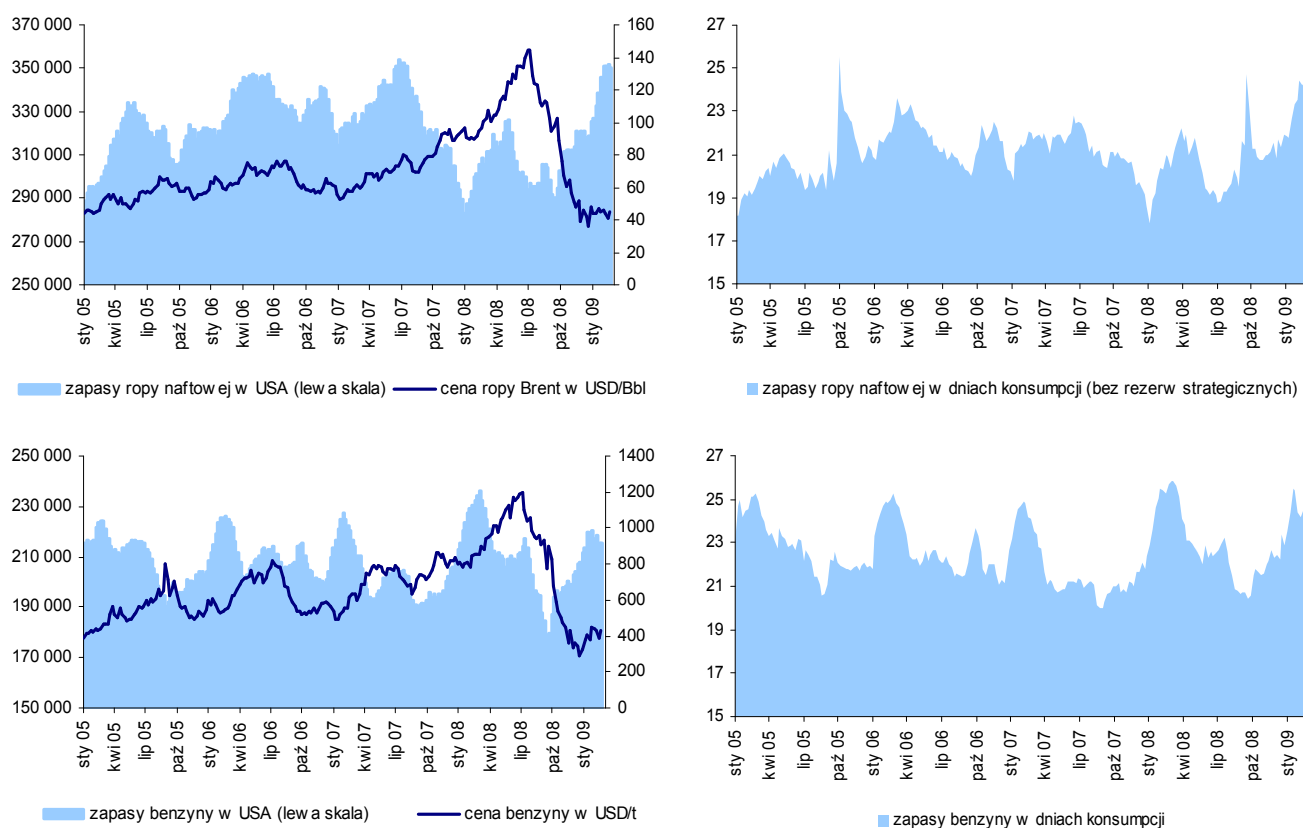
PKO BP zwołało na 6 kwietnia NWZA banku, które zajmie się zamianami w składzie Rady Nadzorczej. Z Rady ma odejść Urszula Pałaszek.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Dane z rynku paliw w USA powoli przemawiają za naszym scenariuszem

Zapasy ropy w USA w lutym wzrosły co prawda o 4,5 mln baryłek, ale systematycznie te zwiększenia okazywały się z tygodnia na tydzień mniejsze od oczekiwań, a ostatnie dane pokazały nawet spadek rezerw surowca. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na taki scenariusz wpływ miała zarówno poprawa sytuacji popytowej (dynamika popytu na benzynę w ujęciu r/r liczona dla kroczącej średniej miesięcznej zmniejszyła się do -0,4% vs. -4% na początku roku), jak i wzrost produkcji w amerykańskich rafineriach, które zachęcone wyższymi crackami na benzynie zaczęły przerabiać zgromadzone zapasy surowca. W najbliższych tygodniach te trendy powinny zostać utrzymane, a coraz większa presja na wolumeny importowe (zapowiedź większej aktywności Chin oraz ograniczenia produkcji OPEC) będzie tylko wzmacniać spadek rezerw ropy i paliw w USA, co bezpośrednio powinno przełożyć się na wzrosty notowań. Oczekujemy, iż możliwe jest przebicie poziomu 50 USD/Bbl.

Zapasy ropy i benzyny w USA w relacji do popytu



Źródło: EIA, opracowanie DI BRE



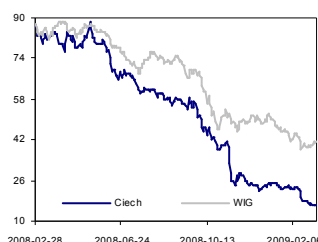
Ciech (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,5 PLN Cena docelowa: 34,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-26

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 792,3	11,0%	3 917,1	3,3%	3 955,4	1,0%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	493,0	475,5	-3,5%	507,2	6,7%	512,5	1,0%	MC (cena bieżąca)	462,0
marża EBITDA	14,4%	12,5%		12,9%		13,0%		EV (cena bieżąca)	2 000,8
EBIT	313,6	266,7	-15,0%	279,6	4,8%	264,9	-5,3%	Free float	42,7%
Zysk netto	240,2	69,0	-71,3%	141,6	105,2%	127,8	-9,8%		
P/E	1,9	6,7		3,3		3,6		Zmiana ceny: 1m	-27,8%
P/CE	1,1	1,7		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m	-71,4%
P/BV	0,3	0,5		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-80,1%
EV/EBITDA	3,3	4,7		3,9		4,0		Max (52 tyg.)	88,7
Dyid (%)	12,7	12,5		2,6		6,1		Min (52 tyg.)	16,5



Po zaskakująco dobrym zachowaniu się kursu Ciechu w styczniu, w lutym notowania Spółki mocno odbiegały in minus od indeksu WIG (-31% luty vs. -12% styczeń). Było to związane przede wszystkim z publikacją słabych wyników kwartalnych oraz obawami o rosnące straty na pozycjach hedgingowych w związku z osłabieniem złotego. Po raporcie za 4Q do ryzyk dołączyła kwestia złamania warunków umów kredytowych (wskaźnik dług/EBITDA) na kwotę 440 mln PLN i konieczność podjęcia negocjacji z bankami, co oczywiście będzie wiązać się z podwyższeniem marż kredytowych. Wyzwaniem dla Zarządu jest także restrukturyzacja pozostałego zadłużenia krótkoterminowego (łączny dług netto Ciechu sięga 1,74 mld PLN, czyli aż 3,7 razy EBITDA z 2008 roku) i to właśnie ewentualne sukcesy na tym polu mogą stać się sygnałem do odbicia notowań. Na razie jest jeszcze w naszej opinii za wcześnie na podniesienie rekomendacji na pozytywną, aczkolwiek obecne sygnały popytowe z głównych rynków Ciechu napawają optymizmem i ewentualne utrzymanie się tych wolumenów w kolejnych miesiącach będzie dawać podstawę do akumulowania.

4Q'08 - negatywne zaskoczenie na EBIT, złamanie kowenantów na kredytach

W raporcie Ciechu za 4Q'08 zaskoczenie pojawiło się na poziomie EBIT, gdzie mimo zysku na sprzedaży nieruchomości (20 mln PLN) Spółka wygenerowała stratę w wysokości 6 mln PLN. W rozbiciu na segmenty sytuacja wygląda następująco: agrochemia +4,8 mln PLN vs. Oczekiwania 0 mln PLN, organika -1 mln PLN vs. oczekiwane +10 mln PLN oraz soda +79 mln PLN vs. około 60 mln PLN. Na głównych obszarach działalności odchylenie vs. nasze prognozy było więc dodatnie, a różnica na poziomie zagregowanym aż o 53 mln PLN to przede wszystkim nieuwzględnione przez nas straty na segmencie nieorganicznym w wysokości 25 mln PLN (zapewne efekt przeszacowań zapasów pochodnych kwasu fosforowego), niższe saldo na pozostałej działalności operacyjnej (oprócz zysku na sprzedaży nieruchomości pojawiły się tam odpisy na aktywa netto wysokości ponad -10 mln PLN) oraz wyższe koszty nieprzypisane. Zaskoczenie na EBIT jest tym większe, że Spółka zanotowała w 4Q o prawie 8 mln PLN niższą amortyzację w ujęciu q/q. Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo było znacznie niższe niż oczekiwaliśmy, ale było to efektem przede wszystkim zaksięgowania części strat na hedgingu walutowym poprzez kapitały własne (łącznie na wycenie nierozliczonych transakcji Spółka straciła -230 mln PLN z czego około 111 mln PLN zakwalifikowano do rachunkowości zabezpieczeń). Jednocześnie Ciech zanotował 109 mln PLN przychodów finansowych na co złożyły się przede wszystkim dodatnie różnice kursowe na pożyczce udzielonej do Soda Deutschland (netto pożyczka vs. kredyt w EUR SWS to około 75 mln EUR) oraz należnościach walutowych netto (minus zobowiązania), które budują ekspozycję na 30 mln EUR. Ostatecznie więc Ciech wypracował dla akcjonariuszy jednostki dominującej stratę -45,4 mln PLN, co w skali roku implikuje wynik na poziomie 69 mln PLN. Prognoza 88 mln PLN po uwzględnieniu 10% odchylenia do wyniku skonsolidowanego (bez wyłączeń mniejszościowych) została więc wykonana (raportowany wynik netto 79,9 mln PLN). W 4Q'08 Ciech mimo dodatnich przepływów z działalności operacyjnej w kwocie 47 mln PLN, zanotował wzrost długu netto o 130 mln PLN do poziomu 1,74 mld PLN. Negatywną informacją jest to, że w przypadku dwóch spółek z grupy złamane zostały kowenanty kredytowe i około 440 mln PLN kredytów długoterminowych zostało przeksięgowane na pozycje krótkoterminowe w związku z możliwością postawienia ich w stan wymagalności (na razie do tego nie doszło).

Elementy długookresowej strategii

W lutym Zarząd Ciech przedstawił założenia długookresowej strategii rozwoju grupy w perspektywie 2016 roku. Najistotniejszym zmodyfikowanym elementem jest zakup Anwilu, który mógłby zostać sfinalizowany najwcześniej w 3Q'09 (opóźnienie wobec pierwotnych planów spowodowane zostało przez proces wyboru doradcy przez Orlen). Po uwzględnieniu tej transakcji Grupa powinna osiągnąć w 2016 roku 9,1 mld PLN przychodów, a bez niej 5,8 mld PLN. Długoterminowy cel marży EBITDA to 14-18%, a netto 4-8%. Spółka analizuje również

możliwości innych przejęć. Ciech spodziewa się, że w 2009 roku skonsolidowany zysk netto powinien być znacząco lepszy w ujęciu r/r (nasza prognoza to 141,6 mln PLN). Jeśli chodzi o transakcję z Orlenem to termin 3Q'09 wydaje się optymistyczny i cały proces może przesunąć się na 2010 rok. Długoterminowe założenia dotyczące rentowności EBITDA i netto uważamy za realne, ale raczej te dolne ograniczenia podanych przedziałów, odpowiednio 14% i 4%. Poziom przychodów w 2016 na poziomie 5,8 mld PLN znacząco różni się od naszych prognoz, ale trudno bez szczegółowego rozbicia tej kategorii wskazać przyczyny tego odchylenia (w części na pewno mogą to być kursy walutowe).

Cięcia kosztów i wydatków inwestycyjnych

Zarząd Ciechu zdecydował o ograniczeniu nakładów inwestycyjnych w tym roku do poziomu 290 mln PLN z pierwotnie planowanych 411 mln PLN. Mniejszy capex to efekt przede wszystkim przesunięcia części inwestycji na kolejne lata. Grupa zamierza również ograniczyć koszty operacyjne o 71 mln PLN. Redukcje w inwestycjach były zapowiadane już wcześniej. Cięcia kosztów trudno komentować, gdyż nie podano do jakich poziomów się odnoszą i czego będą dotyczyły. Być może część tych oszczędności wynika z przeprowadzonych w poprzednich latach inwestycji. Przypominamy, że poprzedni Zarząd szacował skumulowany efekt zmniejszenia kosztów w dywizji organicznej w latach 2008-09 o 120 mln PLN.

Odkupienie pozostałych udziałów w Soda Deutschland

Zarząd poinformował, że w wyniku podpisanej umowy Ciech odkupi od Pana Jochena Ohma pozostałe 8% udziałów w niemieckiej spółce sodowej. Pan Ohm złoży również rezygnację z funkcji prezesa Soda Deutschland, które według wcześniejszych ustaleń miał pełnić do czerwca 2010 roku. Ciech na mocy umowy zapłaci Jochenowi Ohmowi 12,5 mln EUR i oprócz pełnej kontroli nad niemiecką spółką uzyska w ten sposób pełne prawa do gruntów, na których zlokalizowane są kawerny i 100% zysków z ich sprzedaży. Zarząd uważa, że postanowienia tej umowy są znacznie korzystniejsze niż te podpisane w momencie zakupu SWS. Przypominamy, że Ciech nabył 90% akcji SWS za sumę 75 mln EUR, a kolejne 2% za 3 mln EUR. Według wcześniejszych umów reszta zapłaty dla Jochena Ohma miała wyglądać w następujący sposób: zakup kolejnych 6% po zakończeniu 2008 roku za 2 mln EUR +50% zysku z projektu kawernowego zrealizowanego do końca grudnia 2008, a ostatnie 2 % po zakończeniu roku 2009 za 1 mln EUR +50% z zysku projektu kawernowego zrealizowanego po 2008 roku. Według zapowiedzi Zarządu na przełomie marca i kwietnia dojdzie do finalizacji transakcji sprzedaży kawern za 20 mln EUR, co oznacza że bez umowy Jochen Ohm otrzymałby za pozostałe 8% udziałów 12 mln EUR. Oznacza to, że Ciech oczekuje jeszcze kolejnych transakcji tego typu. Ostatecznie transakcja zakupu SWS kosztowała Ciech 90,5 mln EUR, a łącznie z refinansowaniem zadłużenia niemieckiej spółki prawie 160 mln EUR. Poprzedni Zarząd oczekiwał, że EBITDA SWS w 2009 roku może sięgnąć 25 mln EUR, co implikowałoby wskaźnik EV/EITDA na poziomie 6,4. Wysoka cena zapłacona za SWS jest już jednak zdyskontowana naszym zdaniem w kursie Ciechu.

Powązkowska na sprzedaż

W porządku obrad NWZA zwołanego na 18 marca znalazł się punkt dotyczący wyrażenia zgody na zbycie posiadanych przez Ciech nieruchomości przy ulicy Powązkowskiej. Oprócz tej dezinvestycji, prasa informowała również że ponownie zaognia się konflikt w akcjonariacie PTU, gdzie główni akcjonariusze (Ciech i PTR) blokują mniejszościowego udziałowca firmę Techwell, uniemożliwiając jej wprowadzenie swoich przedstawicieli do Rady Nadzorczej. Chęć zbycia nieruchomości przy Powązkowskiej obecny Zarząd już deklarował. W ubiegłym roku wartość tego aktywa szacowaliśmy na około 35 mln PLN. Obecnie jednak Spółka byłaby w stanie uzyskać znacznie niższą cenę (szacujemy, że mogłaby ona sięgnąć 25 mln PLN). Konflikt w PTU nie jest sprawą nową i z punktu widzenia akcjonariuszy Ciechu najważniejsze jest to czy uda się zbyć 46% pakiet. Wydaje się, że obecnie gdy jest dwóch potencjalnych kupujących (oprócz Generali, chęć zakupu zgłosił także fundusz Fairfax- nowy właściciel PTR) szanse na zamknięcie transakcji w tym półroczu są duże. Cena mogłaby się kształtować w granicach 130-170 mln PLN.



Lotos (Kupuj)

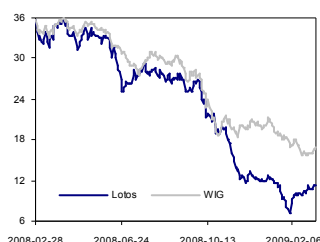
Cena bieżąca: 11,4 PLN

Cena docelowa: 29,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 316,3	24,3%	9 971,0	-38,9%	20 458,7	105,2%	Liczba akcji (mIn)	113,7
EBITDA	1 019,9	174,7	-82,9%	872,8	399,5%	1 255,6	43,9%	MC (cena bieżąca)	1 300,7
marża EBITDA	7,8%	1,1%		8,8%		6,1%		EV (cena bieżąca)	6 078,8
EBIT	713,7	-141,6		455,7		605,3	32,8%	Free float	41,2%
Zysk netto	777,2	-475,7		336,7		405,3	20,4%		
P/E	1,7			3,9		3,2		Zmiana ceny: 1m	25,0%
P/CE	1,2			1,7		1,2		Zmiana ceny: 6m	-58,8%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-65,1%
EV/EBITDA	2,0	28,0		7,0		7,3		Max (52 tyg.)	35,6
Dyid (%)	3,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Kurs Lotosu wzrósł w lutym o ponad 37%, odrabiając tym samym znaczną część dramatycznych spadków z początku roku. Publikacja bardzo dobrych jakościowo wyników za 4Q'08 utwierdza nas w przekonaniu, że w obecnych warunkach Spółka jest w stanie generować solidne przepływy pieniężne, co powinno systematycznie poprawiać sentyment do jej akcji. W krótkim terminie można oczekiwać co prawda jeszcze ujemnego efektu przeszacowania kredytów dolarowych oraz negatywnego wpływu zaplanowanego na przełom marca i kwietnia przestoju remontowego, ale w kontekście możliwych pozytywnych zaskoczeń w 2H'09, nie powinno to determinować notowań Lotosu. Sprzyjać powinno także otoczenie makro, a więc wysoki kurs USD/PLN oraz oczekiwane przez nas wzrosty cen ropy i poprawa dyferencjału Ural/Brent (pierwsze sygnały już się pojawiają). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

4Q'08- wyniki powyżej oczekiwań o dobrej jakości

Wyniki Lotosu okazały się lepsze od naszych oczekiwań i prognoz konsensusowych, nawet biorąc pod uwagę opublikowane przez Spółkę 4 lutego wstępne dane operacyjne. Wówczas można było szacować EBIT wg. LIFO na około 175 mln PLN, a tymczasem koncern zarobił 232 mln PLN (nasze szacunki 153 mln PLN). Pozytywnie zaskoczyły oba kluczowe segmenty działalności. Segment wydobywczy wypracował EBIT na poziomie 79 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 60 mln PLN, mimo iż wolumen ropy wydobytej i przerobionej w rafinerii był nieco mniejszy niż zakładaliśmy (94,6 tys. ton vs. oczekiwane 100 tys. ton). W przypadku działalności rafineryjnej raportowana strata wyniosła -736 mln PLN vs. prognozowane przez nas -798 mln PLN, co po uwzględnieniu efektu LIFO (-893 mln PLN vs. zapowiadane 4 lutego -880 mln PLN) implikuje zysk na poziomie 157 mln PLN vs. prognozowane 82 mln PLN. Na pozostałej działalności (w tym detal) Lotos zanotował stratę -4 mln PLN, a my szacowaliśmy +10 mln PLN. Na działalności finansowej, zgodnie z wcześniej przedstawionymi przez Spółkę szacunkami, saldo było ujemne i wyniosło -451 mln PLN (nasze oczekiwania -582 mln PLN), na co złożyły się przeszacowania kredytów walutowych (-348 mln PLN) oraz saldo na pozycjach hedgingowych -135 mln PLN (-285 mln PLN rozliczenie hedgingu walutowego, +170 mln PLN wycena otwartych pozycji na hedgingu walutowym, -30 mln PLN hedging zamkniętych pozycji na hedgingu marżowym i +169 mln PLN wycena otwartych pozycji na marży oraz strata na wycenie otwartych pozycji na stopę procentową -152 mln PLN). Na koniec grudnia otwarte pozycje na hedgingu walutowym wynosiły +364 mln EUR/USD (na tej pozycji głównie został wypracowany zysk z otwartych pozycji na poziomie 170 mln PLN) oraz -134 mln USD/PLN. Taki układ zabezpieczanych crossów walutowych w kontekście umocnienia się dolara do złotego oznacza, iż obecnie Lotos hedguje przede wszystkim relacje capex-kredyt i przepływy operacyjne-kredyt. Taki układ może przy założeniu większej zmienności na kursie złotego niż na parze EUR/USD, może oznaczać raportowanie relatywnie lepszych wyników na poziomie rachunku zysków i strat, gdyż część pozytywnego efektu słabej złotówki na poziomie operacyjnym nie będzie od razu neutralizowane przez straty na hedgingu. Raportowana strata netto wyniosła -904 mln PLN i tu pozytywne odchylenie od konsensusu było jeszcze większe z uwagi na wyższy niż szacowaliśmy efekt tarczy podatkowej, który wyniósł 212 mln PLN vs. oczekiwane 83 mln PLN oraz zaskakująco niski zysk dla akcjonariuszy mniejszościowych mimo wysokiego EBIT-u upstreamu (3,9 mln PLN vs. oczekiwane 14,7 mln PLN). Na poziomie bilansu należy zauważyć wzrost długu netto o 832 mln PLN q/q do poziomu 2,9 mld PLN (po uwzględnieniu krótkoterminowych aktywów finansowych). Wzrost zadłużenia wynikał z poniesionych nakładów inwestycyjnych w kwocie 970 mln PLN oraz przeszacowania walutowych kredytów. Na koniec grudnia Lotos miał 3,9 mld PLN kredytów, z czego 2 mld PLN to kredyt inwestycyjny programu 10+ (710 mln USD z 1,75 mld USD- w tym kredyt obrotowy na 0,2 mld USD i kredyt inwestycyjny na 1,55 mld USD). W wartości zobowiązań 4Q z uwagi na MSR uwzględniono także płatność za łożę Yme, która nastąpiła dopiero w styczniu 2009.

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%.

Inwestor strategiczny w 2011 roku?

Wiesław Skwarko członek Zarządu Naft Polskiej oraz przewodniczący Rady Nadzorczej Lotosu ponowił wcześniejsze zapowiedzi, że po zakończeniu programu 10+ koncern mógłby pozyskać inwestora strategicznego. Na razie jednak nie zdradził szczegółów tej ewentualnej prywatyzacji. Ponowienie tych zapowiedzi wskazuje, że obecny rząd ma w kwestii prywatyzacji Lotosu określone zdanie. Trudno jednak powiedzieć, jakie decyzje polityczne w tej sprawie zostaną podjęte za 3 lata, stąd trudno by rynek dyskontował to już teraz.

Współpraca z SOCAR w Azerbejdżanie

Polski ambasador w Baku poinformował, że Grupa Lotos prowadzi obecnie negocjacje z azerskim państwowym koncernem SOCAR w kwestii współpracy przy wydobyciu ropy na Zakaukaziu. Koncern potwierdził te informacje, ale nie podano szczegółów. Ewentualny pozytywny finał tych negocjacji byłby dobrą informacją dla Lotosu, gdyż pozyskanie doświadczonego partnera w upstreamie z dostępem do złóż w tamtym relatywnie bezpiecznym rejonie umożliwiłoby w przyszłości ekspansję w tym segmencie.

Montaż instalacji destylacji w lutym, uruchomienie w październiku

W lutym w ramach programu 10+ rozpoczął się montaż 4 kolumn do destylacji próżniowej i atmosferycznej ropy naftowej. Ta inwestycja zwiększy potencjał przerobu rafinerii z 6 mln ton rocznie do 10,5 mln ton. Uruchomienie tej instalacji zaplanowane zostało na październik. Wcześniej, bo już pod koniec lata ma działać instalacja odsiarczania ON zwiększająca wolumen diesla kosztem olejów opałowych. Zarząd zakłada, że dzięki zwiększeniu przerobu pod koniec roku Grupa, mimo planowanego na przełom I-go i II-go kwartału przestoju remontowego powinna przerobić tyle samo surowca co w roku 2008. W naszych prognozach jesteśmy bardziej konserwatywni i zakładamy spadek przerobu ropy o 17%, co uwzględnia potencjalne wydłużenie remontów i ewentualne początkowe problemy z wydajnością nowej destylacji. Podkreślamy, że w związku ze wspomnianymi realizacjami instalacji w II-giej połowie tego roku Grupa Lotos powinna zacząć pozytywnie zaskakiwać wynikami.

Szczegóły plany oszczędnościowego

Zarząd przedstawił w lutym szczegóły plany antykrzysowego. Na ograniczenie wydatków inwestycyjnych do roku 2012 o 2,1 mld PLN składają się 1,6 mld PLN z segmentu wydobywczego (brak zakupu produkcyjnych złóż za granicą i prac przygotowawczych na mniej perspektywicznych złóżach na Bałtyku) oraz 0,5 mld PLN z segmentu handlowego (spowolnienie ekspansji w detalu, spadek kosztów budowlanych i działek). W tym roku Lotos ograniczenia w Capex mają sięgnąć 200 mln PLN, a łącznie wydatki na inwestycje wyniosą 2,5 mld PLN (w tym 2 mld PLN na 10+). W planowanych oszczędnościach kosztowych największą wagą ograniczenia wydatków na marketing -40 mln PLN (sponsoring -15 mln PLN, koszty promocji i PR), oszczędności w produkcji -40 mln PLN oraz logistyce -40 mln PLN. Na pozostałą kwotę składają się niższe koszty plac (zamrożenie zatrudnienia i brak podwyżek) oraz mniejsze projekty efektywnościowe wdrażane w spółkach całej Grupy. Z łącznej kwoty 170 mln PLN oszczędności około połowę można traktować jako trwałą poprawę efektywności, reszta to cięcia jednorazowe. Wprowadzony pakiet antykrzysowy ma wygenerować poduszkę płynnościową na wypadek realizacji „czarnego” scenariusza w gospodarce. W tej chwili Spółka nie ma problemów z płynnością i jest zadowolona z wyników za styczeń, które wg. Prezesa Olechnowicza przekroczyły poziom budżetowy. Ogłoszony program oceniamy pozytywnie.

Umowa na dostawy z Total Deutschland

Lotos podpisał umowę z Total Deutschland, zgodnie z którą niemiecka firma ma dostarczyć do końca tego roku paliwa o wartości 563 mln PLN. Wcześniej Lotos współpracował już w tym zakresie z niemieckim Totalem, ale na znacznie mniejszą skalę. Zwiększenie wolumenów ma zapewne związek z sygnalizowanymi wcześniej przez Spółkę planami zwiększenia udziału w rynku hurtowym poprzez wzrost importu.

Platforma wiertnicza wycofana z B8

Platforma wiertnicza Petrobalticu została na początku lutego odholowana ze złoża B8, gdzie prowadzone były prace przygotowawcze do eksploatacji. Do połowy marca platforma będzie pracować nad jednym z otworów głównego złoża produkcyjnego Lotosu B3 (chodzi o przywrócenie pierwotnej produkcji z tego odwiertu). Następnie zostanie odholowana na pole B23, gdzie będzie prowadzić wiercenia poszukiwawcze. Informacje są zgodne z oczekiwaniami. W związku z budową platformy na złożu B8 i zaprzestaniu wydobycia testowego w 2009 roku zmniejszy się poziom wydobycia w Lotosie z około 260 tys. ton w 2008 do 190 tys. ton. Według planów Zarządu ponowna produkcja na B8 rozpocznie się w 2012 roku i wówczas poziom krajowego wydobycia może sięgnąć 646 tys. ton (do tego czasu ewentualny wzrost produkcji będzie pochodził ze złóż norweskich, których nie uwzględniamy w naszych prognozach).

Poszukiwania partnera do złóż gazowych

Agencja PAP podała, że Lotos szuka partnera w kwestii zagospodarowania złóż gazu na Morzu Bałtyckim w posiadanych przez Petrobaltic koncesjach B4 i B6. Dotychczasowe badania sejsmiczne szacują zasoby w tych złożach na odpowiednio 2 mld m³ i 1,8 mld m³. Ofertę w zakresie wydobycia ma podobno złożyć PGNiG. O współpracy Lotosu i PGNiG w tym przedsięwzięciu mówi się już od dawna i ewentualna oficjalna informacja w tej sprawie nie byłaby zaskoczeniem. Naszym zdaniem rynek nie będzie dyskutował ewentualnych korzyści z eksploatacji złóż gazowych do momentu wejścia w fazę produkcyjną tych pól, co może nastąpić dopiero za kilka lat.



PGNiG (Trzymaj)

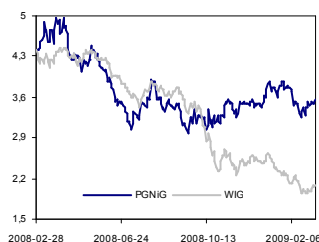
Cena bieżąca: 3,6 PLN

Cena docelowa: 3,56 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 433,1	10,7%	18 761,6	1,8%	17 978,0	-4,2%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 281,9	2 349,3	3,0%	3 216,1	36,9%	3 847,1	19,6%	MC (cena bieżąca)	20 945,0
marża EBITDA	13,7%	12,7%		17,1%		21,4%		EV (cena bieżąca)	21 647,2
EBIT	851,6	925,6	8,7%	1 514,2	63,6%	1 979,7	30,7%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	968,7	5,9%	1 211,3	25,1%	1 602,4	32,3%		
P/E	22,9	21,6		17,3		13,1		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	8,9	8,8		7,2		6,0		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-20,0%
EV/EBITDA	8,5	8,7		6,7		5,6		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	4,8	5,4		4,0		5,2		Min (52 tyg.)	3,0



Bardzo wysoka strata wygenerowana przez PGNiG w 4Q'08 na działalności regulowanej skłoniła nas do weryfikacji kalkulacji cen importowanego gazu w kontekście wysokiej zmienności otoczenia makroekonomicznego. W efekcie tych zmian dokonaliśmy znaczącego obniżenia prognozy wyników na 2009 rok. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że polityka URE w najbliższych kwartałach nadal nie będzie sprzyać Spółce i nie oczekujemy pozytywnych zaskoczeń na tym polu. Przy takich założeniach, po uwzględnieniu inwestycji w złoża norweskie, pakietu EuRoPolGazu i aktywów leasingowych, PGNiG jest wyceniany z wyraźną premią do porównywalnych spółek na bazie wskaźnika P/CE (20% na ten rok i 10% na 2010) i w naszej opinii nie jest atrakcyjny z punktu widzenia absolutnej stopy zwrotu. Swoją rolę defensywną walory PGNiG spełniły już w ciągu ostatnich 6 miesięcy, kiedy to były lepsze od indeksu WIG20 o prawie 50%. Zapowiedziany przez Zarząd kosztowny program inwestycyjny i w efekcie ujemny FCF w tym roku mogą dodatkowo zniechęcać do Spółki również inwestorów szukających ochrony kapitału. Po obniżeniu naszej rekomendacji do trzymaj na początku lutego, nie widzimy podstaw do zmiany tego stanowiska.

4Q'08 - wyższe koszty gazu z importu, EBIT mocno poniżej oczekiwań

Wyniki za 4Q'08 mocno in minus odbiegają od naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Na poziomie EBIT różnica sięga 600 mln PLN, ale odchylenia prezentują się różnie dla poszczególnych segmentów. Na działalności wydobywczej Spółka wypracowała 85 mln PLN zysku operacyjnego vs. oczekiwane przez nas 143 mln PLN, na co złożyły się wyższe ujemne różnice kursowe na pożyczkach do zagranicznych spółek wydobywczych (-53 mln PLN vs. oczekiwane -39 mln PLN) oraz utworzone rezerwy w związku ze zmianą stopy dyskontowej do wyliczania rezerw likwidacji odwiertów (-111 mln PLN r/r – my zakładaliśmy te sezonowe odpisy nieco optymistyczniej). Wolumeny sprzedaży były zgodne z oczekiwaniami. Na poziomie segmentu obrotu negatywne zaskoczenie było największe i wynika ono z niedoszacowania przez nas kosztów zakupu gazu z importu (wzrost kosztów r/r o 2 mld PLN) oraz znacznie niższym poborem gazu z magazynów (o połowę mniejszy pobór niż w 4Q'07). Spółka poinformowała, że marża na sprzedaży gazu wysokometanowego spadła z -5% w 3Q do -29%. Wynik operacyjny na tej działalności na poziomie -846 mln PLN (nasze oczekiwanie -402 mln PLN) tym bardziej zaskakuje w kontekście bardzo wysokich zysków z hedgingu (+275 mln PLN z rozliczonych transakcji i +157 mln PLN z transakcji otwartych, które jednak nie przeszły przez rachunek zysków i strat, podczas gdy my szacowaliśmy wynik na zabezpieczeniach na poziomie 250 mln PLN). Wpływ na gorszy wynik od naszych szacunków mógł mieć również wyższy wolumen sprzedaży gazu (-0,4 mld m³ r/r vs. -0,6 mld m³). W przypadku segmentu dystrybucji wynik również był gorszy od naszych szacunków (154 mln PLN vs. 250 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło +15,9 mln PLN vs. oczekiwane 59 mln PLN, a różnica wynikała przede wszystkim z braku pozytywnej kontrybucji ze strony EuRoPolGazu (rok temu +48 mln PLN, a w 4Q'08 kurs USD/PLN był wyższy). Ostatecznie na poziomie netto, dzięki tarczy podatkowej (+276 mln PLN) PGNiG wygenerowało -310 mln PLN straty. Na poziomie jednostkowym roczny zysk wyniósł 620 mln PLN i ta kwota będzie podstawą do wypłaty dywidendy.

PGNiG może domagać się odszkodowania od KGHM

Przedstawiciele PGNiG twierdzą, że jeśli nie uda się osiągnąć porozumienia z KGHM w sprawie dostaw gazu, to koncern gazowy wystąpi w drodze sądowej o odszkodowanie za poniesione w związku z umową z 2003 roku wydatki inwestycyjne w kwocie 70 mln PLN. Umowa z 2003 przewidywała, że KGHM będzie odbierał od 2008 roku 0,5 mld m³ gazu na potrzeby nowych elektrociepłowni. Prace nad budową pierwszych bloków dopiero się jednak rozpoczęły, a koncern miedziowy już zapowiedział, że skala zapotrzebowania na surowiec będzie znacznie mniejsza niż pierwotnie planowano. Tymczasem PGNiG przygotował już infrastrukturę pod ten kontrakt i teraz domaga się zwrotu zainwestowanych środków. Obie spółki prowadzą w tej

sprawie negocjacje już od roku, tak więc wypowiedzi przedstawicieli PGNiG należy traktować jako próbę wywarcia presji na kontrahenta.

Gazprom chce rozmów na szczeblu rządowym

PGNiG otrzymało odpowiedzi od Gazpromu i RosUkrEnergo w sprawie możliwości ponownego uruchomienia brakujących wolumenów dostaw gazu. RUE twierdzi, że obecnie nie ma żadnej możliwości wznowienia realizacji kontraktu z uwagi na zajęcie zapasów surowca przez ukraiński Naftohaz. Gazprom z kolei zapewnia, że byłby w stanie uzupełnić brakujące wolumeny, ale potrzebne są do tego negocjacje na szczeblu rządowym dotyczące aneksowania kontraktu jamalskiego. Taka postawa Gazpromu może oznaczać dążenie do renegocjacji formuły cenowej i wywarcia na polski rząd dodatkowych nacisków w polityce energetycznej. Z punktu widzenia wyceny PGNiG nie ma to na razie znaczenia. Wiele będzie zależało od tego w jakim stopniu URE zgodzi się na uwzględnienie ewentualnej podwyżki w cenie.

Gazprom zwiększył dostawy przez Ukrainę

PGNiG poinformowało, że 6 lutego zwiększone zostały dostawy gazu z kierunku ukraińskiego w Drozdowiczach do poziomu 12 mln m³ na dobę, co jest efektem prowadzonych rozmów z Gazprom Eksport. Kontrakt z RUE nadal nie jest realizowany. Import surowca ze wschodu był więc realizowany w 93%, ale 1 marca PGNiG zrezygnowało z tych dodatkowych wolumenów. Zarząd uważa, że w najbliższych miesiącach powinno dojść do podpisania nowego kontraktu, który w pełni rekompensowałby nie realizowaną umowę z RUE. Docelowy poziom dostaw w Drozdowiczach to 14 mln m³ na dobę. Zmniejszony poziom dostaw z importu i zwiększony pobór z magazynów PGNiG będzie miał w 1Q'09 pozytywny wpływ na wyniki segmentu obrotu.

Przydział akcji pracowniczych

Od 1 kwietnia MSP rozpocznie wydawanie darmowych akcji pracowniczych PGNiG. Łącznie od MSP pracownicy mają przejąć 750 mln walorów Spółki stanowiących 12,7% kapitału. Akcje te wejdą do obrotu dopiero 1 lipca 2010 roku (akcje dla kierownictwa rok później).

Postępowanie taryfowe powinno zakończyć się w połowie marca

Według prezesa URE Mariusza Swory postępowanie taryfowe w sprawie cen hurtowych gazu ziemnego powinno zakończyć się w połowie marca, tak aby nowa taryfa weszła w życie od początku 2Q. Analizy będą jednak bardzo trudne i złożone ze względu na zmienność parametrów makroekonomicznych. URE zapowiedziało jednak, iż nie należy spodziewać się żadnych podwyżek cen w tym roku. Nie wiadomo o jaką taryfę wnioskuje PGNiG i na jaki okres (możliwe że Spółka chce przedłużyć obowiązującą do końca roku). W naszej opinii obecny cennik zostanie przez URE utrzymany do końca 2Q, a później należy oczekiwać znaczącej obniżki cen. Skala będzie zależała od poziomu kursu USD/PLN. Przyznanie PGNiG taryfy do końca roku już teraz przy tak zmiennym makro byłoby z punktu widzenia URE ryzykowne (PGNiG kurs USD/PLN może zabezpieczyć) i pozytywnie wpłynęłoby na kurs.

Zakup licencji w Norwegii

PGNiG objął 25% w koncesji poszukiwawczej PL419 na Morzu Północnym. Udziały odkupił za symboliczną 1 koronę norweską od głównego operatora licencji firmy Nexen Exploration Norge (30% udziałów). Pozostałymi udziałowcami są Wintershall (25%) i Edison (20%). Konsorcjum zobowiązało się do wykonania próbnego odwiertu za kwotę 50 mln USD (finansowanie inwestycji proporcjonalne do udziałów). To kolejny zakup PGNiG na szelfie norweskim. Spółka posiada już 12% w złożu Skarv (udokumentowane już zasoby i przygotowywanie produkcji) oraz 30% w koncesji poszukiwawczej PL350 (zobowiązanie do przeprowadzenia odwiertu za około 80 mln USD, z czego na PGNiG przypada 24 mln USD). Zarząd Spółki poinformował również, iż tegoroczne wydatki na zagospodarowanie złoża Skarv wyniosą około 650 mln PLN, a na pozostałe projekty norweskie około 200 mln PLN. Krajowy capex segmentu wydobywczego ma sięgnąć 600 mln PLN. Uważamy, że decyzje o wejściu w kolejne projekty z doświadczonymi partnerami na szelfie norweskim to słuszny kierunek rozwoju.

Plany inwestycji w magazyny i energetykę

Wiceprezes Radosław Dudziński poinformował, że PGNiG zamierza do roku 2015 wydać na budowę nowych i rozbudowę już funkcjonujących magazynów gazu około 4 mld PLN. Ich pojemność ma wzrosnąć z obecnych 1,8 mld m³ do 3,8 mld m³ (w tym rozbudowa magazynu w Wierchowicach do końca 2011 roku o 0,6 mld m³ za 1,1 mld PLN). Również do końca 2011 roku ma zostać uruchomiony magazyn w Kosakowie (docelowa pojemność 0,25 mld m³) i Daszewie (0,03 mld m³). W 2012 roku ma zostać zwiększona pojemność magazynu w Mogilnie (+ 0,25 mld m³), a do 2015 roku ma zostać ponownie rozbudowany magazyn w Wierchowicach (+0,8 mld m³). Spółka chce również wybudować z partnerem typowo komercyjny magazyn gazu na 0,4-0,8 mld m³ w Goleniowie. Zarząd PGNiG zamierza również w perspektywie roku 2015 stać się aktywnym graczem na rynku energetycznym. Wraz z

partnerami chce budować bowiem elektrownie opalane gazem ziemnym i w efekcie tych (2-3) projektów Spółka zamierza mieć co najmniej 300MW przynależnej jej mocy wytwórczej. Plany w zakresie rozbudowy magazynów i energetyki oceniamy pozytywnie. W obu przypadkach dostrzegamy szanse na budowę dodatkowej wartości dla Spółki. W przypadku magazynów będzie to przygotowanie infrastruktury pod rolę regionalnego huba i tradera gazem ziemnym, do której PGNiG aspiruje oraz możliwość uzyskiwania długoterminowych dodatnich przepływów pieniężnych z tytułu taryf za magazynowanie już po uwolnieniu rynku. Jeśli chodzi o energetykę to najważniejszym pozytywnym aspektem jest kwestia pozyskania nowych odbiorców gazu (także pozataryfowych) oraz budowanie kompetencji w rozwojowym segmencie rynku. 300 MW mocy dawałoby około 15% w planowanych wstępnie projektach na 1800 MW (Lotos-Energa, Tauron, RWE, CEZ, KGHM), co implikowałoby udział w wydatkach inwestycyjnych na poziomie 1-1,5 mld PLN i zaowocowałoby zwiększeniem popytu na gaz o 2,1 mld m³ rocznie.

Spór zbiorowy pracowników

Zarząd nie zaakceptował zaproponowanych przez związkowców podwyżek płac na 2009 rok w wysokości 11% (wzrost funduszu płac o około 60 mln PLN). W najbliższym czasie rozpoczną się negocjacje w tej sprawie, a związki nie wykluczają strajku. W naszej opinii negocjacje zakończą się ugodą i ostatecznie podwyżki będą nieco niższe.



PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,3 PLN Cena docelowa: 40,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,0	24,7%	62 292,5	-21,7%	74 645,2	19,8%	Liczba akcji (mIn)	427,7
EBITDA	5 035,3	3 249,0	-35,5%	5 260,5	61,9%	5 059,3	-3,8%	MC (cena bieżąca)	9 516,5
marża EBITDA	7,9%	4,1%		8,4%		6,8%		EV (cena bieżąca)	26 303,0
EBIT	2 603,9	758,0	-70,9%	2 524,6	233,1%	2 250,1	-10,9%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-659,0		2 033,6		1 730,5	-14,9%		
P/E	3,9			4,7		5,5		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	2,0	5,2		2,0		2,1		Zmiana ceny: 6m	-30,5%
P/BV	0,5	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-40,7%
EV/EBITDA	4,2	7,6		5,0		5,3		Max (52 tyg.)	43,4
Dyid (%)	0,0	7,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Kurs Orlenu od początku roku zachowywał się znacznie gorzej od innych regionalnych spółek z sektora tracąc ponad 17%, podczas gdy Lotos stracił w tym czasie tylko 6%, a MOL 4%. W naszej opinii nie ma to uzasadnienia fundamentalnego i nadal podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Widoczny w wynikach 4Q spadek wolumenów w chemii i petrochemii będzie co prawda infekował rentowność w 2009 roku, ale powinno to być neutralizowane przez wysokie zyski i przepływy pieniężne generowane z działalności rafineryjnej. Taki scenariusz powinien wspierać prognozowany przez nas wzrost dyferencjału, wysoki kurs dolara oraz niższe koszty zużyć własnych ropy. Właśnie ze względu na te parametry Orlen będzie pozytywnie wyróżniać się na tle innych europejskich rafinerii, dla których rok 2008 był rokiem rekordowych marż przerobowych (benchmark dla PKN zanotował w zeszłym roku spadek, co oznacza niską bazę). Pozytywnie na notowania Spółki może mieć wpływ także globalna poprawa nastrojów w sektorze oil&gas, której spodziewamy się w związku ze wzrostem cen ropy.

EBIT LIFO 4Q'08 powyżej oczekiwań

Zysk operacyjny, choć nominalnie nieco odbiegał in minus od naszych szacunków to po oczyszczeniu o efekt LIFO prezentuje się znacznie lepiej niż oczekiwaliśmy (efekt LIFO ostatecznie wyniósł -2,7 mld PLN vs. 2,5 mld PLN uwzględnione w naszych skorygowanych prognozach po publikacji przez Spółkę szacunkowych danych operacyjnych 3 lutego). EBIT LIFO ukształtował się bowiem na poziomie 748 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 696 mln PLN i 117 mln PLN rok temu (po korekcie o one-offy i remonty). Głównym źródłem zaskoczenia okazał się segment rafineryjny, gdzie Spółka wypracowała licząc wg. LIFO aż 935 mln PLN zysku (-1,8 mld PLN straty raportowanej), podczas gdy my oczekiwaliśmy 474 mln PLN, a rok temu po oczyszczeniu EBIT LIFO było to 25 mln PLN. Tak dobry rezultat na tej działalności to przede wszystkim efekt większych wolumenów w Orlenie i Unipetrolu (+210 mln PLN), poprawy wyniku w Możejkach o 470 mln PLN (poprawa uzysków, wolumenów) oraz niższych kosztów energetycznych (+240 mln PLN). Zwracamy w tym miejscu uwagę na fakt, iż Grupa przerobiła o ponad 35% ropy więcej niż przed rokiem. W segmencie detalicznym zaskoczenia nie było i EBIT wyniósł 165 mln PLN vs. oczekiwane 174 mln PLN, a głównymi czynnikami decydującymi o poprawie rezultatu 67 mln PLN sprzed roku były poprawa wolumenów (+59 mln PLN), marż detalicznych (+17 mln PLN) oraz marż pozapaliwowych (+28 mln PLN). Odchylenie in minus pojawiło się natomiast w segmentach chemicznym i petrochemicznym. Grupa Anwilu wypracowała tylko 33 mln PLN zysku vs. oczekiwane 52 mln PLN, głównie z powodu większych niż uwzględnione przez nas spadków wolumenów w PCV. Problem z wolumenami wystąpił również w petrochemii, gdzie zanotowano spadek o 14% r/r mimo dużej liczby przestojów w ubiegłym roku. My uwzględnialiśmy przede wszystkim spadek marż na poliolefinach, ale nie wzięliśmy pod uwagę tak dużego spadku sprzedaży (oczekiwaliśmy go dopiero w 1Q'09). Ostatecznie petrochemia zanotowała stratę operacyjną -97 mln PLN vs. nasza prognoza +158 mln PLN (o odchyleniu oprócz niższych wolumenów zadecydowały ujemne odpisy zapasów w wysokości 130 mln PLN). Na pozostałej działalności operacyjnej wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami i wyniósł 33 mln PLN. Odchylenie wystąpiło w kosztach nieprzypisanych, które wyniosły aż 321 mln PLN vs. oczekiwane -200 mln PLN, ale tu było to rezultatem jednorazowego odpisu na ryzyko biznesowe (Spółka nie podała jakie to rezerwy) w wysokości 86 mln PLN. Na działalności finansowej saldo wyniosło -1,65 mld PLN z czego odsetki to 134 mln PLN, a ujemne różnice kursowe -1,5 mld (w tym -1,16 mld PLN przeszacowania kredytów w EUR). My oczekiwaliśmy ujemnego salda na poziomie -1,9 mld PLN, a było ono mniejsze tylko dzięki rozliczeniu ujemnych różnic kursowych z przeszacowań kredytów dolarowych w wysokości 414 mln PLN przez kapitały (powiązano go z inwestycją w Możejki). Wyższe od naszych oczekiwań okazało się także aktywo podatkowe (+469 mln PLN vs. oczekiwane +215 mln PLN), co ostatecznie zadecydowało o wygenerowaniu mniejszej straty netto w wysokości 3 mld PLN. W 4Q'008 Orlenowi mimo wysokiej straty nominalnej, udało się wygenerować aż 1,1

mld PLN dodatnich przepływów z działalności operacyjnej vs. -537 mln PLN rok temu. Udało się to głównie z uwagi na uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego w kwocie 2,7 mld PLN, która w pełni zneutralizowała ujemny odpis LIFO na poziomie EBIT.

Wzrost długu i przekroczenie kowenantów na koniec 2008 roku

Negatywna informacja, jaką przekazał Orlen w raporcie za 4Q to wzrost długu netto i przekroczenie kowenantów na kilku umowach kredytowych. O ile wzrost zadłużenia w dużej mierze wynika z przeszacowań zobowiązań w walutach (+2,1 mld PLN z całej kwoty wzrostu długu o 2,7 mld PLN- pozostały wzrost to kredyt na zakup udziałów w Polkomtelu za 733 mln PLN) to niestety w połączeniu z ujemnymi efektami LIFO z ostatnich dwóch kwartałów doprowadził do przekroczenia kowenantów na wskaźniku Dług netto/EBITDA. Parametr ten na EBITDA z 2008 roku wynosi obecnie 3,9, podczas gdy górny limit w umowach kredytowych, biorąc pod uwagę cele ze strategii, mógł wynosić 3,5. Z tego właśnie względu zgodnie z MSR Orlen musiał przeksięgować znaczną część kredytów długoterminowych na krótkoterminowe, gdyż banki mogą zażądać ich wymagalności. Na razie trwają negocjacje i żadne decyzje nie zapadły (prawdopodobnie chodzi o 3 kredyty w EUR- jeden na 1 mld EUR podpisany z międzynarodowym konsorcjum, drugi na 0,8 mld EUR również z konsorcjum 6 banków oraz trzeci podpisany w styczniu 2008 na 0,3 mld EUR). W naszej opinii wypowiedzenie umów przez banki jest mało prawdopodobne (osłabienie EBITDA jest niegotówkowe, a wskaźnik dług_netto/EBITDA LIFO wynosi 2,5), ale możliwe że wykorzystają one sytuację do podniesienia marż kredytowych. Podwyżka spreadu o 200 punktów bazowych na wspomnianych kredytach oznaczałaby wzrost kosztów finansowych w skali roku o 40 mln EUR, co przy obecnym kursie oznacza prawie 190 mln PLN. Powinno to być jednak w pełni zneutralizowane przez spadek rynkowych stóp procentowych.

Orlen szuka oszczędności

Prezes Jacek Krawiec w wypowiedziach dla prasy podkreśla, że koncern obecnie prowadzi analizy na wszystkich szczeblach działalności dotyczące możliwych do uzyskania oszczędności kosztowych i inwestycyjnych, nie wyklucza także optymalizacji zatrudnienia. Jeśli chodzi o capex to Orlen nie zamierza już zwiększać zadłużenia i na inwestycje wyda tyle, ile gotówki uda się wypracować z działalności operacyjnej. Na razie są to tylko zapowiedzi i nie ma konkretnych informacji o skali tych oszczędności. Rynek zacznie je dyskontować w naszej opinii dopiero wówczas gdy Orlen dostarczy pierwsze „transze” tych cięć w wynikach kwartalnych.

Umowa na dostawy ropy do Możejek

Zarząd poinformował w komunikacie, że Orlen podpisał z Gunvor International umowę na dostawy ropy drogą morską do rafinerii w Możejkach w lutym 2009 o szacunkowej wartości 31 mln USD. W ciągu ostatnich 12 miesięcy ze wspomnianym kontrahentem zawarto kontrakty na łączną kwotę prawie 2 mld PLN. Możejki w 100% realizują dostawy ropy drogą morską. W 2008 roku łącznie rafineria przerobiła 9,2 mln ton surowca. Wartość powyższego kontraktu wskazuje, że Gunvor posiada około 13% udziału w całości dostaw. Brak komunikatów o umowach z innymi traderami wskazuje, że Możejki w dużej mierze morskie zakupy spotowe realizują poprzez firmy, z którymi Orlen ma podpisane umowy długoterminowe na dostawy ropy rurociągiem, czyli J&S, Petraco i Petrotrade. Wydaje się bowiem mało prawdopodobne, że pozostałe prawie 90% dostaw było aż tak mocno zdywersyfikowane.

Orlen zaniepokojony stanowiskiem rządu Litwy

Prezes Krawiec na łamach prasy twierdzi, że koncern nie ma wsparcia ze strony rządu litewskiego i dlatego niewykluczone, że będzie musiał ograniczyć inwestycje w Możejkach, zwolnić część pracowników i poszukać partnera do tej rafinerii. Podobno Litwa po sprzedaży resztówki w Możejkach nadal chce zachować prawo weta do niektórych decyzji korporacyjnych i nie zamierza oddawać kontroli operacyjnej nad terminalem w Kłajpedzie, na czym zależy Orlenowi. Trudno w tej chwili określić jak potoczy się ten konflikt, aczkolwiek na razie wydaje się, iż zapowiedzi odsprzedaży części udziałów w Możejkach to tylko element presji negocjacyjnej na litewski rząd.

Zmiana prezesa Unipetrolu

Francois Vleugels zrezygnował z funkcji prezesa Unipetrolu, którą sprawował przez ostatnie 3 lata. Jego miejsce zajmie Krzysztof Urbanowicz, który wcześniej był m.in. prezesem Volvo Auto Poland, dyrektorem zarządzającym w PZU oraz dyrektorem zarządzającym w URSA- firmie produkującej materiały izolacyjne. Zmiana jest zapewne efektem niedawnych zmian w kierownictwie Orlenu.

PGNiG i Orlen razem po zagraniczne złoża

Prezes PGNiG potwierdził, że Spółka prowadzi rozmowy z Orlenem w sprawie współpracy w segmencie wydobywczym i mogłaby się zaangażować w projekt, który obecnie analizuje PKN. Chodzi tu o notowaną na giełdzie spółkę, która posiada aktywa wydobywcze w różnych rejonach świata. Wykonano już analizy opłacalności tej transakcji i due dilligence. Współpraca

obu firm przyniosłaby naszym zdaniem obopólne korzyści, choć w obecnej sytuacji można oczekiwać, że to PGNiG byłby większościowym akcjonariuszem przejmowanej firmy. Ostateczna ocena będzie zależała od szczegółów tego projektu.

Nie będzie instalacji etylobenzenu dla Synthosa

PKN Orlen i Synthos rozwiązały podpisaną w styczniu 2007 roku umowę wieloletnią na dostawę etylobenzenu. Przyczyną rozwiązania umowy była zbyt wysoka cena produktu oferowana przez Orlen, wyliczona w oparciu o szacowane koszty budowy jednostki produkcyjnej. Rozwiązanie umowy jak podano w komunikacie nie rodzi żadnych konsekwencji finansowych dla Orlenu. Synthos zamierza uzupełnić brakujące wolumeny poprzez zwiększenie zakupów etylenu i benzenu w Unipetrolu i komponowanie etylobenzenu na instalacjach w Litwinowie. Umowa z nowych instalacji Orlenu przewidywała uruchomienie dostaw w 2010 roku. Synthos nie będzie miał problemów z bieżącymi dostawami surowca dla swoich instalacji, ale musi zabezpieczyć dodatkowe wolumeny pod planowany wzrost produkcji w kolejnych latach.

Odszkodowanie dla Możejek

Możejki otrzymały od ubezpieczycieli trzecią transzę odszkodowania za zniszczoną w pożarze instalację w wysokości 63 mln USD. Wcześniej Spółka otrzymała dwie transze odpowiednio na 70 mln USD i 40 mln USD. Początkowo Orlen szacował kwotę odszkodowań na 180 mln USD, ale gdy Spółka otrzymała drugą transzę Zarząd poinformował, że może to być ostatnia płatność w tego tytułu. Kolejne 63 mln USD jest więc w tym kontekście pozytywnym zaskoczeniem i poprawi wyniki 1Q'09.



Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,7 PLN

Cena docelowa: 8 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,7	31,8%	2 238,2	-6,9%	2 208,7	-1,3%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	235,1	229,3	-2,5%	150,0	-34,6%	149,0	-0,7%	MC (cena bieżąca)	349,5
marża EBITDA	12,9%	9,5%		6,7%		6,7%		EV (cena bieżąca)	204,3
EBIT	187,5	163,2	-12,9%	84,8	-48,0%	80,8	-4,7%	Free float	21,0%
Zysk netto	204,0	28,8	-85,9%	74,9	160,1%	71,1	-5,1%		
P/E	1,7	12,1		4,7		4,9		Zmiana ceny: 1m	10,7%
P/CE	1,4	3,7		2,5		2,5		Zmiana ceny: 6m	-73,3%
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-72,9%
EV/EBITDA	0,8	1,6		1,4		1,5		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	9,3	0,0		22,5		6,4		Min (52 tyg.)	4,2



Akcje Polic zachowywały się w lutym zaskakująco dobrze, rosnąc o 10% podczas gdy indeks WIG zanotował spadek o 12%. Uważamy jednak, że te wzrosty nie mają podstawy fundamentalnej i wynikały raczej z korekty drastycznego spadku kursu w poprzednich miesiącach. Przedstawione przez Spółkę wyniki za 4Q'08 okazały się gorsze od oczekiwań i choć takie straty w następnych kwartałach już się nie powtórzą, to Spółce będzie bardzo trudno odbudować wolumeny sprzedaży nawozów NPK. Pełne wykorzystanie mocy wytwórczych mocznika nie wystarczy do wypracowania solidnych przepływów pieniężnych, co będzie wiązało się z koniecznością znacznego wzrostu zadłużenia. W pierwszej połowie roku wyniki Polic nadal mogą znajdować się pod kreską, a ewentualna poprawa w 2H'09 będzie zależała od skali obniżki cen gazu. Niska rynkowa wycena aktywów (P/BV=0,4) nie stanowi w tym momencie argumentu do zakupu akcji, gdyż widzimy ryzyko odpisów na aktywach produkcyjnych NPK. Pozytywne informacje w przypadku Polic mogą pojawiać się dopiero pod koniec roku. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

4Q'08 - niższe wolumeny sprzedaży, ujemny cash flow operacyjny

Wyniki Polic za 4Q'08 zaskakują negatywnie już na poziomie przychodów, gdzie odchylenie w stosunku do naszych oczekiwań wyniosło 55 mln PLN, co było spowodowane bardzo niską sprzedażą nawozów wieloskładnikowych (tylko 18,8 mln PLN przychodów vs. 475 mln PLN w 3Q). Sytuację przychodową ratował mniejszy niż zakładaliśmy spadek sprzedaży mocznika i amoniaku. Na poziomie operacyjnym Spółka zanotowała 236 mln PLN straty, w czym uwzględniono odpis aktualizujący stan zapasów w kwocie -149 mln PLN (zgodnie z wcześniejszymi komunikatami). W ujęciu segmentowym największe odchylenie od naszych szacunków pojawiło się na segmencie bieli tytanowej, gdzie Spółka zanotowała aż 50 mln PLN kwartalnej straty operacyjnej, gdy my oczekiwaliśmy tylko -3 mln PLN (złożyły się na to niższe przychody oraz odpis z tytułu testu na utratę wartości w wysokości -33 mln PLN). Segment nawozowy wygenerował -159,8 mln PLN straty, czyli mniej niż szacowane przez nas -176 mln PLN, ale po oczyszczeniu o dodatni efekt testu na utratę wartości w kwocie 32 mln PLN, wynik był gorszy o 14 mln PLN od prognoz. Spółka zanotowała również 14 mln PLN straty na pozostałej działalności, a my szacowaliśmy wynik bliski zera. Podsumowując, wyniki na działalności operacyjnej wskazują na duże problemy z wolumenami sprzedaży, które może być ciężko odbudować w 2009 roku, szczególnie jeśli chodzi o nawozy NP i NPK. Dodatkowo negatywnie poziom przychodów może infekować spadek sprzedaży amoniaku, która w 4Q była jeszcze wysoka. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała ujemne saldo w wysokości -134 mln PLN (-124 mln PLN straty na hedgingu- jak podał Zarząd na 2009 rok stopień zabezpieczenia globalnej walutowej ekspozycji netto wynosi około 69%- w tym wypadku kluczowy naszym zdaniem będzie teraz możliwy do osiągnięcia poziom przychodów) vs. oczekiwane przez nas -81 mln PLN, ale wystąpienie tego odchylenia sygnalizowaliśmy po komunikacie Zarządu o wyższych stratach na hedgingu (-44 mln PLN vs. nasze szacunki). Na poziomie netto po uwzględnieniu tarczy podatkowej (57 mln PLN vs. oczekiwane 15 mln PLN) Police wypracowały -313 mln PLN straty kwartalnej. Spółka w 4Q'08 z uwagi na ujemne przepływy z działalności operacyjnej musiała zaciągnąć kredyty obrotowe w wysokości 145 mln PLN, co praktycznie całkowicie zniwelowało widoczną jeszcze w 3Q gotówkę netto (dług netto na poziomie 6 mln PLN vs. -166 mln PLN w 3Q).

Powołanie „nowego” Zarządu

Rada Nadzorcza Spółki po przeprowadzeniu postępowań kwalifikacyjnych powołała w lutym Zarząd nowej kadencji: Ryszard Siwiec-prezes, Zbigniew Miklewicz- dyrektor ekonomiczny, Sławomir Winiarski- dyrektor handlowy, Arkadiusz Pawlak- dyrektor strategii i rozwoju oraz wybrany już w kwietniu 2008 Janusz Motyliński- dyrektor organizacji i zarządzania (zgłoszony przez pracowników). Skład Zarządu w relacji do poprzedniego zmienił się tylko nieznacznie. Kierownictwo ZCH Police opuścił Artur Rzempała, który wcześniej odpowiadał za finanse, a



zastąpił go Zbigniew Mikiewicz dotychczas pełniący obowiązki głównego księgowego (pracuje w Policach od 2003 roku, a wcześniej pełnił funkcje kierownicze m.in. w BRE Leasing i Pekao SA).



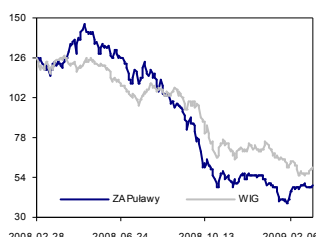
ZA Puławy (Akumuluj)

Cena bieżąca: 48,8 PLN Cena docelowa: 65,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 371,5	-5,3%	2 183,6	-7,9%	2 394,4	9,7%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	432,8	372,0	-14,0%	178,6	-52,0%	167,9	-6,0%	MC (cena bieżąca)	932,2
marża EBITDA	17,3%	15,7%		8,2%		7,0%		EV (cena bieżąca)	633,4
EBIT	358,7	297,7	-17,0%	90,6	-69,6%	71,1	-21,5%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	170,3	-48,5%	109,4	-35,8%	67,7	-38,2%		
P/E	2,8	5,5		8,5		13,8		Zmiana ceny: 1m	20,2%
P/CE	2,3	3,8		4,7		5,7		Zmiana ceny: 6m	-50,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-61,3%
EV/EBITDA	1,0	1,3		3,5		4,5		Max (52 tyg.)	145,9
Dyid (%)	3,5	8,8		5,5		3,6		Min (52 tyg.)	38,1



Obecnie biznes operacyjny ZA Puławy, po uwzględnieniu 662 mln PLN gotówki netto na bilansie na koniec 2008 roku, wyceniany jest na około 275 mln PLN, czyli 2,4-krotność rocznego zysku jaki średnio w najbliższych 3-latach jest w stanie ta Spółka generować. Stwarza to ciekawą okazję inwestycyjną dla inwestorów o dłuższym horyzoncie czasowym (2-5 lat). Analiza harmonogramów planowanych przez ZAP inwestycji, wskazuje że w najbliższych kwartałach nie ma ryzyka znaczącego uszczuplenia środków pieniężnych, które są w obecnym otoczeniu makro postrzegane jako jedno z głównych aktywów ZAP. Dobrym momentum do budowania pozycji będą naszym zdaniem spodziewane słabe wyniki I-szego półrocza 2009. W drugiej połowie roku liczymy na poprawę rentowności, przede wszystkim z uwagi na spodziewane obniżki cen gazu przez URE. W naszej opinii szanse na odbudowanie trendu wzrostowego na cenach nawozów azotowych w perspektywie roku są niewielkie i rekomendujemy nieuwzględnianie takiego scenariusza przy decyzji inwestycyjnej. Siła sprzedażowa ZA Puławy (bezpośredni dostęp do wielu rynków, doskonała sieć dystrybucji) powinna jednak pozwolić Spółce przetrwać ten trudny okres bez generowania strat, co pozwala nam rekomendować akumulowanie akcji już teraz.

Przerwa w obradach NWZA

Akcjonariusze zarządziли przerwę w obradach NWZA do 6 marca bez podejmowania żadnych uchwał. Przypominamy, że wcześniej Zarząd ze względu na niepewną sytuację na rynku zrezygnował z punktu dotyczącego zakupu akcji innej spółki (nie podano w jakim obszarze była planowana ta akwizycja). Nie podjęto również uchwały w sprawie zwiększenia kwoty inwestycji w ciąg tlenownia-amoniak-mocznik, co prawdopodobnie wynika z opóźnienia akceptacji tego punktu przez Radę Nadzorczą.

Zgazowanie węgla gotowe w 2013 roku?

ZA Puławy otrzymały oficjalnie studium wykonalności instalacji zgazowania węgla przygotowane przez firmę Bechtel. Analizy te, według Zarządu, potwierdzają opłacalność tej inwestycji, ale niestety nie podano żadnych parametrów ekonomicznych jakie z nich wynikają. Harmonogram inwestycji przewiduje, że do połowy tego roku będą trwały prace przygotowawcze dotyczące struktury finansowania i pozyskania ewentualnych partnerów kapitałowych (LW Bogdanka wyraził gotowość wsparcia tego projektu). Budowa mogłaby się rozpocząć w połowie 2010 roku, a rozruch instalacji w połowie 2013 roku. Koszty szacowane są wstępnie w przedziale 1,2-1,8 mld USD. Z uwagi na brak jakichkolwiek danych ekonomicznych trudno polemizować z generalną tezą opłacalności tej inwestycji (przede wszystkim nie podano założeń dotyczących długoterminowego spreadu cenowego między gazem i węglem, dodatkowych oszczędności w zakresie energetyki i wytwarzania ciepła, ewentualnych kosztów sekwestracji CO₂). Wiadomo jednak, że instalacja będzie zużywać około 1,2-1,3 mln ton węgla rocznie i w produkcji gazu syntezowego zastąpi około połowę zużywanego obecnie gazu ziemnego. Przy obecnych cenach surowców implikowałoby to roczne oszczędności rzędu 150 mln PLN, które oczywiście nie uzasadniają capexu na poziomie ponad 5 mld PLN. Dodatkowe korzyści z tego projektu w postaci efektywności energetycznej, efektu tarczy podatkowej wynikającej z lokalizacji inwestycji w strefie ekonomicznej oraz potencjalne granty z UE na pewno skracająby okres zwrotu, choć z dzisiejszej perspektywy rynku może i tak wydawać się on zbyt długi. Uważamy jednak, że inwestorzy nie będą jeszcze dyskontować tej inwestycji w kursie akcji ze względu na fakt, iż ewentualne pierwsze znaczne wypływy pieniężne nastąpią dopiero w 2010 roku.

Telekomunikacja



Netia (Kupuj)

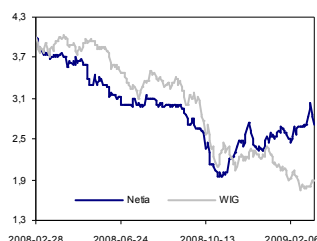
Cena bieżąca: 2,7 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 121,2	33,8%	1 503,1	34,1%	1 640,3	9,1%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	234,0	37,1%	290,1	24,0%	MC (cena bieżąca)	1 050,8
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	744,7
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-23,4	-76,5%	36,6		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-9,9		43,3			
P/E		4,6				24,2		Zmiana ceny: 1m	9,8%
P/CE	186,3	2,1		4,2		3,5		Zmiana ceny: 6m	-10,0%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-29,9%
EV/EBITDA	6,4	5,0		3,2		2,3		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Wyniki zgodne z oczekiwaniami i wyjście Novatora z inwestycji to główne czynniki wpływające obecnie na kurs akcji spółki. Podtrzymujemy opinię, że spółka będzie należała do nielicznego grona podmiotów istotnie poprawiających wyniki w ujęciu r/r. W perspektywie dwóch lat nadal aktualne jest wejście do spółki inwestora branżowego. Podtrzymujemy rekomendację kupna.

Umowa Netii z P4

Netia i P4 zawarły umowę, zgodnie z którą P4 otrzyma od Netii opcję nabycia części radiowego sprzętu transmisyjnego, który jest obecnie wykorzystywany przez Netię do świadczenia usług dla P4 na podstawie umowy zawartej w 2006 r. (utrzymanie przez Netię łączny transmisyjnych dla potrzeb UMTS dla P4). Opcja obejmuje nabycie przez P4 urządzeń transmisyjnych w 1944 lokalizacjach, co stanowi około 90% wszystkich lokalizacji wykorzystywanych przez Netię na te potrzeby. Opcja będzie mogła być zrealizowana wyłącznie w jednym z trzech terminów jak opisano poniżej: 1 stycznia 2010 r. – (łączna cena zakupu: 65,7 mln PLN); 1 stycznia 2011 r. (łączna cena zakupu: 44,8 mln PLN); 1 stycznia 2012 r. - (łączna cena zakupu: 37,9 mln PLN). Wg naszych szacunków dotychczasowe nakłady Netii na wspomnianą infrastrukturę to ok. 85 mln PLN (do końca roku wzrost do 100 mln PLN), co oznacza, że zwrot z zainwestowanego kapitału nie jest imponujący (IRR=0). Spółka uzyskuje przychody z dzierżawy infrastruktury na rzecz P4 na poziomie ok. 50 mln PLN rocznie.

Tele2 zapłaci TP

Tele2 musi zwrócić TPSA ponad 3,3 mln PLN; kolejne pozwy opiewają łącznie na ponad 70 mln PLN. Tele2 uzyskało korzyści korzystając bezprawnie z opłat ryczałtowych w rozliczaniu ruchu między sieciami obu operatorów. Sądowy nakaz zapłaty wydany w tej sprawie uprawomocnił się 13 lutego 2009 r. i podlega wykonaniu. Realizuje się negatywny scenariusz dla Netii. Z zapowiedzi zarządu wynika, że spółka zabezpieczyła się przed taką ewentualnością przy ustalaniu ceny przejęcia Tele2 i będzie wysuwać roszczenie w stosunku do Tele2. W najbardziej negatywnym scenariuszu potencjalna strata wynikająca z pozwu TP to 0,18 PLN na akcje spółki.

Wyniki Netii za 4Q2008

W 4Q2008 spółka osiągnęła dobre wyniki - zgodne z niedawnymi zapowiedziami zarządu i zbliżone do naszych prognoz (odchylenie EBITDA i zysku netto 5%). Przychody wzrosły do 369 mln PLN (+75% r/r) głównie dzięki przejęciu Tele2 Polska. EBITDA spółki zamknęła się kwotą 57,6 mln PLN (marża 15,2%), a strata netto spadła do 10 mln PLN. Za 4Q2008 w pełni widać efekt akwizycji Tele2 Polska. Na koniec roku spółka miała 413,6 tys. użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu, z czego 227,4 tys. w oparciu o BSA. Średni miesięczny przychód na abonenta wyniósł tu 60 PLN. Łączna liczba abonentów usług głosowych wyniosła 1,065 mln, z czego we własnej sieci 392,5 tys., a 673 tys. to WLR. ARPU we własnej sieci wyniosło 67 PLN (71 PLN w 3Q2008), a w WLR wzrosło do 56 z 46 PLN w poprzednim kwartale. W 2009 roku spółka planuje zwiększenie liczby użytkowników szerokopasmowego internetu do 525 tys., klientów usług głosowych do 1,15 mln i uwolnienie łącznie 300 węzłów LLU (obecnie 133, dostęp do 1,3 mln potencjalnych klientów, obecnie posiada 2,5 tys. klientów LLU) w 2009 zamierza zmigrować z BSA 20 tys. użytkowników.



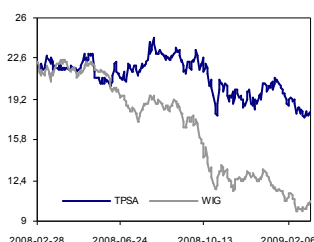
TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,1 PLN Cena docelowa: 20,5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	18 141,2	-0,1%	18 244,4	0,6%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	7 418,5	-2,8%	7 281,4	-1,8%	MC (cena bieżąca)	24 175,2
marża EBITDA	42,3%	42,0%		40,9%		39,9%		EV (cena bieżąca)	28 455,6
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	3 282,4	-0,9%	3 282,4	0,0%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	2 495,4	14,0%	2 660,5	6,6%		
P/E	11,1	11,3		9,7		9,1		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	3,8	3,8		3,6		3,6		Zmiana ceny: 6m	-22,0%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-16,2%
EV/EBITDA	4,0	4,0		3,8		3,8		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	10,5	9,4		9,4		10,3		Min (52 tyg.)	17,7



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 w wersji UKE. Z drugiej strony obecna wycena akcji spółki w relacji do szerokiego rynku nie wydaje nam się atrakcyjna. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Słabsze wyniki za 4Q

Wyniki TPSA za 4Q2008 są nieco słabsze niż nasze oczekiwania i konsensus rynkowy. Przy przychodach na poziomie 4 579 mln PLN (zgodnie z konsensem, nasza prognoza 4 640 mln PLN) operator osiągnął EBITDA w wysokości 1 569 mln PLN (konsensus: 1 729 mln PLN, nasza prognoza: 1 679 mln PLN), EBIT równy 474 mln PLN i zysk netto na poziomie 179 mln PLN (konsensus: 361 mln PLN, nasza prognoza 330 mln PLN). Różnica na wyniku operacyjnym to przede wszystkim efekt wyższych (283 mln PLN) niż zakładaliśmy (190 mln PLN) pozostałych kosztów operacyjnych. Wynik operacyjny obciążają ujemne różnice kursowe (120 mln PLN) powstałe na zobowiązaniu koncesyjnym UMTS. Zgodnie z oczekiwaniami spółka utworzyła rezerwę na redukcję zatrudnienia w kwocie 182 mln PLN, co dodatkowo obciąża wynik EBIT. Na poziomie wyników finansowych zaskoczeniem jest dla nas wyższa niż oczekiwaliśmy (110 mln PLN) strata na różnicach kursowych (ostatecznie 192 mln PLN). Wynik operacyjny obciążają ujemne różnice kursowe (120 mln PLN) powstałe na zobowiązaniu koncesyjnym UMTS. Centertel pozyskał netto w 4Q zaledwie 128 tys. abonentów (przyrost bazy – poniżej naszych oczekiwań – 350 tys.). Liczba użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu wzrosła o 60 tys., z czego 344 tys. jako usługa detaliczna (pozostałe to BSA podłączone przez innych operatorów). Łączna liczba łączy głównych (usługi głosowe) zmniejszyła się w 4Q o 137 tys. do 8 900 tys., z czego nastąpił wzrost liczby łączy uwolnionych w ramach WLR do 941 tys. (z 855 tys. na koniec 3Q2008). Osiągnięcia TP na płaszczyźnie abonenckiej oceniamy słabo i są one powodem niższego poziomu przychodów w relacji do naszej prognozy. Pozytywnie prezentuje się operacyjny CF spółki, który w 4Q2008 wyniósł 1,8 mld PLN, a w całym roku 6,63 mld PLN. Pomimo słabych danych operacyjnych operator nadal jest w stanie wypłacać akcjonariuszom wysokie dywidendy. Zarząd będzie rekomendował WZA wypłatę 2 mld PLN (1,5 PLN na akcję) w postaci dywidendy. Przy obecnej cenie implikuje to yield brutto na poziomie 8,28%. Dodatkowo zarząd rozważa skup akcji własnych TP, za kwotę ok. 700 mln PLN.

Dalej o podziale

UKE spodziewa się, że w ciągu kilku dni otrzyma od TPSA dokument zawierający całościową alternatywną propozycję funkcjonalnego podziału spółki. Według niej, spółka proponuje swoją wersję działań, która w istocie również oznacza podział funkcjonalny, ale ograniczony w stosunku do propozycji regulatora. Zespoły TPSA i regulatora rynku spotykają się co dwa tygodnie na roboczych spotkaniach mających doprowadzić do kompromisu. Podtrzymujemy opinię, że do podziału TP w formie proponowanej przez UKE nie dojdzie. Ostateczne rozwiązanie będzie kompromisem, który UKE – z oczywistych względów – może nazwać „de facto podziałem”.

Media

Niewielki wzrost wydatków na reklamę w mediach

Z wyliczeń domu mediowego Starlink w ubiegłym roku firmy wydały na reklamę w mediach 7,72 mld PLN (+12% R/R). W tym roku wydatki mogą nie wzrosnąć. Zdaniem domu 7,95 mld PLN (+3% R/R) to maksymalna wartość wydatków jakim może w tym roku osiągnąć rynek reklamy. To i tak optymistyczne szacunki w porównaniu np. z prognozami analityków CR Media Consulting, którzy w ubiegłym tygodniu poinformowali, że według nich w tym roku polski rynek reklamy nie urośnie, lecz skurczy się o 5%, do 7,08 mld PLN. Według Starlinka w 2008 najwięcej pieniędzy z reklamowej puli – 3,8 mld PLN (prawie połowa; +14,5% R/R) powędrowało do telewizji. Dużo szybciej niż cały rynek – bo aż o 32% – wzrosły wydatki na reklamę w kinach (92,8 mln PLN). Szybko zyskiwała też reklama w sieci (wzrost o 31,2%, do 802,4 mln PLN). Wolniej niż cały rynek rosły wydatki na reklamę w magazynach: 900,7 mln PLN (+4,2% R/R), dziennikach – 795 mln PLN (+2% R/R), outdoorze – 701,5 mln PLN (+3,9%), czy radiu – 623,5 mln PLN (+9,7% R/R). W ubiegłym roku najbardziej wzrosły wydatki reklamowe firm z sektorów finansowego i telekomunikacyjnego.

Pół miliarda widzów telewizji w komórkach w 2013 roku

Ponad 500 mln osób na całym świecie będzie w 2013 roku oglądać telewizję przez telefon komórkowy – przewiduje firma badawcza ABI Reseach. Według jej ekspertów usługę spopularyzuje przechodzenie telewizji naziemnych z nadawania analogowego na cyfrowe, bo przy okazji planowania wyłączenia nadawania analogowego państwa planują także mobilną telewizję. Podobnie jest w Polsce, gdzie prace nad uruchomieniem obu usług toczą się równolegle. Na świecie pionierami mobilnej telewizji są Japonia i Korea Płd., a w Europie m.in. Włochy. I to w Japonii i Korei Płd. usługa ma obecnie najwięcej zwolenników. Według raportu firmy Berg Insight tylko w tych dwóch państwach mobilną telewizję ogląda już prawie 40 mln osób, czyli ok. 80% wszystkich odbiorców tej usługi na świecie. Wraz z popularyzacją telewizji w komórkach pojawi się na szerszą skalę rynek reklam w tym medium. Według IDATE w 2011 roku wpływy z reklam w mobilnej telewizji i materiałach wideo w komórkach w porównaniu z 2009 kilkakrotnie wzrosną we Francji, Włoszech, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Hiszpanii.



Agora (Kupuj)

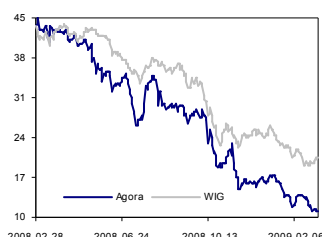
Cena bieżąca: 11,2 PLN

Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 152,0	1 277,7	10,9%	1 282,2	0,4%	1 333,0	4,0%	Liczba akcji (mln)	55,0
EBITDA	198,6	155,6	-21,7%	160,6	3,2%	195,9	22,0%	MC (cena bieżąca)	616,3
marża EBITDA	17,2%	12,2%		12,5%		14,7%		EV (cena bieżąca)	484,0
EBIT	120,3	71,8	-40,3%	85,3	18,9%	121,7	42,6%	Free float	37,0%
Zysk netto	100,2	23,3	-76,7%	73,5	215,7%	103,8	41,1%		
P/E	6,2	26,5		8,4		5,9		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/CE	3,5	5,8		4,1		3,5		Zmiana ceny: 6m	-62,2%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-73,8%
EV/EBITDA	1,9	3,3		3,0		2,3		Max (52 tyg.)	43,6
Dyid (%)	13,4	20,2		14,1		12,6		Min (52 tyg.)	11,0



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.

Sprzedaż dzienników w styczniu

W styczniu średnia dzienna sprzedaż Gazety Wyborczej wyniosła 399 tys. i była o 5,5% niższa niż przed rokiem. W analogicznym czasie sprzedaż innych ogólnopolskich dzienników również kurczyła się. W przypadku Rzeczpospolitej o 5,9% (do 152,3 tys. egz.), a w Dzienniku o 12,7% (do 145 tys. egz.). Sprzedaż bez uwzględnienia „innych form rozpowszechniania płatnego Gazety obniżyła się o 10% (do 375,5 tys. egz.), Rzeczpospolitej o 10% (do 134,7 tys. egz.) a Dziennika o 40% (do 92,6 tys. egz.). Dane ze stycznia 2009 r. zostały przygotowane po raz pierwszy według nowej metodologii ZKDP, w której zmienione zostały m.in. zasady prenumeraty tzw. pakietów pism, składających się z co najmniej dwóch tytułów kontrolowanych przez ZKDP. Poprzednio do prenumeraty można było zaliczyć tylko jeden z nich, a pozostałe były kwalifikowane jako „inne płatne formy rozpowszechniania”. Obecnie, po spełnieniu określonych warunków, do prenumeraty można zaliczyć wszystkie tytuły. Przykładem prenumeraty pakietowej jest oferta Dziennik + Gazeta Prawna, która dotychczas była kwalifikowana do rubryki „prenumerata” w przypadku „Gazety Prawnej” i jako „inne płatne formy rozpowszechniania” w przypadku Dziennika. Dzięki zmianie metodologii sprzedaż Dziennika w prenumeracie wzrosła w stosunku ze stycznia o 12,9 tys. egzemplarzy. Sprzedaż kioskowa zwiększyła się o kolejne 8 tys. W przypadku Gazety należy pamiętać, że jest to pierwszy miesiąc, w którym obowiązuje wyższa cena jednostkowa tytułu (1,8 PLN, +20%). W naszym modelu zakładamy, że tegoroczna sprzedaż Gazety obniży się o 5% w ujęciu r/r.

Polskapresse zapowiada restrukturyzację i zwolnienia

W marcu z rynku zniknie dziewięć gazet regionalnych i mazowieckie tygodniki „Nasze Miasto”. Polskapresse nie zamknie całego projektu „Polska”. Tytuły lokalne, które mają zniknąć z rynku, to połowa wszystkich wchodzących w skład przedsięwzięcia, jednak sprzedaż każdego z nich w 2008 roku rzadko przekraczała 1 tys. egz. dziennie (od marca mają działać jako projekty internetowe). Brak szczegółów dotyczących zwolnień, wiadomo jedynie, że dotyczą m.in. redakcji warszawskiej. De facto oznacza to wycofanie się wydawcy z projektu, który nie powtórzył sukcesu podobnej koncepcji (połączenie dzienników lokalnych w ogólnopolski) w Czechach. To co zostaje, przypomina skalę działalności sprzed wprowadzenia „Polska The Times”. Umiarkowanie pozytywna informacja dla Agory, której jednak „Polska” nie zdążyła zagrozić.



Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

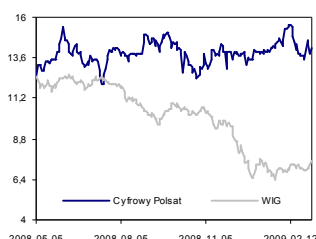
Cena bieżąca: 14,2 PLN

Cena docelowa: 15,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-26

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 133,6	42,3%	1 306,0	15,2%	1 398,0	7,0%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	165,9	348,1	109,8%	470,8	35,3%	518,1	10,0%	MC (cena bieżąca)	3 810,2
marża EBITDA	20,8%	30,7%		36,1%		37,1%		EV (cena bieżąca)	3 550,3
EBIT	145,1	323,7	123,0%	441,3	36,3%	488,0	10,6%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	268,5	136,7%	364,6	35,8%	408,5	12,0%		
P/E	33,6	14,2		10,4		9,3		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	28,4	13,0		9,7		8,7		Zmiana ceny: 6m	-2,1%
P/BV	62,3	13,0		8,0		5,9		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	23,4	10,6		7,5		6,6		Max (52 tyg.)	15,5
Dyid (%)	0,0	4,2		0,3		0,2		Min (52 tyg.)	12,0



Luty był kolejnym miesiącem, w którym akcje Cyfrowego Polsatu zapewniały wyższe stopy zwrotu od indeksu rynkowego (spadek notowań o 8,7% vs. 12,1% spadku indeksu. Dobra postawa spółki była jednak skoncentrowana w pierwszej połowie miesiąca. W drugiej nastąpił znaczny spadek notowań akcji Cyfrowego Polsatu, któremu nie pomogła nawet publikacja bardzo dobrych wyników finansowych. Naszym zdaniem w marcu akcje spółki powinny odzyskiwać na wartości jednak może to nie wystarczyć w wariacie ogólnorynkowego odreagowania na pokonanie indeksu giełdowego. Zalecamy akumulowanie akcji Cyfrowego Polsatu, a w perspektywie najbliższego miesiąca niedoważanie akcji spółki w portfelu względem indeksu.

Wrażenia po wynikach

Wyniki Cyfrowego Polsatu za czwarty kwartał 2008 roku okazały się lepsze od naszych oczekiwań i prognoz rynkowych. Na poziomie przychodów spółka osiągnęła 316,5 mln PLN, czyli nieco mniej niż zakładał to rynek. Źródłem pozytywnego zaskoczenia była wysokość kosztów operacyjnych. Niższe od przez nas zakładanych były przede wszystkim koszty licencyjne. Przeszacowaliśmy w tym zakresie wpływ słabnącego złotego na wzrost opłat dla dostawców treści telewizyjnej. Wynika to najprawdopodobniej z faktu, że płatności dokonywane są w trakcie okresu i średni kurs rozliczenia transakcji kształtował się poniżej średniej dla kwartału. Nieco niższe od zakładanych przez nas były też koszty własne sprzedanych zestawów odbiorczych, co najprawdopodobniej wynika z założonej przez nas wyższej sprzedaży dekodów HD, które są droższe i nie są produkowane we własnym zakresie, co powoduje, że stopień subwencji w ich przypadku jest wyższy. Z poziomu pozostałych kosztów operacyjnych wnioskujemy, że koszty MVNO kształtowały się na zakładanym przez nas poziomie 15-16 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej, znów najprawdopodobniej ze względu na przeszacowanie wpływu waluty, niższe od naszych oczekiwań były przychody finansowe z tytułu hedgingu. W tym wypadku rozbieżność może dotyczyć części zabezpieczeń zapadających i wykonanych w czwartym kwartale. Wynik netto ostatecznie wyniósł 41,3 mln PLN, czyli 6,0 mln mniej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach.



TVN (Kupuj)

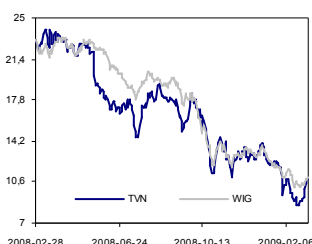
Cena bieżąca: 10,8 PLN

Cena docelowa: 11,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	1 998,3	5,3%	2 134,7	6,8%	Liczba akcji (mln)	349,4
EBITDA	554,1	711,4	28,4%	696,0	-2,2%	728,4	4,7%	MC (cena bieżąca)	3 759,4
marża EBITDA	35,6%	37,5%		34,8%		34,1%		EV (cena bieżąca)	4 830,0
EBIT	482,1	631,9	31,1%	611,9	-3,2%	637,7	4,2%	Free float	38,8%
Zysk netto	243,3	363,7	49,4%	356,3	-2,0%	393,6	10,5%		
P/E	15,4	10,3		10,6		9,6		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	11,8	8,5		8,5		7,8		Zmiana ceny: 6m	-39,5%
P/BV	2,6	2,3		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-51,2%
EV/EBITDA	8,0	7,2		6,9		6,9		Max (52 tyg.)	23,9
Dyid (%)	3,5	5,3		3,5		3,5		Min (52 tyg.)	8,5



Na skutek pogłosek o rzekomej utracie płynności przez Grupę ITI i postawieniu w stan wymagalności kredytów zabezpieczonych akcjami TVN, w lutym akcje polskiego nadawcy telewizyjnego straciły na wartości 23,6%, podczas gdy szeroki indeks giełdowy przecenił się „tylko” 12,1%. W naszym odczuciu wobec solidnych kwartalnych wyników finansowych opublikowanych przez spółkę skala przeceny jest absolutnie nieuzasadniona. W rezultacie oczekujemy, że w marcu TVN odrobi przynajmniej część strat do indeksu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, a w krótkim okresie zalecamy przeważanie akcji spółki.

Oglądalność stacji telewizyjnych w styczniu

W styczniu oglądalność TVN spadła z 15,4% do 15,3%, a całej Grupy z 20,7% do 20,5%. W tym samym czasie oglądalność TVP1 obniżyła się o 1,1% do 22,8%, TVP2 o 0,4% do 16,4%. Polsatu o 1,7% do 14,2%. Silne umocnienie TVN nastąpiło natomiast w grupie docelowej, gdzie oglądalność wzrosła z 19,8% do 20,8%. Wyniki oglądalności wskazują na utrzymującą się relatywną siłę ramówki TVN oraz duże problemy programowe Polsatu. Wśród stacji tematycznych wyraźnie widać rosnącą popularność TVN Style i TVN Turbo, stabilizację poziomu oglądalności TVN24 oraz gwałtowny spadek zainteresowania TVN7.

Pogłoski o kredytach Grupy ITI zabezpieczonych akcjami TVN

Grupa ITI wydała oświadczenie, w którym informuje, że nie posiada kredytów zabezpieczonych akcjami TVN na okaziciela. Kredyty długoterminowe posiadane przez ITI są zabezpieczone jedynie na akcjach imiennych medialnej spółki. Plotka ta wywołała znaczną przecenę akcji spółki spychając jej kurs znacznie poniżej 10 PLN. W chwili obecnej spółka notowana jest już ze sporym dyskontem do zagranicznych spółek telewizyjnych. Uważamy, że ryzyko sprzedaży akcji TVN przez kredytodawców ITI istnieje, jednak jest stosunkowo niewielkie w zestawieniu do skali przeceny. Należy zwrócić uwagę, że dzięki buybackowi ITI otrzyma z TVN około 300 mln PLN, co z pewnością pozwoli na pokrycie ewentualnego dodatkowego zabezpieczenia wymaganego przez banki. Nie sądzimy zatem, by w interesie wierzycieli było pozbawianie swojego dłużnika głównego aktywa, z którego spłaca zobowiązania.

Rusza drugi etap skupu akcji

TVN rozpoczął kolejny etap programu skupu akcji własnych, którego łączna kwota ma wynieść 500 mln PLN. Pieniądze z buybacku są naszym zdaniem czynnikiem, który zniechęci wierzycieli ITI do jakichkolwiek kroków mających na celu upłynnienie pakietu akcji TVN posiadanych przez Grupę. W wyniku skupu akcji ITI otrzyma 300 mln PLN (proporcjonalny do 60% zaangażowania w spółkę udział w kwocie buybacku), które w naszej opinii aż nadto wystarczą na dodatkowe zabezpieczenie kredytów bez konieczności uciekania się do sprzedaży zastawionego pakietu akcji.

Komunikat ITI w kwestii kredytów

ITI opublikowało komunikat, w którym stwierdza, że posiada kredyt w wysokości 320 mln euro oparty na Euribor z marżą 250bps, który jest zabezpieczony na 52% akcji spółki. Spłata kredytu ma nastąpić w listopadzie 2012 roku. Na rachunku escrow służącym do płatności odsetkowych zdeponowane jest 30 mln euro, które przekracza wartość rocznych zobowiązań odsetkowych. Ponadto ITI posiada dwie linie kredytu obrotowego, z których jest w tej chwili wykorzystane 32 mln euro. Linie kredytu obrotowego zabezpieczone są akcjami na okaziciela TVN. Jednocześnie spółka zakomunikowała, że poza proporcjonalnym udziałem w skupie akcji nie zbywała żadnych akcji TVN i posiada wciąż 62% udziału w kapitale zakładowym. 51% akcji TVN posiadane przez ITI jest akcjami imiennymi. Oznacza to, że 1% akcji na których jest zabezpieczony długoterminowy kredyt to akcje imienne. Zadłużenie w postaci jaka jest opisana w komunikacie jest niższe od wyliczonego przez nas na podstawie skonsolidowanego

sprawozdania ITI za trzeci kwartał. Dotychczas kwotę zobowiązań odsetkowych szacowaliśmy na ok. 420 mln euro. Z komunikatu wynika natomiast, że jest to jedynie 352 mln euro. Z buybacku spółka uzyska najprawdopodobniej jeszcze 60 mln euro. Z tego też względu podtrzymujemy naszą opinię, że prawdopodobieństwo pojawienia się podaży akcji ze strony ITI jest niewielkie.

Wyższa strata 'n'

Spółka poinformowała, że strata netto z tytułu udziału w platformie 'n' będzie większa niż zakładane wcześniej 45 mln PLN i wyniesie 95 mln PLN. Spółka pokaże jednak ponadto zyski na przeszacowaniu pożyczek udzielonych ITI Neovision w kwocie 36 mln PLN, co da łączny wpływ na wynik brutto na poziomie 59 mln PLN. W naszych prognozach kwartalnych posługiwaliśmy się wcześniejszymi prognozami zarządu dotyczącymi 'n'. W związku z tym naszą prognozę należałoby obniżyć o 14 mln PLN na poziomie zysku brutto.

Wrażenia po wynikach

Wyniki Grupy TVN w czwartym kwartale 2008 roku były zgodne z naszymi przewidywaniami. Przychody wyniosły 592,3 mln PLN, czyli o 1,4% więcej od naszych prognoz. Głównymi czynnikami wzrostu były przychody reklamowe, które powiększyły się o 10,8% oraz przychody z opłat abonamentowych od operatorów kabłówek i platform satelitarnych, które wzrosły o 48,0%. W przypadku tych drugich wpływ na tak wysoką dynamikę miało zarówno większe ilości sprzedanych emisji związany z rozwojem satelitarnych platform cyfrowych jak i słaby złot, powodujący przeliczanie opłat abonamentowych po atrakcyjniejszym kursie. Na poziomie struktury kosztów operacyjnych nie odnotowaliśmy żadnych niespodzianek. Wynik operacyjny ukształtował się na poziomie 222,1 mln PLN, czyli 1,3% powyżej naszych prognoz. Na poziomie działalności finansowej wyższe od przez nas spodziewanych była strata z tytułu 'n', która po uwzględnieniu przychodów finansowych na pożyczkach dla platformy obniżyła wynik brutto o 14 mln PLN względem naszych oczekiwań. Informacja o tym fakcie została podana przez spółkę w komunikacie już po publikacji naszych prognoz. Różnica powstała z tego tytułu wpływa również na wynik netto, który przez to odchylił się od naszych oczekiwań o 12,6%.



WSiP (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,2 PLN

Cena docelowa: 18,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-12-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	198,8	-11,6%	190,6	-4,1%	192,5	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	52,1	50,7%	51,6	-0,9%	49,0	-5,0%	MC (cena bieżąca)	326,8
marża EBITDA	15,4%	26,2%		27,1%		25,5%		EV (cena bieżąca)	284,4
EBIT	29,8	48,3	61,7%	42,1	-12,7%	42,5	1,0%	Free float	36,6%
Zysk netto	49,2	40,5	-17,6%	35,6	-12,0%	35,7	0,2%		
P/E	7,1	8,1		9,2		9,1		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	6,5	7,4		7,2		7,7		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	2,9	3,2		2,9		2,9		Zmiana ceny: 12m	-17,4%
EV/EBITDA	8,1	5,7		5,5		5,8		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	8,0	13,6		12,7		10,9		Min (52 tyg.)	11,5



W lutym akcje Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych były mocniejsze od indeksu rynkowego tracąc na wartości 5,4% przy 12,1% spadku indeksu. W międzyczasie WSiP opublikowały pozytywne wyniki finansowe czwartego kwartału. W związku z defensywnym charakterem spółki oraz dużo lepszym zachowaniem kursu spodziewamy się, że w marcu akcje WSiP będą słabsze od rynku i dlatego zalecamy ich niedowrażanie. W ujęciu bezwzględny jednak spółka pozostaje w naszej opinii niedowartościowana i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj dla jej akcji.

W tym roku buyback i dywidenda?

Według nieoficjalnych informacji „Parkietu” WSiP mogą przeprowadzić w tym roku zarówno buyback jak i wypłacić dywidendę, przy czym kwota buybacku ma sięgnąć 25 mln PLN. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że spółka najprawdopodobniej wypłaci akcjonariuszom cały ubiegłoroczny zysk, czy to w dywidendzie czy też formie buybacku, co da łącznie dividend field na poziomie 13,7%. Trudno nam się jednak ustosunkować do proporcji między tymi dwiema kwotami zasugerowanymi przez „Parkiet”.

Sektor IT

Sektor IT

Kasacja wielkich projektów informatycznych?

Według doniesień „Pulsu Biznesu” anulowane, bądź wstrzymane mogą być duże projekty informatyczne z sektora publicznego realizowane przez MEN, resorty siłowe i MSWiA. Nie sądzimy, by czarny scenariusz likwidacji dużych projektów informatycznych mógł się sprawdzić. Są one współfinansowane z funduszy unijnych i ich zawieszenie mogłoby w przyszłości spowodować utratę dotacji. Ponadto, nawet uruchomienie w tej chwili przetargów na powyższe projekty nie oznacza, że środki na ich sfinansowanie są potrzebne natychmiast, gdyż procedury przetargowe z pewnością potrwają cały 2009 rok i przepływy finansowe nie rozpoczną się wcześniej niż na początku 2010 roku.

Asseco

Coraz bliżej akwizycji, backlog w spółce matce na 700 mln PLN

Prezes Góral poinformował, że spółka finalizuje zakup hiszpańskiej spółki informatycznej o szacunkowych przychodach na poziomie 55 mln euro i zysku netto na poziomie 4 mln euro. Asseco udało się dodatkowo obniżyć w związku z kryzysem negocjowaną cenę zakupu. W przejętej spółce planuje objąć 55% kapitału zakładowego. Ponadto prezes Góral odniósł się do backlogu na 2009 rok, który na poziomie spółki-matki ma wynosić 700 mln PLN, w tym 500 mln PLN w oprogramowaniu własnym. Asseco już wcześniej informowało o bliskim przejęciu w Hiszpanii. Więcej na temat atrakcyjności akwizycji będzie można powiedzieć po poznaniu jej warunków. Bardzo pozytywna jest natomiast informacja dotycząca backlogu. 700 mln PLN to około 75% szacowanych przychodów jednostki dominującej w tym roku. Backlog na 2009 rok na tym poziomie stanowi solidne fundamenty pod niezwykle udane 12 miesięcy.

Comarch

Zakończone wezwanie na SoftM

Wezwanie na pozostałe akcje niemieckiej spółki SoftM zostało zakończone. W wyniku wezwania Comarch nabył kolejne 1,84 mln akcji (28,48 kapitału zakładowego) tego podmiotu, dzięki czemu na chwilę obecną posiada już 78,64% akcji niemieckiej spółki, za które, uwzględniając cenę zapłaconą za poprzedni pakiet i cenę akcji z wezwania, zapłacił łącznie 17,6 mln euro. Podtrzymujemy nasze sceptyczne nastawienie do transakcji. Uważamy, że 22 mln euro (implikowana cena zakupu 100% kapitału SoftM) jest mocno wygórowaną ceną za spółkę, której ambicją jest póki co osiągnięcie rentowności, a w bieżącym roku zmierzy się najprawdopodobniej z mocnym spowolnieniem w niemieckiej gospodarce.

SoftM w 2009 roku ze stratą, Comarch ma już ponad 80% udziałów w spółce

Po ostatecznym rozliczeniu przeprowadzonego wezwania Comarch 80,89% akcji niemieckiej spółki SoftM, za które łącznie zapłacił około 18 mln euro. Jednocześnie w wywiadzie dla „Parkietu” prezes Filipiak przyznał, że w 2009 roku niemiecka spółka będzie potrzebowała znacznych nakładów finansowych, który pójdzie w wyniki spółki obniżając wyniki finansowe całej grupy o 8 mln PLN na poziomie netto. Oznacza, to że niemiecka spółka zanotuje około 10 mln PLN strat, czyli przy obecnym kursie około 2,2 mln euro, przy implikowanej cenie za 100% pakiet akcji na poziomie 22,5 mln euro.

Wyniki SoftM

W 2008 roku SoftM miał 2,4 mln EUR straty operacyjnej (w 2007 roku strata wyniosła 1,9 mln EUR). Przychody spadły z 59,4 mln EUR do 56,3 mln EUR. Spośród trzech pionów, jedynie pion oprogramowania zanotował wzrost przychodów (z 19,1 mln EUR do 20,5 mln EUR). Przychody z usług konsultingu biznesowego skurczyły się o 0,4 mln EUR do 17,2 mln EUR, a z integracji biznesowej: do 18,5 mln EUR wobec 22,7 mln EUR rok wcześniej.

Sygnity

Umowa z PFRON

Spółka podpisała umowę z Państwowym Funduszem Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych na modyfikację systemu obsługi dofinansowań i refundacji. Wartość umowy to 7,2 mln PLN netto i całość wejdzie w przychody 2009 roku. Dotychczas spółka zebrała na 2009 rok kontrakty na sumę około 268 mln PLN, co stanowi około 27% celu jaki na ten rok wyznaczyła sobie spółka.

Prezes Kardach o wynikach 2008 i 2009 roku

Według wypowiedzi prezesa Piorta Kardacha 2008 rok Sygnity zakończyła na plusie bez uwzględniania zysków ze sprzedaży aktywów. W 2009 roku przychody mają być na porówny-



wałnym poziomie co w 2008 roku, jednak zyski operacyjne i zysk netto mają być już znacząco wyższe. Zarząd spółki wykonał do tej pory wspaniałą pracę mocno redukując zadłużenie i wyprowadzając spółkę na rentowność operacyjną. Poprawa rezultatów w 2009 roku będzie jednak ambitnym zadaniem jeśli urzeczywistnią się czarne scenariusze spowolnienia gospodarczego.

Wyniki 4Q2008

Wyniki ostatniego kwartału 2008 roku w Sygnity są zgodne z oczekiwaniami rynku i celami wyznaczonymi przez Zarząd spółki. Na poziomie przychodów udało się osiągnąć w ciągu roku poziom 1 mld PLN, a wynik operacyjny osiągnął pozytywną wartość bez uwzględniania wpływu transakcji sprzedaży aktywów. Najważniejsze osiągnięcia spółki kryją się jednak w bilansie. Dług Sygnity zmalał na koniec roku do 94 mln PLN (ze 167 mln PLN na koniec 2007 roku), a zadłużenie netto spadło do 36 mln PLN (przed rokiem 116 mln PLN). Wynik ten osiągnięto przede wszystkim dzięki znacznemu zredukowaniu kapitału obrotowego, który zmniejszył się o 60 mln PLN oraz sprzedaży aktywów.



AB (Trzymaj)

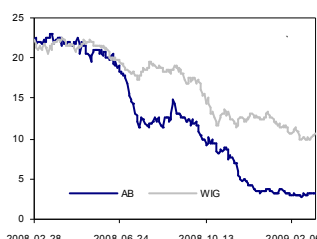
Cena bieżąca: 3,3 PLN

Cena docelowa: 12,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 003,8	2 585,6	-13,9%	2 691,7	4,1%	2 905,4	7,9%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	26,8	-32,3%	26,6	-0,8%	32,7	23,1%	MC (cena bieżąca)	52,6
marża EBITDA	1,3%	1,0%		1,0%		1,1%		EV (cena bieżąca)	226,3
EBIT	35,4	21,6	-39,1%	21,3	-1,4%	27,3	28,5%	Free float	37,9%
Zysk netto	17,2	5,4	-68,5%	6,0	10,1%	11,3	89,3%		
P/E	3,1	9,7		8,8		4,7		Zmiana ceny: 1m	10,0%
P/CE	2,5	4,9		4,7		3,2		Zmiana ceny: 6m	-74,6%
P/BV	0,3	0,3		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-85,0%
EV/EBITDA	24,9	8,4		8,5		7,2		Max (52 tyg.)	23,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



W lutym, mimo publikacji bardzo dobrych wyników finansowych, kurs akcji AB pozostawał stabilny (bez zmian w porównaniu do zamknięcia stycznia). Tym samym jednak spółka znacznie przebiła pod względem stopy zwrotu główny indeks giełdowy, który zanotował dwucyfrowy spadek. Przewidujemy, że ze względu na prawdopodobną korektę wzrostową oraz wciąż zły sentyment towarzyszący dystrybutorom komputerowym w marcu AB powinno pozostać słabsze od rynku.

Wyniki za ostatni kwartał 2008 roku

W ostatnim kwartale 2008 roku AB wypracował 986,4 mln PLN przychodów (+150% r/r) i 41,2 mln PLN zysku operacyjnego (+21% r/r). Zysk netto spadł zaś o 10% do 9,5 mln PLN. Wiceprezes Ochędzan ocenia wyniki spółki jako dobre, biorąc pod uwagę duże wahania kursów walut w tym okresie. AB zabezpiecza kontraktami walutowymi około 50-70% płatności za importowany sprzęt. Koszty finansowe w 4Q2008 wyniosły 43,6 mln PLN, w porównaniu do 7,7 mln PLN w 2007 roku. W ostatnim kwartale 2008 roku ATC wypracowało 435 mln PLN przychodów i 6,5 mln PLN zysku netto. AB jednostkowo wypracowało zaś 566,1 mln PLN obrotów i 3,6 mln PLN zysku netto.

Perspektywy na przyszłość i redukcje kosztów

Prezes AB twierdzi, że problem zatorów płatniczych do tej pory nie dotknął spółki. Spółka ma około 12 tys. partnerów handlowych w rejonie CEE, są to spółki zweryfikowane przez dział kontroli AB, ponadto wszystkie należności są ubezpieczone. Spółka planuje poczynić oszczędności w zakresie logistyki i transportu. Właśnie uruchomiony został system automatyki magazynowej, inwestycja pochłonęła 2,3 mln EUR i pozwoli zmniejszyć koszty logistyczne o 11%. AB dąży także do poprawy sytuacji bilansowej poprzez zmniejszenie kapitału pracującego netto, co ma pozwolić również na redukcję krótkoterminowego długu. Spółka zamierza zwiększyć zaangażowanie w zakresie przetargów publicznych o skali regionalnej (większość projektów ma charakter regionalny). Do tej pory zamówienia publiczne grały niewielką rolę w strukturze sprzedaży spółki, która opierała się na utrzymywaniu długoterminowych relacji w wieloma partnerami handlowymi.



Action (Akumuluj)

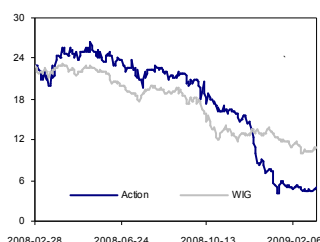
Cena bieżąca: 4,9 PLN

Cena docelowa: 24 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	4 568,6	95,0%	3 310,4	-27,5%	3 568,2	7,8%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	69,8	128,6	84,3%	93,1	-27,7%	98,7	6,0%	MC (cena bieżąca)	84,4
marża EBITDA	3,0%	2,8%		2,8%		2,8%		EV (cena bieżąca)	231,8
EBIT	57,3	113,4	97,9%	81,7	-27,9%	86,3	5,6%	Free float	31,0%
Zysk netto	33,8	75,9	124,5%	49,7	-34,5%	53,2	7,0%		
P/E	2,5	1,1		1,7		1,6		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	1,8	0,9		1,4		1,3		Zmiana ceny: 6m	-77,5%
P/BV	0,5	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-78,1%
EV/EBITDA	3,4	1,9		2,5		2,2		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	5,5	8,6		18,9		12,4		Min (52 tyg.)	4,1



W lutym pojawiła się, dobra naszym zdaniem, informacja o zaniechaniu planów dotyczących fuzji z Vobisem. Nie pomogło to jednak w sposób znaczący kursowi akcji, który spadał niemal równo z całym rynkiem. W marcu Action opublikuje wyniki drugiego kwartału swojego roku obrotowego, które mimo wyjścia według naszych prognoz na plus po pierwszym półroczu nie powinny stanowić motoru wzrostów w marcu. Dlatego też zalecamy niedowierzanie akcji Actiona w perspektywie najbliższego miesiąca.

Action i Vobis nie połączą się

Zarząd Vobis zdecydował o przerwaniu rozmów z Action na temat planowanej fuzji. Przedstawiciel spółki tłumaczy, że przy obecnej koniunkturze rynkowej i giełdowej fuzja nie wpłynie na powstanie spodziewanego efektu synergii. Do przerwania rozmów Vobis skłoniły także dobre wyniki spółki za 4Q2008.



ASBIS (Trzymaj)

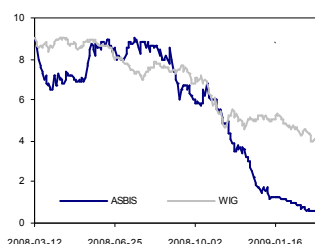
Cena bieżąca: 0,6 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-18

(mIn USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 397,3	1 496,1	7,1%	1 251,6	-16,3%	1 336,2	6,8%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	19,2	-30,6%	9,2	-51,8%	15,2	65,2%	MC (cena bieżąca)	33,3
marża EBITDA	2,0%	1,3%		0,7%		1,1%		EV (cena bieżąca)	39,6
EBIT	25,7	16,3	-36,5%	6,6	-59,8%	12,5	91,0%	Free float	32,8%
Zysk netto	18,7	5,0	-73,2%	-0,6		5,8			
P/E	0,5	1,8				1,5		Zmiana ceny: 1m	-40,0%
P/CE	0,4	1,1		4,2		1,0		Zmiana ceny: 6m	-91,8%
P/BV	0,1	0,1		0,1		0,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	1,1	2,7		4,3		2,6		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	37,3	12,3		0,0		10,2		Min (52 tyg.)	0,6



Bardzo negatywne informacje napływające z Ukrainy oraz ekstrapolacja przez inwestorów podobnego scenariusza w Rosji, a także publikacja bardzo słabych wyników finansowych za czwarty kwartał pograżyły w lutym notowania Asbisu, którego akcje straciły na wartości w tym okresie blisko 45%, co mimo ogólnie słabego miesiąca na polskim rynku stanowiło jeden z większych spadków. Mimo tej znacznej przeceny nie sądzimy, by marzec miał być miesiącem, w który nastąpi przełamanie przez spółkę niekorzystnej passy. Odbicie na naszej giełdzie odbędzie się najprawdopodobniej w oparciu o lepszy scenariusz makroekonomiczny dla Polski, co nie pomoże Asbisowi, który w Polsce realizuje około 5% sprzedaży. Z drugiej strony marzec zapowiada się na okres kiedy znowu na sile przybierze kwestia problemów z wypłacalnością Ukrainy (kwestia dostaw gazu z Rosji), co może negatywnie przekładać się także na notowania Asbisu. W marcu zalecamy niedowierzanie akcji Asbisu względem głównego indeksu w portfelu akcyjnym.

Wstępne wyniki czwartego kwartału

Spółka opublikowała komunikat na temat wstępnych wyników czwartego kwartału. Zgodnie z nimi w 4Q2008 spółka zanotuje sprzedaż na poziomie 365 mln PLN oraz około 6 mln PLN straty netto. W naszych prognozach zakładaliśmy 367 mln PLN przychodów i 3,6 mln PLN straty netto. Wysokie straty mają być spowodowane chwiejnością kursów walutowych w regionie oraz kosztami restrukturyzacji.

Pierwsze wrażenia po wynikach

Zarząd Asbisu wydał komunikat na temat szacunków dotyczących wyników czwartego kwartału. Rzeczywiste wyniki są nieco lepsze od wydźwięku jaki niósł ze sobą tamten komunikat. Po pierwsze ze względu na fakt, że strata netto wyniosła 5,4 mln USD, a nie „około 6 mln USD” jak głosił komunikat. Po drugie lepsza jest struktura wyniku w porównaniu do tej, której można było oczekiwać po treści komunikatu. Również pod względem struktury geograficznej sprzedaży trendy zgadzały się z naszymi oczekiwaniami (w tym 44% spadek sprzedaży w krajach byłego Związku Radzieckiego). Wynik operacyjny był wyższy od naszych prognoz zamykając się stratą 2,3 mln USD, przy 2,6 mln USD straty według naszych estymacji. Różnica w wyniku jaka pojawiła się na poziomie wyniku netto wynika z dwóch faktów: 1) Wyższych kosztów finansowych, za które odpowiada bliżej niezidentyfikowana, nowa pozycja w notach skonsolidowanych „strat z tytułu różnic kursowych”. W przypadku raportującego w dolarach amerykańskich Asbisu straty takie mogły pojawić się bądź na hedgingu bądź na odpisach sald należności. 2) Niższego od zakładanego przez nas zwrotu podatku dochodowego zaksięgowanego w omawianym okresie (0,3 mln USD vs 0,9 mln USD naszej prognozy).

Komentarz zarządu do wyników Q4 2008

Wyniki spółki uległy pogorszeniu ze względu na efekt kryzysu finansowego, a w szczególności z uwagi na deprecjację walut lokalnych w stosunku do USD. Możliwe, że Q1 2009 spółka również zakończy ze stratą, przy tym dużo zależy od kształtowania się poziomu kursów walutowych w marcu. Prezes Asbisu przyznaje, że niepewność wywołana kryzysem drastycznie ograniczyła popyt, który w niektórych krajach spadł nawet o 50% w stosunku do oczekiwanych wartości. W listopadzie spółka rozpoczęła realizację programu redukcji kosztów, który zakłada zmniejszenie kosztów ogólnych, poprawę efektywności działania firmy i zarządzania kapitałem obrotowym. Program ten ma przynieść 1,4 mln USD oszczędności w pierwszym półroczu oraz 1,6 mln USD w kolejnych kwartałach, poczynając od Q2 2009. Asbis spodziewa się, że będzie w stanie zrekomensować gorsze wyniki sprzedaży w niektórych krajach (Ukraina, Rosja), sprzedaż w innych regionach, zwłaszcza na Bliskim Wschodzie i w Afryce. Zdaniem prezesa, przychody spółki w 2009 roku mogą być porównywalne do tych osiągniętych w 2007 czy 2006 roku.



Komputronik (Akumuluj)

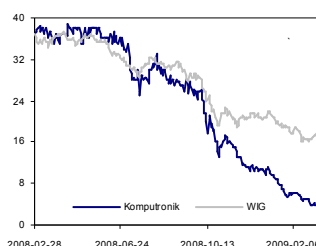
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 33,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-12-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	757,9	45,9%	847,7	11,8%	972,2	14,7%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	15,2	15,4	0,9%	13,2	-14,1%	22,9	73,4%	MC (cena bieżąca)	32,4
marża EBITDA	2,9%	2,0%		1,6%		2,4%		EV (cena bieżąca)	54,6
EBIT	13,5	10,2	-24,3%	7,5	-26,9%	17,1	128,9%	Free float	20,3%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,5	-20,7%	11,6	158,7%		
P/E	2,9	5,7		7,2		2,8		Zmiana ceny: 1m	-33,8%
P/CE	2,4	3,0		3,2		1,9		Zmiana ceny: 6m	-85,4%
P/BV	0,3	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-89,6%
EV/EBITDA		3,2		4,1		2,6		Max (52 tyg.)	38,7
Dyid (%)	1,7	0,0		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	3,8



Akcje Komputronika przeceniły się w lutym o 33%, co jest w dużej mierze efektem bardzo słabych wyników finansowych za czwarty kwartał opublikowanych w tym okresie oraz negatywnego zaskoczenia jakim był fakt niewykonania przez spółkę prognoz zarządu korygowanych już w ostatnim tygodniu grudnia, a mimo to wciąż przestrzelonych na niektórych poziomach wyniku na kilkadziesiąt procent. W marcu nie oczekujemy, by miało nastąpić odwrócenie trendu spadkowego na akcjach. Negatywny sentyment do branży i wciąż pozostające nienajlepsze wrażenie po wynikach nie pozwoli naszym zdaniem skorzystać spółce z oczekiwanej odbitki. Z tego względu zalecamy niedoważanie akcji Komputronika w portfelu w okresie najbliższego miesiąca.

Zarząd o wynikach czwartego kwartału

Spółka poinformowała w komunikacie, że jednostkowe przychody spółki w czwartym kwartale 2008 roku wyniosły 269 mln PLN i były 27% wyższe od wyników z 2007 roku. W styczniu 2009 roku spółka sprzedała natomiast towary za 63,5 mln PLN, czyli 32% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Podane wyniki za 4Q są zbieżne z naszymi oczekiwaniami. W naszych prognozach zakładamy około 297 mln PLN skonsolidowanych przychodów z tego około 270 mln PLN dla samego Komputronika. Wyniki sprzedaży w styczniu są bardzo dobre i są najprawdopodobniej rezultatem lepszych nastrojów konsumenckich Polaków (wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu) oraz większej ilości pracujących sklepów w tym okresie.

Pierwsze wrażenia po wynikach

Wyniki Komputronika są dużym negatywnym zaskoczeniem. Zarządowi spółki nie udało się wykonać prognozy korygowanej w ostatnim tygodniu grudnia mimo znacznych przedziałów jakie ustawił sobie dla poszczególnych pozycji wyniku. Wyniki były również słabsze od naszych prognoz mimo, że znajdowały się na dolnej granicy przedziałów ustalonych przez spółkę lub poniżej ich. Na poziomie operacyjnym wynik był 10% niższy od naszych oczekiwań, na co wpływ miały przede wszystkim wyższe od zakładanych przez nas pozostałe koszty operacyjne. Większa różnica pojawia się na poziomie zysku brutto, co jest związane z wyższymi kosztami finansowymi. Odpowiedzialna za nie jest ujemna wycena instrumentów finansowych Ken na kwotę 3,0 mln PLN wynikające z posiadanego swapa CIRSa opartego na jenach. Wyższe od zakładanych były znoszące się wpływy dużo wyższej efektywnej stopy podatkowej w czwartym kwartale (stopa podatkowa wyniosła ponad 42%) oraz udziału w wyniku akcjonariuszy mniejszościowych, który wyniósł -1,7 mln PLN przy -0,9 mln PLN naszej prognozy. Dużo lepiej wyglądają wyniki jednostkowe spółki, gdzie sprzedaż wzrosła do 260 mln PLN, a wynik operacyjny wyniósł 9,6 mln PLN (przed rokiem 10,0 mln PLN), a wynik netto ukształtował się ostatecznie na poziomie 7,7 mln PLN (przed rokiem 7,75 mln PLN). Oznacza to, że po raz kolejny na wyniki bardzo negatywnie wpłynęła konsolidacja Karen.

Umowa franszyzowa z Karen

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu umowy, na mocy której Karen będzie posługiwał się marką, znakiem towarowym i know how Komputronika w zakresie sprzedaży detalicznej. Opłata franszyzowa będzie wynosiła 0,5% przychodów osiągniętych przez Karen w salonach posługujących się marką Komputronik. Zarząd już wcześniej dawał sygnały o możliwości podjęcia takich działań, więc umowa nie powinna być zaskoczeniem dla rynku. Biorąc pod uwagę problemy z jakimi zmaga się Karen używanie marki Komputronik wydaje się dobrym rozwiązaniem, gdyż salony Komputronika jak dotąd radzą sobie zdecydowanie lepiej w warunkach spowolnienia gospodarczego. Z drugiej jednak strony decyzja ta oznacza fiasko polityki dwóch uzupełniających się marek, która była jednym z uzasadnień dla przejścia Karenu. Powstaje problem dublujących się lokalizacji salonów: w przypadku sklepów własnych problem ten istnieje w 3 lokalizacjach. Ostateczny wpływ wprowadzenia franszyzy będzie zatem zależał od sprawności z jaką zarząd zrestrukturyzuje sieć placówek sprzedażowych. Naszym zdaniem ogólny wydzźwięk decyzji jest jednak pozytywny.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 61,5 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	1 369,6	15,7%	1 465,5	7,0%	Liczba akcji (mIn)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	201,0	5,7%	213,8	6,4%	MC (cena bieżąca)	567,3
marża EBITDA	15,5%	16,1%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)	872,5
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	141,1	9,9%	153,9	9,1%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	98,3	55,2%	110,9	12,8%		
P/E	5,8	9,0		5,8		5,1		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	3,8	4,5		3,6		3,3		Zmiana ceny: 6m	-26,3%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-47,3%
EV/EBITDA	4,8	4,9		4,3		3,8		Max (52 tyg.)	134,8
Dywid (%)	6.5	7.3		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. W krótkim okresie brak istotnych czynników wpływających na kurs. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Zwolnienia grupowe

Do końca 2009 roku w ramach grupowych zwolnień zarząd zamierza zredukować zatrudnienie o około 130 osób. Zwolnienia obejmą wyłącznie Segment Wytwarzania Wyciskanych, który najbardziej odczuwa skutki kryzysu. Spółka utworzy rezerwę na koszty odpraw dla odchodzących pracowników w wysokości 1,5 mln PLN. Spółka informuje, że rozpoczęła konsultacje z zakładowymi organizacjami związkowymi w powyższej sprawie. Spółka zapowiadała zwolnienia tuż po ogłoszeniu wyników za 3Q. Dziwi nas, że redukcje mają mieć miejsce do końca 2009, a nie najpóźniej do końca 1Q2009. Szybkość dostosowania się spółki do nowych warunków oceniamy negatywnie.



KGHM (Kupuj)

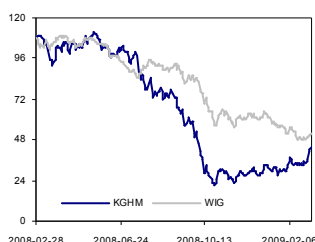
Cena bieżąca: 43,6 PLN

Cena docelowa: 49,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	7 442,0	-34,2%	7 423,9	-0,2%	Liczba akcji (mIn)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	1 139,7	-72,0%	937,6	-17,7%	MC (cena bieżąca)	8 714,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		15,3%		12,6%		EV (cena bieżąca)	6 961,4
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	670,2	-81,4%	468,0	-30,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	583,3	-80,0%	419,6	-28,1%		
P/E	2,3	3,0		14,9		20,8		Zmiana ceny: 1m	34,1%
P/CE	2,1	2,6		8,3		9,8		Zmiana ceny: 6m	-35,2%
P/BV	1,0	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-60,3%
EV/EBITDA	1,2	1,7		6,1		7,5		Max (52 tyg.)	111,8
Dyid (%)	39,0	20,7		6,3		2,7		Min (52 tyg.)	21,4



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rynek miedzi wszedł w okres zwiększonych sezonowo zakupów, co widać w spadających zapasach (ostatnie dni). Pozytywnie na kurs oddziałuje osłabienie PLN i wysokie ceny metali szlachetnych. W średnim horyzoncie czasowym podtrzymujemy opinię, że pomimo oczekiwanego 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.

Ostrożny budżet na 2009

Budżet KGHM na 2009 rok zakłada osiągnięcie przychodów ze sprzedaży w wysokości 7 048 mln PLN oraz zysku netto na poziomie 488 mln PLN. Powyższe wyniki zostały osiągnięte przy następujących założeniach makro: i) średnioroczna cena miedzi 3 200 USD/t, ii) średnioroczna cena srebra 10,00 USD/troz (322 USD/kg), iii) średnioroczny kurs PLN/USD równy 2,90. Spółka wyprodukuje 512 tys. ton miedzi elektrolitycznej (spadek z 525 tys. ton w 2008 to głównie efekt przestoju remontowego w hucie Głogów) z czego 98 ze wsadów obcych oraz 1 125 ton srebra. Jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 10 466 PLN/t. Spółka zamierza wydać na zakup i budowę środków trwałych 1 235 mln PLN i inwestycje kapitałowe 939 mln PLN (zagranicznego podmiotu górnictwa, w celu poszerzenia bazy materiałowej oraz inwestycje w branży energetycznej). Budżet na rok 2009 uwzględnia podjęcie doraźnych kroków mających obniżyć koszty operacyjne. Zarząd założył w budżecie, że spółka nie wypłaca dywidendy za 2008 rok. Ostateczną decyzję dotyczącą podziału zysku podejmie ZWZA (nie ustalono jeszcze terminu). Budżet przyjęty przez spółkę, w kontekście obecnych cen srebra i kursu walutowego należy uznać za bardzo zachowawczy. Przy tych parametrach makro pozytywnie zaskakuje nas poziom przyjętego w budżecie jednostkowego kosztu produkcji, który w naszym modelu uzyskujemy przy założeniu istotnie wyższej ceny srebra (+30%) i słabszego PLN (-25%). Przyjęcie w modelu obecnych parametrów makro (Cu – 3 300 USD/t, srebro – 14,5 USD/troz, PLN/USD 3,65) implikuje całoroczny zysk netto na poziomie 1,3 mld PLN. Zakładamy, że ostrożne założenia zarządu to w dużej mierze efekt trwających obecnie negocjacji ze związkami zawodowymi ws. wzrostu wynagrodzeń (przyjęcie bardziej agresywnego scenariusza oznacza rosnące oczekiwania załogi).

Strategia na lata 2009-2018

Rada Nadzorcza zatwierdziła strategię KGHM na lata 2009 – 2018, której głównym elementem jest zwiększenie produkcji miedzi do ok. 700 tys. ton oraz zwiększenia efektywności operacyjnej. Zwiększenie produkcji ma nastąpić poprzez: i) rozwój systemu eksploatacji złóż głębokich (zagospodarowanie złoża Głogów Głęboki – Przemysłowy, opracowanie systemu eksploatacji złóż poniżej 1200 metrów), ii) inwestycje w zagraniczne aktywa górnicze, iii) poszukiwanie nowych złóż w regionie Lubina (rozpoznanie możliwości eksploatacji w obszarze Radwanice – Gaworzyce, rozpoznanie i udokumentowanie obszaru Weisswasser (Niemcy), prace eksploracyjne na terenach sąsiadujących ze złożami KGHM, iv) zwiększenie przerobu złomów. W sferze poprawy efektywności zarząd zamierza: i) wdrożyć nowe technologie (mechaniczne urabianie złóż do 2 m, piec zawieszinowy w Hucie Miedzi Głogów I, automatyzacja procesu wzbogacania rud, ii) modernizację istniejącej infrastruktury (wymiana maszyn górniczych – utrzymanie wskaźnika wymiany maszyn na poziomie 17%, wymianę parku maszynowego w oddziałach ZWR (nowe maszyny flotacyjne), modernizację Huty Miedzi Głogów II, iii) optymalizację procesów i organizacji produkcji (centralizacja zakupów, opracowanie i wdrożenie informatycznego systemu zarządzania eksploatacją złoża, intensyfikację robót przygotowawczych pod ziemią). Trzecim istotnym elementem strategii jest dywersyfikacja przychodów i stopniowe uniezależnianie się od cen energii. W tym obszarze zarząd zakłada m.in. dalsze zaangażowanie w branżę telekomunikacyjną oraz stopniowe wejście w branżę energetyczną. Energetyka KGHM miałaby opierać się na trzech głównych elementach: i) gaz – poprzez realizację inwestycji związanej z budową bloków gazowo –

parowych w Głogowie i Polkowicach (na własne potrzeby - zaspokojenie 25% zapotrzebowania spółki na energię elektryczną), ii) węgiel kamienny – planowany współudział z partnerem branżowym w budowie elektrowni opalanej węglem kamiennym, iii) odnawialne źródła energii – energetyka wiatrowa. Długookresowo Spółka planuje osiągnąć ok. 3% udział w rynku energii w Polsce. Wg założeń zarządu, łączne nakłady inwestycyjne na realizację projektów strategicznych w latach 2009 – 2018 wyniosą około 19,8 mld PLN. W większości strategia jest uporządkowaniem wcześniej zapowiadanych projektów i nie powinna mieć większego wpływu na kurs. Jedyną nowością jaka po raz pierwszy pojawia się w strategii jest wielkość produkcji miedzi po inwestycjach (700 tys. ton). Zakładamy, że może ona zostać osiągnięta głównie przez inwestycje kapitałowe w zagraniczne złoża (tu nadal tylko plany). Naszym zdaniem inwestorzy nie powinni zbyt martwić się ogromnymi kwotami przyszłych inwestycji (19,8 mld PLN), co odbiłoby się na poziomie przyszłych dywidend. Kolejne zarządy prezentują ambitne programy, które nie są realizowane, a w związku z tym ostatecznie Skarb Państwa decyduje o wypłacie dywidendy. Nie oczekujemy w tym elemencie zmiany w przyszłości.

Zarząd Dialogu do wymiany

Zarząd Telefonii Dialog złożył rezygnację, do czasu wyłonienia nowego - obowiązki prezesa będzie sprawował Wojciech Braszczok, członek rady nadzorczej. Zaskakujące jest to, że jeszcze w połowie stycznia Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała strategię firmy na lata 2009-2015 przygotowane przez ustępującego Prezesa. Strategia zakładała m.in. wprowadzenie Dialogu na GPW i selektywne przejęcia spółek z branży. Informacja bez wpływu na kurs KGHM.

Budownictwo

Najwięksi gracze na rynku mają wypełnione portfele zamówień

Skanska, wypracowała w 2008 roku 2,8 mld PLN przychodów oraz 150 mln PLN zysku operacyjnego (marża 5,4%), w porównaniu do 3,2 mld PLN przychodów oraz 150 mln PLN zysku operacyjnego w 2007 roku. Aktualny portfel zamówień spółki przekracza 5,5 mld PLN (przed rokiem: 2,4 mld PLN). W obecnym portfelu 50-55% to kontrakty drogowo-mostowe, 30% to budownictwo ogólne, reszta zaś budownictwo hydroinżynieryjne. Skanska liczy na budownictwo inżynieryjne i drogowe, w którym pozycja spółki jest silna. Firma zamierza skupić się na zachowaniu płynności, zawiesi realizację projektów deweloperskich i ograniczy nakłady na nowe maszyny. Strabag ma obecnie 3,5 mld PLN w portfelu na lata 2008-2009, ale jeśli Autostrada Wielkopolska zdobędzie finansowanie na budowę trasy A2 Nowy Tomysł-Świecko, portfel sięgnie 8 mld PLN. Nawet bez tego kontraktu Strabag chciałby uzyskać w 2009 roku 2,8 mld PLN przychodów z budownictwa drogowego. Strabag startuje niemal we wszystkich dużych przetargach.

Budownictwo drogowe

Plany inwestycyjne GDDKiA

GDDKiA rozpisze w tym roku przetargi warte 29 mld PLN, będzie też kontynuować kontrakty z ubiegłego roku o wartości 20 mld PLN. GDDKiA zmieniła specyfikację przetargów, co miało pozwolić na wzięcie w nich udziału także mniejszych firm. Nie przyniosło to jednak skutku i liczba firm startujących w przetargach się nie zmieniła. Dyrekcja postanowiła dalej uelastycznić wymagania stawiane firmom biorącym udział w przetargach. Zdaniem Lecha Witeckiego z GDDKiA coraz większa konkurencja pośród firm sprawia, że spadają oferty firm budowlanych. Zdarza się, że są one równe kosztorysowi, bądź nawet do 30% niższe. Duże obniżki cen usług dotyczą głównie małych kontraktów.

Rząd przejmie budowę odcinka autostrady A2

Nie udało się wybrać koncesjonariusza do budowy odcinka autostrady A2 Stryków-Konotopa. Realizację inwestycji ma przejąć rząd. Przetarg na wybór firmy, która zaprojektuje oraz wybuduje trasę, ma zostać ogłoszony w połowie marca. Lech Witecki, szef GDDKiA, przyznał, że w związku z sytuacją na rynkach finansowych zdecydowano o realizacji inwestycji w systemie projektuj i buduj. Resort infrastruktury podał w komunikacie, iż decyzja o przejęciu przez państwo projektu została podjęta, gdyż „warunki finansowe proponowane przez firmy nie zabezpieczały interesu publicznego i mogły spowodować wzrost opłat dla kierowców za przejazd tym odcinkiem A2”. Zgodnie z wypowiedzią prezesa Budimexu, spółka starała się wynegocjować taki kształt umowy, który pozwalałby na pozyskanie finansowania dłużnego w obecnych warunkach rynkowych. Koszt budowy trasy to 1 mld EUR, z tego 50% gwarantuje Europejski Bank Inwestycyjny. O operatorstwo odcinka ubiegały się konsorcja Autostrada Południe (z udziałem Budimexu) oraz Autostrada Mazowsze (z udziałem Stalexportu Autostrady).

Koszty inwestycji infrastrukturalnych wzrosły o 100%?

Zgodnie z doniesieniami prasowymi, wartość projektów infrastrukturalnych umieszczonych na liście projektów indywidualnych z sierpnia 2008 wyniosła około 134 mln PLN. Szacunkowa kwota dofinansowania z UE sięgała około 78,5 mln PLN. Obecnie, zgodnie z wypowiedzią rzecznika resortu infrastruktury, Mikołaja Karpińskiego, łączna kwota orientacyjnych kosztów projektów indywidualnych sięga około 264 mln PLN. Zgodnie z wyjaśnieniami resortu infrastruktury kwoty wykazane w preumowach mają charakter wstępnych szacunków. Na tym etapie beneficjenci wykazują się ostrożnością i przeszacowują wartość projektów.

Budownictwo infrastrukturalne pozostałe

Zaskakujące otwarcie kopert w przetargu na warszawskie metro

Najtańszą ofertę w przetargu na budowę centralnego odcinka 2-jej linii metra w Warszawie złożyło konsorcjum Astaldi (Włochy), Gulermak (Turcja) oraz Przedsiębiorstwa Budowy Dróg i Mostów z Mińska Mazowieckiego. Wartość oferty to 4,1 mld PLN. Druga w kolejności była oferta China Overseas Engineering Group (Chiny) oraz Decoma (Polska). Oferta ta opiewa na 4,5 mld PLN. Trzecią w kolejności ofertę złożyło konsorcjum Mostostalu Warszawa i 8 innych spółek. Wartość oferty to 5,0 mld PLN. Kolejną była oferta PBG, Hydrobudowy Polska i Alpine Bau (5,6 mld PLN), ostatnia zaś oferta Dragados, Pol-Aqua oraz Trakcji Polskiej (6,1 mld PLN). Nieoficjalne informacje mówią, że konsorcjum włoskie nie skalkulowało w cenie ofertowej przewidywanych kar wynikających z opóźnień w realizacji kontraktu i stąd wynika zwycięstwo oferty za 4,1 mld PLN.

Ambitne plany inwestycyjne największych miast

Zgodnie z szacunkami prasy, 16 największych polskich miast wydało w 2008 roku na inwestycje

7,5 mln PLN, tzn. 10% mniej niż planowano, ale i o 1 mld PLN więcej niż w 2007 roku. W 2009 roku miasta chcą wydać 11 mld PLN. Na wzrost wydatków wpływa pojawienie się funduszy unijnych, ryzykiem obarczona zaś może być kwestia ich sfinansowania. Szacuje się, że 6-7 mld PLN z planowanych 11 mld PLN miasta będą musiały pozyskać z kredytów i obligacji. Miasta liczą na finansowanie ze strony dużych międzynarodowych instytucji, m.in. Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

Sześć konsorcjów zakwalifikowanych do budowy Stadionu Narodowego

Sześć konsorcjów zostało zakwalifikowanych do drugiego etapu na generalnego wykonawcę Stadionu Narodowego w Warszawie. Spośród spółek giełdowych zostały zakwalifikowane 3 konsorcja: 1 z udziałem Budimexu, 2 PBG oraz Hydrobudowy Polska oraz 3 Mostostalu Warszawa i Pol-Aqua (spółki występują razem w konsorcjum).

Budownictwo kubaturowe

Deweloperzy naciskają wykonawców w sprawie obniżki cen budowy

Prezes Dom Development na spotkaniu poświęconym wynikom przyznał, że negocjuje z wykonawcami wartość podpisanych kontaktów i terminy zapłaty. Uzyskane obniżki są na poziomie kilku procent. Mają one głównie miejsce w przypadku robót dodatkowych, nie przewidzianych początkowo w kontrakcie. Jednocześnie prezes przyznaje, że wykonawca powinien być świadomy, że jeśli nie obniży cen, Dom Development może mu nie zlecić wykonania kolejnej inwestycji. Przedstawiciel Polnordu za to przyznaje, że spółka nie korzysta z generalnych wykonawców (sama prowadzi nadzór), w związku z tym może zaoszczędzić 10-15% kosztów robocizny. Prezes Polnordu przyznaje, że spółki budowane zaraz obniżą swoją marżę z 4-5% do 1-2%, może nawet zejść do zera.

Produkcja materiałów budowlanych

Spadają nawet ceny kruszyw

Ciągle zauważalny jest spadek cen materiałów wykończeniowych. Skanska przyznała w wywiadzie, że spadają ceny kruszyw, przy wzroście popytu na nie. Równocześnie, w ubiegłym roku wzrosły koszty transportu (wzrost stawek przewozowych PKP Cargo, wzrost kursu USD/PLN wpływa na wyższe ceny paliw). W efekcie, oba efekty się generalnie równoważą, przy tym sytuacja może być różna lokalnie (liczy się dostęp do kamieniołomów w pobliżu budowy).

Energoinstal

Wyniki Q4 2008

Przychody Energoinstalu za Q4 2008 wyniosły 67,4 mln PLN (Q4 2007: 31,3 mln PLN). Znacznie wyższe przychody wynikały m.in. z przejęcia firm Energoservice oraz Interbud-West. Marża zysku brutto ze sprzedaży w Q4 2008 wyniosła 18,4% (Q3: 14,5%, Q2: 25,0%, 24,7%). Na niższą marżę również miały wpływ dokonane przejęcia. Zysk operacyjny wyniósł 7,7 mln PLN, tzn. był najwyższy w roku (Q3: 2,3 mln PLN, Q2: 2,6 mln PLN, Q1: 4,5 mln PLN). Na wysoką marżę operacyjną miały wpływ pozostałe przychody operacyjne (saldo = 0,7 mln PLN). Wynik netto spółki za Q4 2008 wyniósł 4,4 mln PLN, zaś całoroczny wynik netto 5,8 mln PLN.

Energomontaż Północ

Wyniki Q4 2008

Przychody Energomontażu Północ za Q4 2008 wyniosły 100,0 mln PLN, w porównaniu do 99,2 mln PLN w roku ubiegłym. Rentowność brutto na sprzedaży wyniosła 10,9%, tzn. była niższa niż w poprzednich kwartałach (Q3: 15,2%, Q2: 13,8%, Q1: 11,2%). Koszty zarządu i sprzedaży były na poziomie porównywalnym do drugiego kwartału, w efekcie zysk na sprzedaży z wyłączeniem zdarzeń jednorazowych wyniósł 4,3 mln PLN (Q3: 5,7 mln PLN, Q2: 3,5 mln PLN, Q1: 2,5 mln PLN). Spółka zanotowała duże dodatnie saldo pozostałych przychodów operacyjnych w wysokości 4,8 mln PLN (głównie efekt sprzedaży gruntów). Duże dodatnie okazało się także saldo pozostałych kosztów finansowych (2,5 mln PLN, efekt głównie różnic kursowych). W efekcie, wynik netto wyniósł 11,8 mln PLN, w porównaniu do 6,0 mln PLN w Q3 oraz 4,0 mln PLN w Q2. W dodatkowej nocie Energomontaż Północ przedstawił kwestię zabezpieczenia ryzyka kursowego. Wartość niezabezpieczonych przepływów w EUR, po uwzględnieniu hedgeingu naturalnego, to na rok 2009 27,2 mln EUR, zaś na lata przyszłe 7,1 mln EUR. Wysokość portfela spółki na rok 2009 wynosi 300 mln PLN.

Nowe zlecenie z Lotosu

Energomontaż Północ otrzymał nowy kontrakt z grupy Lotos na prace przy budowie instalacji hydrokrakingu. Wartość zlecenia to 45,5 mln PLN. Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa Milczarka, kontrakt został zdobyty na satysfakcjonującej marży. Portfel Energomontażu Północ przekracza obecnie 300 mln PLN.

Hydrobudowa Polska

Wyniki Q4 2008

Hydrobudowa Polska zaprezentowała wyniki, które okazały się w pełni zgodne z zaprezentowaną 13 lutego 2009 roku zrewidowaną prognozą zarządu. Wcześniejsza prognoza, opublikowana 23 października 2008 roku, zakładała zysk netto na poziomie 83,7 mln PLN, lecz nie zakładała efektu wyceny instrumentów pochodnych. Portfel Hydrobudowy Polska na koniec 2008 roku przekroczyła 2,2 mld PLN, z tego 1,5 mld PLN przypada do realizacji na rok 2009. Spółka stosuje rachunkowość zabezpieczeń, jednak nie wszystkie instrumenty są efektywne. Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, negatywny wpływ wyceny forwardów w rachunku zysku i strat wyniósł w Q4 2008 ponad 18 mln PLN. O tą kwotę pomniejszona została marża brutto na sprzedaży oraz zysk operacyjny. Uwzględniając ten efekt, powtarzalna marża brutto za Q4 2008 wyniosła 11,7%, tzn. ciągle była niższa niż marża w roku ubiegłym (14,5%). Na pogorszenie się wyniku miała także wpływ podwyżka pensji w spółce – zgodnie z komentarzem do sprawozdania, główną przyczyną wzrostu kosztów zarządu o 39% r/r był wzrost średniej płacy o 31% r/r.

Instal Kraków

Portfel zleceń Instal Kraków

Portfel zamówień spółki na rok 2009 wynosi około 180 mln PLN, czyli jest zapełniony w około 70%. Większość stanowią kontrakty infrastrukturalne. Spółka przekroczyła prognozy wyniku za rok 2008 osiągając 316,8 mln PLN przychodów (prognozowano 260 mln PLN) oraz 23,9 mln PLN zysku netto (prognozowano 21 mln PLN). Skład przychodów spółki nie powinien w 2009 roku istotnie się zmienić, kiedy to udział przychodów z działalności budowlano-montażowej wyniósł 64%. W ramach Osiedla Śliczna spółce pozostało jeszcze 200 mieszkań do sprzedaży. Instal Kraków ograniczy inwestycje, tegoroczny plan zakłada wydatki na poziomie 25-30 mln PLN (rozbudowa hal przemysłowych spółki zależnej Frapol).

Mostostal Export

Rewizja prognozy i plany na przyszłość

Mostostal Export obniżył prognozę skonsolidowanych przychodów na 2008 rok z 200 mln PLN do 172 mln PLN. Oficjalną przyczyną rewizji prognozy jest konieczność zmiany banku finansującego jeden z projektów realizowanych na terenie Federacji Rosyjskiej. Zgodnie z zapowiedzią prezesa, nowe konsorcjum finansujące projekt zostało już zawiązane, niebawem powinny zostać złożone w KUKI odpowiednie dokumenty. Są szanse, że przychody z realizacji kontraktu pojawiają się w wynikach Q1 2009. Wartość kontraktów „rosyjskich” Mostostalu Export przekracza już 400 mln USD. W najbliższym czasie spółka będzie starała się zaistnieć w Kazachstanie, gdzie ma szansę pozyskać zlecenie za 45 mln USD. Prezes Skipietrow zapowiada, że Mostostal Export być może dokona transakcji przejęcia spółki zajmującej się ochroną środowiska. Wartość transakcji przejęcia mogłaby wynieść 10 mln PLN. Do końca marca ma być dokładnie przedstawiona sytuacja w zakresie objęcia akcji spółki przez inwestora branżowego. W połowie roku kończy się pięcioletnia kadencja prezesa Skipietrowa. Prezes podtrzymuje deklarację, że nie zamierza dalej kierować grupą.

Mostostal Płock

Wyniki Q4 2008

Przychody wyniosły 56,3 mln PLN, tzn. około 3% mniej od naszych oczekiwań. Wyższe od oczekiwań okazały się koszty własne sprzedaży, w efekcie, marża brutto na sprzedaży wyniosła 13,7%, w porównaniu do 14,4% w poprzednim kwartale. Niższe za to okazały się koszty zarządu. W efekcie, zysk operacyjny spółki wyniósł 5,9 mln PLN (przewidywaliśmy 6,3 mln PLN). Marża EBIT wyniosła 10,5% (Q3 2008: 12,0%). Na poziomie zysku brutto przed opodatkowaniem wyniki Mostostalu wyniosły 6 mln PLN (prognozowaliśmy 6,5 mln PLN). Negatywny okazał się wpływ wyniku spółki zależnej – stoczni Centromost, w której Mostostal Płock ma 50% udziałów (Q4 2008: 692 tys. PLN straty, efekt wyceny instrumentów zabezpieczających). W efekcie, zysk netto Mostostalu Płock za Q4 2008 wyniósł 3,6 mln PLN, w porównaniu do 5,8 mln PLN w poprzednim kwartale i 4,4 mln PLN w Q4 2007.

Rok 2008 to szczyt rentowności spółki

Prezes Mostostalu Płock przyznaje, że wyniki finansowe z 2008 roku będą w najbliższym czasie niemożliwe do powtórzenia. Na chwilę obecną trudno powiedzieć, o ile spadną zyski spółki. Prezes spodziewa się, że marża na ostatnio podpisanym kontrakcie na budowę Wytwórni Kwasu Tereftalowego (47,5 mln PLN), nie powinna być jednak gorsza niż w innych standardowych zleceniach. Portfel spółki na rok 2009 wynosi obecnie 110 mln PLN (60%-owe wypełnienie). Prezes nie wyklucza, że spółka w kolejnych dniach podpisze kolejne umowy z Mostostalem Płock. Ciągłe brak ostatecznej decyzji odnośnie stoczni rzecznej Centromost, w której spółka posiada 50% udziałów. Sytuacja ma się wyjaśnić najwcześniej pod koniec marca.

Jednym z problemów spółki są opcje walutowe.

Mostostal Zabrze

Wyniki Q4 2008

Mostostal Zabrze podał wyniki za Q4 2008. Przychody wyniosły 246,2 mln PLN (ub. r.: 167,8 mln PLN), marża brutto na sprzedaży zaś 11,2% (Q3: 11%, Q2: 14%, Q1: 15%). W stosunku do kwartału ubiegłego nie wzrosły koszty zarządu, w efekcie marża EBIT wyniosła 4,7% (Q3: 6,1%, Q2: 9,5%). Zysk netto spółki za Q4 2008 wyniósł 10,0 mln PLN, w porównaniu do 11,4 mln PLN w poprzednim kwartale oraz 16,2 mln PLN w roku ubiegłym.

Naftobudowa

Wyniki Q4 2008

Przychody wyniosły 51,5 mln PLN. Na poziomie marży brutto ze sprzedaży rentowność spadła z 14,5% w Q3 2008 do 8,7% w Q4 2008. Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, spadek rentowności związany jest z pogorszeniem się światowej koniunktury w branży. Niższa rentowność na poziomie operacyjnym (EBIT = 0,154 mln PLN, w porównaniu do 4,1 mln PLN w Q3 2008) została skompensowana dodatkowymi przychodami finansowymi, których źródłem są głównie różnice kursowe (saldo pozostałych przychodów finansowych netto = 8,6 mln PLN). W efekcie, wynik netto wyniósł 6,9 mln PLN i był znacznie lepszy od wyniku w poprzednich kwartałach.

Pol-Aqua

Wyniki Q4 2008

Przychody okazały się o 16,7% wyższe niż oczekiwano, niższa zaś była marża brutto ze sprzedaży. Wyniosła ona 9,5%, w porównaniu do 10,9% w Q3, 14,4% w Q2 oraz 11,0% w Q1. Nie znamy przyczyny niższej marży, możemy tylko przypuszczać, iż jej źródłem jest realizacja kontraktów o niższej rentowności lub/i utworzenie rezerw zwiększających koszty własne sprzedaży. Na poziomie operacyjnym wynik wyniósł 15,6 mln PLN, tzn. był niższy od konsensusu zakładającego 20,6 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów finansowych i zaksięgowanego podatku okazało się wyższe od oczekiwań, w efekcie spółka wykazała jedynie 5,4 mln PLN zysku za Q4 2008 i 44,5 mln PLN za cały rok (odwołana prognoza zakładała około 100 mln PLN). Wysokie saldo pozostałych kosztów finansowych w wysokości 16,3 mln PLN spowodowane było w przeważającej części wyceną instrumentów pochodnych przedstawioną w rachunku zysków i strat. Koszt z tytułu wyceny wyniósł 11,6 mln PLN. Portfel spółki na koniec roku, włączając list intencyjny podpisany z Auchan w celu budowy CH w Łomiankach wyniósł 1,3 mld PLN. Włączając kontrakt na budowę Mostu Północnego, wartość portfela spółki wyniosłaby 1,7 mld PLN.

Wybór oferty spółki na budowę Mostu Północnego

Komisja przetargowa ZDM wybrała ofertę konsorcjum z udziałem Pol-Aqua na wykonawstwo Mostu Północnego w Warszawie. Cena zaproponowana przez spółkę to 977,6 mln PLN, z tego 55% przypadnie na Pol-Aqua (537,7 mln PLN, 42% przychodów Pol-Aqua w 2008 roku). Kosztorys inwestora wyniósł 1,167 mld PLN. Drugą w kolejności ofertę złożył Strabag (1,013 mld PLN). Trzecia w kolejności była oferta konsorcjum z udziałem m.in. Bilfinger Berger i Warbudu (1,033 mld PLN). Oferta konsorcjum Budimexu, Mostostalu Warszawa, Polimexu Mostostalu oraz Hochtiefu opiewa na 1,068 mld PLN, Mota-Engil z partnerami na 1,045 mld PLN, Astaldi z partnerami na 1,487 mld PLN, PBG i Hydrobudowy z partnerami na 1,241 mld PLN, J&P Avax zaś na 1,068 mld PLN. Realizacja prac ma potrwać do listopada 2011 roku. Zgodnie z wypowiedzią prezesa zysk z realizacji kontraktu powinien być godziwy.

Najkorzystniejsza oferta na 100 mln PLN

Vectra z grupy Pol-Aqua złożyła najkorzystniejszą ofertę na budowę hali widowiskowo-sportowej w Płocku. Vectra ma być odpowiedzialna za 95% prac. Planowany termin realizacji to 18 miesięcy. Wartość zlecenia to około 7,8% prognozowanych na rok 2008 przychodów Pol-Aqua.

Plany na lata kolejne

Były prezes Pol-Aqua, p. Marek Stefański, podtrzymał plan wzrostu przychodów i zysków o minimum 20% w 2009 roku. Spółka zamierza ograniczyć swą działalność do Polski, przynajmniej, że klimat inwestycyjny na wschodzie jest dość niepewny. Jedynym wyjątkiem są centra handlowe, które spółka chce realizować na Białorusi, w ramach wejścia na ten rynek międzynarodowej sieci handlowej. W ramach działalności oddziału budownictwa drogowego w Polsce Pol-Aqua prowadzi negocjacje w sprawie wykonawstwa 20-kilometrowego odcinka autostrady z firmą, która wygrała przetarg.

Były prezes na czele rady nadzorczej

Były prezes i akcjonariusz większościowy, p. Marek Stefański, stanie na czele rady nadzorczej. O jego powołaniu i zmianie wynagrodzenia przewodniczącego rady zdecyduje NWZA, które wyznaczone jest na dzień 13 marca.

Remak**Wyniki finansowe za Q4 2008**

Przychody wyniosły 47,3 mln PLN (-13,1% r/r), zysk brutto na sprzedaży zaś 5,1 mln PLN (marża: 10,7%, Q3: 10,2%, Q4 2007: 3,2%). Wyższe niż w poprzednim kwartale były koszty ogólnego zarządu (3,2 mln PLN w porównaniu do 2,3 mln PLN w Q3 2008), co związane jest z utworzonymi rezerwami personalnymi oraz wypłatą premii za wypracowane zyski. W efekcie marża EBIT wyniosła 4%, w porównaniu do 5,7% w Q3 2008 i -1,1% w Q4 2007. Spółka zanotowała wysokie saldo dodatnich pozostałych przychodów finansowych w związku z dużymi różnicami kursowymi. W efekcie, zysk netto wyniósł 5,1 mln PLN, w porównaniu do 2,7 mln PLN w Q3 2008 i -2,0 mln PLN w Q4 2007. Spółka zakłada, że w najbliższych kwartałach może powtórzyć bardzo dobre wyniki Q3 i Q4 2008. Spółce pomaga słaby złoty. Remak do tej pory nie zabezpieczał ekspozycji walutowej, teraz jednak deklaruje zacząć to robić. Portfel Remaku wynosi ponad 200 mln PLN. Spadek przychodów w 2008 roku związany jest z realizacją w latach 2006 - Q1 2008 kontraktów na budowę sieci kanalizacyjnej w rejonie Opola. W 2010 roku ma być rozpisany podobny przetarg na budowę kanalizacji i spółka planuje wziąć w nim udział.

Perspektywy na przyszłość

Prezes Remaku przyznaje, że spółka otrzymała ostatnio dużo ofert i zapytań od kontrahentów. Dotyczą one głównie prac na koniec 2009 roku i na rok 2010. Portfel na rok 2009 jest już niemal w całości zapełniony. Zdaniem prezesa zlecenia powinny być wysoko marżowe, bo kalkulowano je przy kursie EUR/PLN = 3,2-3,5. Prezes jednocześnie nie ukrywa, że dłuższy kryzys finansowy może opóźnić plany rozwoju energetyki w Polsce. W takim przypadku w branży mogłaby wzrosnąć konkurencja. Spółka pragnie w 2009 roku zainwestować 5,5 mln PLN w zakup maszyn montażowych i spawalniczych.



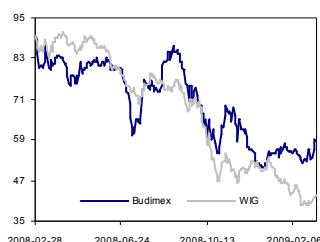
Budimex (Kupuj)

Cena bieżąca: 58,5 PLN

Cena docelowa: 69,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa
Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 544,4	5,8%	4 801,0	35,5%	Liczba akcji (mIn)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	203,6	51,7%	181,0	-11,1%	MC (cena bieżąca)	1 493,5
marża EBITDA	1,7%	4,0%		5,7%		3,8%		EV (cena bieżąca)	1 294,9
EBIT	28,0	112,2	300,1%	181,2	61,6%	158,3	-12,7%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	151,1	44,3%	139,1	-7,9%		
P/E	99,1	14,3		9,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	38,6	11,8		8,6		9,2		Zmiana ceny: 6m	-28,7%
P/BV	2,8	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-27,3%
EV/EBITDA	24,3	8,2		6,4		6,4		Max (52 tyg.)	86,8
Dyid (%)	0,0	0,0		5,1		4,7		Min (52 tyg.)	50,7



Podtrzymujemy rekomendację kupuj z obniżoną ceną docelową. Wyniki Q4 2008 okazały się bardzo dobre, nawet po uwzględnieniu zdarzeń o charakterze jednorazowym. Rewizja wyceny związana jest głównie ze zmianą metodologii wyceny działalności deweloperskiej. Wśród głównych czynników decydujących o atrakcyjności inwestycyjnej spółki wymieniamy duży udział segmentu drogownictwa w przychodach spółki, (prawie pewne jest podpisanie kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice +3,3 mld PLN portfela zamówień) oraz stosunkowo największą szansę na poprawę rentowności w stosunku do roku 2008. Sądzymy, że w najbliższym czasie Budimex będzie aktywnie uczestniczył w przetargach infrastrukturalnych, co przełoży się na znaczną ilość nowych kontraktów z tej dziedziny.

Bardzo dobre wyniki Q4 2008

Przychody Budimexu wyniosły 896 mln PLN, tzn. były zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz nieznacznie wyższe niż konsensus prognoz (863 mln PLN). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 18,7%, w porównaniu do 11,6% w Q3 2008 oraz 7,0% w Q2 2008. Zgodnie z wyjaśnieniem pozyskanym przez nas od spółki, poprawa marży brutto ze sprzedaży związana jest z rewizją wyceny kontraktów długoterminowych. Spółka nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń, w związku z tym umocnienie EUR/PLN na koniec roku do poziomu 4,17 pociągnęło za sobą konieczność rewizji marż na kontraktach denominowanych w EUR (4 główne kontrakty: biurowce dla GTC we Wrocławiu, przebudowa oczyszczalni w Szczecinku, zakład MPO w Toruniu, modernizacja stacji Gdynia Główna Osobowa). Zgodnie z zasadami rachunkowości, rewizja marż prowadzi do uśrednienia marż na całym realizowanym kontrakcie (w efekcie, w wyniku Q4 2008 znalazła się poprawa wyniku odpowiadająca procentowo kosztom na kontraktach poniesionych w 2008 roku). Szacujemy, że efekt uśrednienia marż wynikający z aprecjacji EUR w stosunku do PLN mógł pomóc poprawić marżę brutto na sprzedaży o 26,7 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży została również powiększona o 7 mln PLN z tytułu odwrócenia rezerwy z tytułu kontraktu na wykonawstwo terminala na Okęciu. Spółka przyznaje także, że dokonała rewizji budżetów kontraktów z uwagi na zauważone oszczędności kosztowe. Tutaj również ważną rolę gra efekt „uśrednienia marż na realizacji kontraktu”. Sądzymy, że efekt ten mógł poprawić marżę brutto na sprzedaży o około 15 mln PLN. W efekcie, skorygowana o te zdarzenia marża brutto na sprzedaży za Q4 2008 kształtuje się na poziomie 13,3%. Strata na wycenie instrumentów pochodnych wyniosła 104,4 mln PLN, tzn. była wyższa niż nasze oczekiwania (65 mln PLN). Sądzymy, że różnica może być spowodowana wyceną pozycji zabezpieczających dotyczących nie raportowanych kontraktów budowlanych denominowanych w EUR (obowiązek raportowania dla kontraktów o wartości przekraczającej 10% kapitałów własnych, czyli 64,4 mln PLN na koniec Q4 2008). Na dodatnie saldo pozostałych przychodów finansowych w wysokości 15 mln PLN największy wpływ mają pozyskane odsetki (8,7 mln PLN) oraz nadwyżka dodatnich różnic kursowych (13,9 mln PLN). Wynik netto za Q4 2008 wyniósł 31,6 mln PLN (tzn. był najwyższy w roku).

Najkorzystniejsza umowa na rozbudowę oczyszczalni

Budimex w konsorcjum z Cadaqua z grupy Ferrovial złożył najkorzystniejszą ofertę w przetargu na modernizację i rozbudowę oczyszczalni ścieków we Wrocławiu. Wartość oferty to 276,1 mln PLN, z czego 50% (138,1 mln PLN) przypada na Budimex. Wartość zlecenia to około 3,6% prognozowanych przychodów na rok 2009.

Nowe kontrakty drogowe

Budimex podpisał kontrakt na budowę drogi łączącej węzeł Radzikowskiego z węzłem Modlnica wraz z budową III etapu węzła Radzikowskiego. Wartość kontraktu to 122,6 mln PLN, tzn. 3,2% prognozowanych na rok 2009 przychodów. Zgodnie z planem prace miały rozpocząć się w lutym i potrwać dwa lata. Oferta Budimexu została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu

na budowę Obwodnicy Kraśnika. Wartość umowy to 73,1 mln PLN (2,0% prognozowanych na rok 2009 przychodów spółki), termin wykonania zaś upływa w terminie 19 miesięcy od podpisania umowy.

Rząd przejmuje budowę odcinka autostrady A2

Nie udało się wybrać koncesjonariusza do budowy odcinka autostrady A2 Stryków-Konotopa (o koncesję starało się konsorcjum z udziałem Budimexu). Realizację inwestycji ma przejąć rząd. Przetarg na wybór firmy, która zaprojektuje oraz wybuduje trasę, ma zostać ogłoszony w połowie marca.

Budimex może wypłacić nawet ponad 100 mln PLN dywidendy

Prezes Budimexu przyznaje, że nawet 100 mln PLN w postaci dywidendy może trafić do akcjonariuszy. To nie jest jednak na razie formalna rekomendacja zarządu, ale jedynie ocena możliwości technicznych i finansowych spółki. Prezes zakłada, że wzrost spółki będzie porównywalny do wzrostu branży budowlanej. Jeśli rynek skurczy się, celem spółki będzie przynajmniej powtórzenie wyniku z roku ubiegłego. Prezes Michałowski liczy na dalszą poprawę rentowności, gdyż w portfelu ma jedynie dobre kontrakty. Rentowność za rok 2009 mogłaby wynieść 3,2-3,3%. Obecna wartość portfela zamówień na rok 2009 wynosi 2,6 mld PLN, cały portfel wynosi 3,55 mld PLN, w wyniku podpisania kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 na koniec roku może wzrosnąć nawet do 7 mld PLN (wg. Prezesa Michałowskiego).

Kryzys nie dotyka budownictwa drogowego

Prezes Michałowski przyznaje, że na szczęście kryzys nie dotknął wszystkich segmentów budownictwa, w tym robót infrastrukturalnych, finansowanych ze środków UE. Roboty infrastrukturalne stanowią około 60% wartości portfela i udział ten ma w przyszłości rosnąć. Na koniec 2008 roku wartość portfela wynosiła 3,7 mld PLN, zaś w 2009 roku ma wzrosnąć do 7 mld PLN wg. Prezesa Michałowskiego (ze względu na możliwość otrzymania kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 Stryków-Pyrzowice).

Konsorcjum z udziałem Budimexu pozywa PPL

Konsorcjum z udziałem Budimexu (40%) złożyło pozew przeciw Przedsiębiorstwu Państwowemu Porty Lotnicze w sprawie wypłaty wynagrodzenia za prace i roboty dodatkowe oraz zwrotu kwot zatrzymanych i wypłaty odsetek od nieterminowych płatności. Wartość przedmiotu sporu to 58,9 mln USD (216,5 mln PLN).



Elektrobudowa (Kupuj)

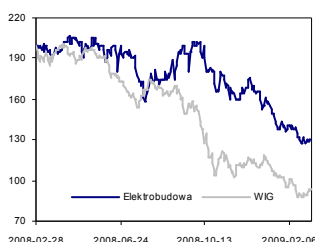
Cena bieżąca: 131 PLN

Cena docelowa: 225,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	876,9	8,1%	884,6	0,9%	Liczba akcji (mIn)	4,7
EBITDA	49,6	83,2	67,7%	70,2	-15,6%	72,8	3,7%	MC (cena bieżąca)	621,9
marża EBITDA	7,3%	10,3%		8,0%		8,2%		EV (cena bieżąca)	547,6
EBIT	44,2	75,4	70,4%	63,8	-15,4%	65,9	3,4%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	57,9	-3,9%	63,0	8,7%		
P/E	15,9	10,3		10,7		9,9		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/CE	13,8	9,1		9,7		8,9		Zmiana ceny: 6m	-32,8%
P/BV	5,0	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	-33,8%
EV/EBITDA	11,2	6,5		7,8		7,1		Max (52 tyg.)	207,0
Dyid (%)	1,5	3,4		3,1		3,3		Min (52 tyg.)	127,0



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. Wyniki Q4 2008 były niższe od naszych oczekiwań, lepsze jednak od prognozy zarządu z punktu widzenia rentowności netto. Z perspektywy czasu jesteśmy skłonni przyznać, że przeszacowaliśmy wyniki Q4 2008, nadmiernie akcentując efekt sezonowości, który w 2008 roku był mniejszy niż do tej pory. Nadal sądzimy, że lata 2009 i 2010 nie zaskoczą nas wzrostem przychodów i poprawą rentowności, lecz spółka posiada bardzo duże szanse poprawę wyników w momencie rozpoczęcia inwestycji w polskiej energetyce w 2011 roku. Obecnie pracujemy nad rewizją modelu wyceny, w którym chcielibyśmy uwzględnić wyższe niż poprzednio oczekiwane przychody z segmentu automatyki oraz niższe dynamiki przychodów w segmencie dystrybucji energii.

Wyniki Q4 2008

Przychody wyniosły 228,4 mln PLN i były niższe niż nasza prognoza (-14,6%) oraz prognoza zarządu z października (-10,3%). Przeszacowaliśmy przychody, kierując się podejściem historycznym (do tej pory czwarty kwartał cechował się znacznie wyższymi przychodami, zgodnie z wyjaśnieniem zarządu obecnie efekt ten będzie zanikał ze względu na wzrost skali działalności Elektrobudowy). Rentowność brutto na sprzedaży ukształtowała się na poziomie 8,4% (Q3: 13,3%, Q2: 10,8%, Q1: 9,6%). Tradycyjnie, spółka wykazuje niższą rentowność w Q4 ze względu na rodzaj realizowanych kontraktów (rentowność w roku 2007: Q4: 7,0%, Q3: 10,6%, Q2: 8,7%, Q1: 9,0%). W podziale segmentowym rentowności w poszczególnych oddziałach były na niższym poziomie niż w rekordowym Q3 2008 oraz w pierwszym półroczu 2008 roku. Jedynym wyjątkiem jest segment przemysłu (rentowność wyższa niż w pierwszym półroczu) oraz segment automatyki (w wynikach wykazany został efekt konsolidacji Energoefektu i Energotest-Energopomiar, w efekcie przy obrocie rzędu 26,3 mln PLN spółka wygenerowała marżę operacyjną na poziomie 15,9%). Istotnie wyższe od oczekiwań okazały się koszty zarządu i administracji, sądzimy, że efekt ten wynika z wypłaconych premii za rekordowy wynik w 2008 roku. Efekt ten został zrównoważony dodatnim saldem pozostałych przychodów operacyjnych netto (prawdopodobnie różnice kursowe). Zysk operacyjny wyniósł 15,5 mln PLN, tzn. był o około 21,4% niższy od naszych oczekiwań. Niższy niż oczekiwany okazał się także pozytywny wpływ na wynik jednostek podporządkowanych. Uwzględniając wszystkie zdarzenia, zysk netto wyniósł 13 mln PLN, tzn. był o 25,9% niższy od naszych oczekiwań oraz o 30,1% wyższy niż oczekiwany przez zarząd w opublikowanej w październiku prognozie.

Elektrobudowa podpisuje kolejne umowy z Mondi Świecie

Elektrobudowa podpisuje kolejne umowy z Mondi Świecie, w wyniku czego wartość umów podpisanych od lutego 2008 wynosi 28,6 mln PLN (3,3% prognozowanych na rok 2009 przychodów), tzn. przekracza wartość 10% kapitałów własnych. Wartość umowy o największej wartości to 19,5 mln PLN.



Erbud (Kupuj)

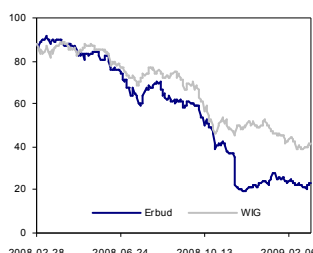
Cena bieżąca: 23,5 PLN

Cena docelowa: 31,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	915,1	-13,6%	865,6	-5,4%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	46,0	-35,5%	30,9	-32,9%	MC (cena bieżąca)	295,4
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,0%		3,6%		EV (cena bieżąca)	194,5
EBIT	32,8	64,8	97,7%	40,9	-36,9%	26,1	-36,1%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	35,1	238,2%	25,0	-28,9%		
P/E	9,3	28,4		8,4		11,8		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	8,8	17,4		7,3		9,9		Zmiana ceny: 6m	-61,5%
P/BV	1,5	1,5		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-73,5%
EV/EBITDA	6,5	4,0		4,2		5,5		Max (52 tyg.)	91,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Podtrzymujemy rekomendację kupuj, przy zaakcentowaniu, że horyzont inwestycyjny jest długoterminowy. Wyniki Q4 2008 były dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Spółka zaprezentowała wyższe przychody niż prognozowaliśmy i niż zakładała prognoza zarządu z listopada 2008. Obecnie pracujemy nad rewizją wyceny spółki, która powinna uwzględniać wyższy przewidywany portfel w zakresie działalności eksportowej oraz wyższą rentowność spowodowaną wzrostem kursu EUR/PLN. Jednocześnie, sądzimy, że konieczna może okazać się obniżka prognoz w zakresie usług budownictwa kubaturowego świadczonych na terenie Polski.

Wyniki Q4 2008

Przychody ze sprzedaży okazały się wyższe niż nasze oczekiwania, które i tak były wyższe, niż zaktualizowana w listopadzie 2008 roku prognoza zarządu. W skali całego roku wyższe okazały się przychody z działalności budowlanej (895,9 mln PLN vs. prognozowane 837 mln PLN) oraz z działalności deweloperskiej (103,6 mln PLN vs. prognozowane 87 mln PLN). Przychody z działalności w segmencie drogowym były zgodne z oczekiwaniami (59,5 mln PLN vs. prognozowane 59 mln PLN). Rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży okazała się wyższa od naszych oczekiwań (11%, prognoza: 8,8%, Q3: 10,8%, Q2: 7,5%, Q1: 8,5%). Wyższa marża brutto ze sprzedaży została skompensowana wyższymi kosztami zarządu (o 9,4 mln PLN) oraz wyższym (o 4,1 mln PLN) saldem pozostałych kosztów operacyjnych netto. Wynik na poziomie operacyjnym okazał się lepszy od naszych oczekiwań, przy tym wynika on z wyższych niż oczekiwane przychodów (marża EBIT = 5,8%, oczekiwana marża = 6,1%). Strata na transakcjach opcyjnych jest zgodna z oczekiwaniami, w efekcie saldo pozostałych kosztów finansowych wyniosło 46,5 mln PLN (oczekiwane 45,1 mln PLN). Wynik netto wyniósł -26,7 mln PLN, tzn. był o 1,5% wyższy niż zakładaliśmy.

Portfel zleceń Erbudu

Portfel zleceń Erbudu ma wartość 600 mln PLN. 150 mln PLN z portfela zleceń to kontrakty eksportowe. Wzrost portfela eksportowego to rezultat umocnienia EUR wobec PLN oraz spowolnienia widocznego na rynku krajowym. Prezes Grzeszczak zapowiada, że spółka będzie dążyć do podwojenia rezultatu z 2008 roku na eksporcie (200 mln PLN przychodów). Erbud nie zamierza podejmować walki o duże kontrakty infrastrukturalne o wartości 1 mld PLN, gdyż ich realizacja byłaby dla spółki zbyt wielkim ryzykiem. W obecnych warunkach rynkowych duży kontrakt dla Erbudu to taki o wartości 200 mln PLN.

List intencyjny w sprawie budowy szpitali

Erbud podpisał list intencyjny z firmą Swissmed, w sprawie podjęcia współpracy w zakresie budowy obiektów szpitalnych. Planowana współpraca ma obejmować pozyskanie nieruchomości na budowę szpitali oraz organizację struktury formalnej obejmującej przygotowanie inwestycji, organizację finansowania, projektowanie, realizację budowy oraz przekazanie Swissmed zrealizowanych obiektów w pełnej zdolności operacyjnej. Swissmed pragnie wybudować szpitale w Warszawie i Wrocławiu. Szpital w stolicy byłby wyposażony w 90-150 łóżek.



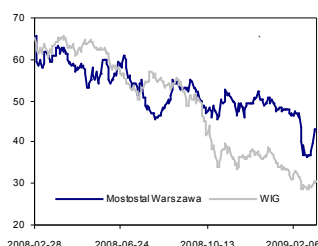
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 43,2 PLN Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 542,2	18,0%	2 613,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	165,0	21,1%	130,7	-20,8%	MC (cena bieżąca)	864,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,5%		5,0%		EV (cena bieżąca)	700,1
EBIT	58,9	113,4	92,6%	141,3	24,6%	106,6	-24,6%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	103,5	37,1%	81,2	-21,6%		
P/E	16,3	11,4		8,3		10,6		Zmiana ceny: 1m	-7,2%
P/CE	11,9	8,8		6,8		8,2		Zmiana ceny: 6m	-17,9%
P/BV	3,0	2,6		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-26,4%
EV/EBITDA	8,7	5,2		4,2		5,5		Max (52 tyg.)	63,4
Dyid (%)	0,1	0,0		4,4		6,0		Min (52 tyg.)	36,3



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Wyniki jednostkowe Q4 2008, znacznie gorsze niż w poprzednich kwartałach były pod wpływem zdarzeń jednostkowych, zaś wyniki skonsolidowane okazały się lepsze niż nasze zaktualizowane po wynikach jednostkowych oczekiwania. Portfel zamówień spółki pokrywa praktycznie całość prognozowanych na rok 2009 przychodów. Zapelnienie portfela na rok 2010 zgodnie z naszymi szacunkami przekracza 40%. 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. Dostrzegamy szansę na wzrost portfela w zakresie obiektów infrastrukturalnych w najbliższych miesiącach.

Wyniki Q4 2008

Przychody wyniosły 692,3 mln PLN, tzn. były wyższe o 8,7% od naszej prognozy oraz o 9,7% od konsensusu prognoz. Wyższa niż oczekiwana okazała się także rentowność brutto ze sprzedaży. Wyniosła ona 12,2%, w porównaniu do prognozowanych 10,5%. Koszty sprzedaży i zarządu okazały się zgodne ze zaktualizowanymi po wynikach jednostkowych oczekiwaniach, wyższe zaś od prognozowanych o około 11,8 mln PLN okazało się saldo pozostałych kosztów operacyjnych. Marża zysku operacyjnego wyniosła 3,75%, w porównaniu do oczekiwanych 4,05%. Spółka wykazała niższy niż oczekiwany zysk akcjonariuszy mniejszościowych (2,7 mln PLN, oczekiwania: 5,1 mln PLN), w efekcie zysk netto wyniósł 8,8 mln PLN (oczekiwaliśmy 4,7 mln PLN). Różnica między faktycznymi wynikami spółki a prognozą zarządu wynika ze znacznie wyższych niż oczekiwane przychodów spółek pozostałych (z wyłączeniem Remaku i Mostostalu Płock). Spółki te zgodnie z naszymi wyliczeniami wygenerowały 217,8 mln PLN przychodów (Q3: 168,9 mln PLN, + 29% q/q; Q4 2007: 181,9 mln PLN, + 12,7% q/q). Rzecz jasna, nasze obliczenia są uproszczone tzn. nie uwzględniają możliwości dostaw i usług świadczonych wewnątrz grupy. Marża zysku brutto pozostałych jednostek wyniósł 13,6% (Q3: 13,9%, Q2: 16,0%). W jednostkach pozostałych zostały utworzone rezerwy, co spowodowało wzrost salda pozostałych kosztów operacyjnych netto oraz wykazanie niższego niż oczekiwany zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Rafako i Mostostal Warszawa będą budować nowe bloki energetyczne?

Mostostal Warszawa i Rafako zawarły porozumienie o wspólnym udziale w kilku przetargach w branży energetycznej. Pierwszą ofertę zamierzają złożyć na generalne wykonawstwo bloku energetycznego w Siekierkach. Następnie, chcą startować w przetargach na budowę bloków w Opolu i Kozienicach. Prezes Różacki liczy na rozstrzygnięcie przetargu na budowę nowego bloku w Siekierkach na jesieni b.r. Wartość zlecenia może sięgnąć 3 mld PLN.

A jednak to Mostostal Warszawa zbuduje wrocławski stadion

Konsorcjum Mostostalu Warszawa pierwotnie złożyło najtańszą ofertę na budowę stadionu (580 mln PLN). Budimex oprotetstował decyzję komisji przetargowej, za podstawę podając niewłaściwe tłumaczenie gwarancji wystawionych przez konsorcjanta Mostostalu Warszawa, firmę J&P Avax. Komisja przetargowa uznała te protesty za zasadne, usuwając Mostostal Warszawa z przetargu, jednak spółką tą decyzję również oprotetstowała. Krajowa Izba Odwoławcza (ostatnia instancja) uznała odwołanie złożone przez Mostostal Warszawa.

Zaskakujące otwarcie kopert w przetargu na warszawskie metro

Najtańszą ofertę w przetargu złożyło konsorcjum Astaldi (Włochy), Gulermak (Turcja) oraz Przedsiębiorstwa Budowy Dróg i Mostów z Mińska Mazowieckiego. Wartość oferty to 4,1 mld PLN. Druga w kolejności była oferta China Overseas Engineering Group (Chiny) oraz Decoma (Polska). Oferta ta opiewa na 4,5 mld PLN. Trzecią w kolejności ofertę złożyła konsorcjum Mostostalu Warszawa i 8 innych spółek. Wartość oferty to 5,0 mld PLN. Kolejną była oferta



PBG, Hydrobudowy Polska i Alpine Bau (5,6 mld PLN), ostatnia zaś oferta Dragados, Pol-Aqua oraz Trakcji Polskiej (6,1 mld PLN).

Kontrakt od Akademii Medycznej

Wrobis, spółka zależna Mostostalu Warszawa, podpisała kontrakt z Akademią Medyczną we Wrocławiu na budowę i wyposażenie Ośrodka Badawczo – Naukowo – Dydaktycznego Dolnośląskiej Farmacji we Wrocławiu. Wartość zlecenia to 61,76 mln PLN brutto, tzn. 2,5% prognozowanych na rok 2009 przychodów.



PBG (Trzymaj)

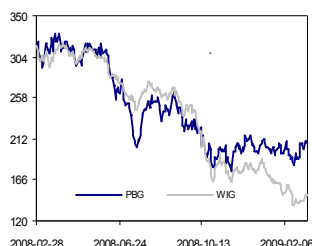
Cena bieżąca: 207 PLN

Cena docelowa: 219,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 911,9	39,4%	3 475,2	19,3%	Liczba akcji (mIn)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	378,9	40,2%	376,1	-0,7%	MC (cena bieżąca)	2 780,0
marża EBITDA	10,0%	12,9%		13,0%		10,8%		EV (cena bieżąca)	3 164,4
EBIT	109,4	223,4	104,3%	344,6	54,3%	341,8	-0,8%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	234,7	48,5%	224,8	-4,2%		
P/E	27,2	17,6		11,8		12,4		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	21,2	13,6		10,3		10,7		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	3,7	3,1		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	-31,5%
EV/EBITDA	22,6	13,4		8,4		8,8		Max (52 tyg.)	331,0
Dyid (%)	0,1	0,0		3,9		5,9		Min (52 tyg.)	175,3



Ze względu na wzrost ceny akcji PBG, obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj. Uważamy, że spośród przedstawicieli polskiej branży budowlanej sukces PBG jest bezprecedensowy, portfel zamówień zaś na kolejne lata jest wypełniony (2009: praktycznie 100%, 2010: 78%), lecz wycena niestety nie jest atrakcyjna. Wycena akcji PBG w stosunku do poziomu generowanych przychodów pozostaje bardzo wysoka, co implikuje, że cena dyskontuje utrzymanie bardzo wysokich rentowności w długim terminie. Naszym zdaniem najprawdopodobniej nie będzie to możliwe. Już obecnie zauważalny jest wzrost zainteresowania pozostałych spółek budowlanych segmentem ekologicznym. Jednocześnie, sądzymy, że w krótkim terminie spółka będzie jeszcze w stanie poprawić rentowność (efekt oszczędności kosztowych). Nie spodziewamy się dużego napływu informacji dotyczącego podpisanych nowych kontraktów (spółka ma pełny portfel, więc ofertuje po wysokich cenach).

Wyniki Q4 2008

PBG zaprezentowało wyniki finansowe za Q4 2008 zgodne z rewizją prognozy dokonaną 13 lutego 2009 roku. W porównaniu do naszej prognozy, niższe okazały się przychody (przeszacowaliśmy wyniki jednostek zależnych). Wyższa niż prognozowaliśmy okazała się rentowność brutto na sprzedaży (Q4: 18,0%, Q3: 15,1%, Q2: 14,5%, Q1: 16,0%). Sądzymy, że wyższa rentowność może być związana z rewizją budżetów kontraktów realizowanych w segmencie paliwowym lub/i drogowym. W oparciu o komentarz do raportu Hydrobudowy Polska, zauważamy, że marża brutto ze sprzedaży została dodatkowo zaniżona o około 18,5 mln PLN, z tytułu wyceny forwardów (zabezpieczenia nie uznane za efektywne). Uwzględniając ten efekt, marża brutto ze sprzedaży wyniosłaby 20,6%. Wyższa rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży została skompensowana wyższymi niż oczekiwane kosztami zarządu (premie, różnica = 6,9 mln PLN) oraz pozostałymi kosztami operacyjnymi netto (saldo = 15,1 mln PLN). W efekcie, wynik operacyjny okazał się nieznacznie niższy od naszej prognozy. Na poziomie zysku brutto przed opodatkowaniem oraz zysku netto różnica okazała się nieistotna. Zgodnie z komentarzem do raportu, portfel PBG na koniec 2008 roku przekraczał 6,2 mld PLN, z tego około 2,7 mld PLN przypada do realizacji na rok 2009. Podsumowując, wyniki finansowe za Q4 2008 są zgodne z naszymi oczekiwaniami (tzn. dobre).

PBG Dom rozejrzy się za okazjami do przejęć

Wyniki spółki PBG Dom za rok 2008 wyniosły 28,5 mln PLN przychodów oraz 2 mln PLN zysku netto. Zostały one zrealizowane praktycznie całkowicie poprzez sprzedaż gruntów za ponad 25 mln PLN. Ani w 2007, ani w 2008 roku spółka nie nabyła żadnych nieruchomości w celach deweloperskich, obecnie zaś zaczęła rozglądać się za projektami do przejęcia. Interesują ją inwestycje mieszkaniowe, biurowe i handlowe. Spośród własnych projektów najbardziej zaawansowana jest budowa 24 domów koło Poznania. Domy mają być gotowe w połowie tego roku. Znaleźli się też na nie kupcy – są nimi pracownicy firmy PBG.

Polimex Mostostal przejmie Hydrobudowę Polska w zamian za akcje?

Pojawiła się informacja, że Polimex mógłby przejąć pakiet PBG w Hydrobudowie w zamian za emisję nowych akcji. P. Jacek Krzyżaniak, członek rady nadzorczej PBG, potwierdził zainteresowanie PBG podjęciem rozmów z Polimexem. Konrad Jaskółka, prezes Polimexu, przyznał, że do tej pory nie doszło do rozmów, spółce też nie zostały przedstawione konkretne propozycje.



Polimex Mostostal (Kupuj)

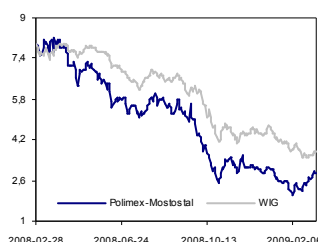
Cena bieżąca: 2,9 PLN

Cena docelowa: 3,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 720,5	4 316,7	16,0%	4 909,0	13,7%	4 763,9	-3,0%	Liczba akcji (mln)	476,7
EBITDA	205,4	292,8	42,5%	328,9	12,3%	304,7	-7,4%	MC (cena bieżąca)	1 363,5
marża EBITDA	5,5%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 027,9
EBIT	160,4	221,2	37,9%	247,6	11,9%	205,6	-16,9%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	121,9	21,8%	154,3	26,7%	131,6	-14,8%		
P/E	13,6	11,2		8,8		10,4		Zmiana ceny: 1m	41,6%
P/CE	9,4	7,0		5,8		5,9		Zmiana ceny: 6m	-48,0%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-62,3%
EV/EBITDA	9,0	6,7		6,2		6,1		Max (52 tyg.)	8,2
Dyid (%)	0,6	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Wyniki Polimexu za Q4 2008 były tylko pozornie gorsze niż konsensus prognoz. Na spadek marży brutto ze sprzedaży w porównaniu do kwartałów poprzednich miało wpływ m.in. utworzenie rezerwy na świadczenia pracownicze oraz utworzenie rezerwy na koszty kontraktów. Ze względu na rewizję prognoz dokonaliśmy obniżenia prognozy na lata kolejne, a także obniżenia wyceny. Szansy na podniesienie ceny docelowej oraz prognoz dopatrujemy się w rozstrzygnięciu przetargów na generalne wykonawstwo bloków energetycznych (pierwszy z przetargów na budowę nowego bloku energetycznego w Siekierkach może być rozstrzygnięty pod koniec bieżącego roku).

Komentarz do wyników Q4 2008

Przychody Polimexu okazały się wyższe niż konsensus prognoz oraz nasze oczekiwania, natomiast niższa okazała się marża brutto ze sprzedaży. Wyniosła ona 8,7% (Q3 2008: 10,4%, Q2 2008: 10,5%, Q1 2008: 11,3%). Saldo pozostałych przychodów operacyjnych netto wyniosło 0,3 mln PLN (oczekiwaliśmy ujemnego salda pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości -2 mln PLN). Na poziomie EBIT Polimex wygenerował 48,5 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 60,7 mln PLN oraz konsensusu prognoz w wysokości 56 mln PLN. Znacznie wyższe niż oczekiwaliśmy okazało się ujemne saldo pozostałych kosztów finansowych (26,5 mln PLN w porównaniu do prognozowanych 11,9 mln PLN). Polimexowi udało się także rozpoznać w Q4 2008 ulgi podatkowe wynikające z inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej. W efekcie, naliczony podatek jest ujemny i wynosi -13,6 mln PLN. Wyższe niż oczekiwania są zyski udziałowców mniejszościowych (8,4 mln PLN w porównaniu do oczekiwanych 6,1 mln PLN). Wynik netto za Q4 2008 wyniósł 23,4 mln PLN.

Wywiady z prezesem Jaskółą

Prezes Jaskółą zadeklarował, że zarząd będzie rekomendował przeznaczenie 10% wypracowanego w 2008 roku zysku na dywidendę (stopa dywidendy = 1%). Zapowiedział także, że spółka wystartuje w przetargu na budowę nowego bloku na warszawskich Siekierkach oraz, że inwestycje w 2009 roku z wyłączeniem realizowanego planu amortyzacyjnego będą na poziomie amortyzacji. Dodał, że w 2008 roku spółka zrealizowała wszystkie zaplanowane inwestycje na kwotę 360 mln PLN. Aktualny portfel zleceń wynosi około 7,6 mld PLN. Prezes podtrzymał plan wzrostu przychodów o 20% oraz rentowności netto na poziomie 3%. 20-25% przychodów ma być zrealizowane ze sprzedaży eksportowej. Prezes Jaskółą przyznał również, że jedynie w segmencie usług cynkowania spółka zanotowała spadek popytu o 20%. Spółka nie rozważa akwizycji grupy PBG, zainteresowana jest zaś pozyskaniem strategicznego inwestora branżowego. Polimex przymierza się do możliwości przejęcia części terenu w szczecińskim porcie, aby tam montować wielkogabarytowe konstrukcje i wysyłać je do odbiorców.



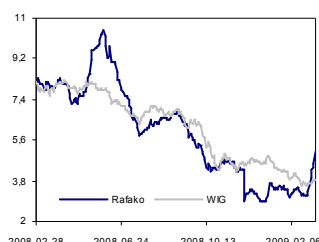
Rafako (Kupuj)

Cena bieżąca: 5,1 PLN

Cena docelowa: 6,3 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 062,0	-5,6%	1 067,7	0,5%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	52,8	-30,6%	58,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	351,5
marża EBITDA	3,1%	6,8%		5,0%		5,5%		EV (cena bieżąca)	145,9
EBIT	22,1	60,8	175,6%	37,0	-39,1%	42,1	13,7%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		33,0		36,9	11,8%		
P/E	28,8			10,7		9,5		Zmiana ceny: 1m	55,9%
P/CE	13,9	93,7		7,2		6,6		Zmiana ceny: 6m	-24,9%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-37,8%
EV/EBITDA	3,5	1,4		2,8		2,0		Max (52 tyg.)	10,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Rafako Q4 2008 były lepsze niż nasze oczekiwania. Spowodowane jest to rewizją rentowności na realizowanych kontraktach (efekt uśrednienia marż oraz rewizji budżetów kosztów). Sądzymy, że prognozy wyników za rok 2009 mogą być w najbliższym czasie przez nas zaktualizowane. Zwracamy uwagę, że spółka szybciej niż zakładaliśmy reaktywowała produkcję elektrofiltrów w ramach struktur Rafako. W marcu spodziewamy się podpisania kontraktu na budowę IOS w Zespole Elektrowni Dolna Odra (300 mln PLN).

Komentarz do wyników Q4 2008

Wyniki Rafako okazały się pod każdym względem lepsze od naszych oczekiwań. Spółka wygenerowała przychody w wysokości 305,7 mln PLN (+9,4% w stosunku do prognozy). Marża brutto ze sprzedaży wzrosła do 19,8%, w porównaniu do 3,82% w poprzednim kwartale oraz 10,88% w Q2 2008. Sądzymy, że jest to efekt również „uśredniania marży na realizowanym kontrakcie”, podobnie jak w przypadku Budimexu. Mamy tu do czynienia z wpływem zmiany kursu EUR/PLN, do tego spółka rozpoznała także w Q4 2008 oszczędności kosztowe na wybranych realizowanych kontraktach (rewizja budżetów kontraktów zgodnie z polityką księgową jest przeprowadzana co najmniej raz na pół roku). W efekcie, średnioroczna marża brutto w 2008 roku wyniosła 10,5%. Wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się pozostałe koszty operacyjne netto, co spowodowane jest m.in. utworzeniem rezerwy na należności od Elektrim Megadex w wysokości 15 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów finansowych netto okazało się neutralne, natomiast znacznie niższe niż zakładaliśmy okazały się straty z tytułu transakcji opcyjnych Elwo. Wynik na działalności zaniechanej (bo tak przedstawiono wynik Elwo), nie uwzględnia całej straty opcyjnej, jest jednak odpisem wartości aktywów netto zależnej spółki. Na poziomie netto wynik za Q4 2008 wyniósł -22,6 mln PLN, tzn. był znacznie lepszy od naszych oczekiwań. Różnica w wysokości około 53,4 mln PLN wynika z rozliczenia transakcji opcyjnych Elwo (nie wykazanie całej straty, lecz odpis wartości aktywów), 13,8 mln PLN zaś ze znacznie lepszej niż prognozowana rentowności.

Rafako i Mostostal Warszawa będą budować nowe bloki energetyczne?

Mostostal Warszawa i Rafako zawarły porozumienie o wspólnym udziale w kilku przetargach w branży energetycznej. Pierwszą ofertę zamierzają złożyć na generalne wykonawstwo bloku energetycznego w Siekierkach. Następnie, chcą startować w przetargach na budowę bloków w Opolu i Kozienicach. Prezes Różacki liczy na rozstrzygnięcie przetargu na budowę nowego bloku w Siekierkach na jesieni b.r. Wartość zlecenia może sięgnąć 1 mld EUR.

Rafako wytworzy elektrofiltry

Rafako podpisało dwie umowy z Hitachi Power Europe na dostawę, montaż i uruchomienie dwóch elektrofiltrów dla elektrowni Westfalen w Niemczech oraz dwóch elektrofiltrów dla elektrowni Eemshaven w Holandii. Wartość kontraktów to 60 mln EUR, tzn. 26% prognozowanych przychodów na rok 2009. Spółka podpisała także zlecenie na dostawę, montaż i uruchomienie elektrofiltra w elektrowni Boxberg. Wartość kontraktu to 13,5 mln EUR, tzn. 6% prognozowanych na rok 2009 przychodów.

Na odszkodowanie od Donieckoblenergo trzeba będzie jeszcze poczekać

Ukraińska spółka Donieckoblenergo złożyła skargę kasacyjną do Wyższego Sądu Gospodarczego Ukrainy w związku z wyrokiem sądu II instancji nakazującego zapłatę odszkodowania w wysokości 56,7 mln hrywien.

Potencjalne kontrakty Rafako

W pierwszym półroczu powinny się także rozstrzygnąć trzy przetargi na budowę IOS dla innych elektrowni, koszt budowy najtańszej to 100 mln PLN, najdroższej zaś od 200 do 500 mln PLN.



Spółka podobno bierze też udział w 3 przetargach na budowę kotłów o mocy 500 MW. Spółka interesuje się dwoma przetargami na budowę całych bloków lub kotłów na parametry nadkrytyczne o mocy 800-1000 MW (koszt budowy 1 MW to 1,5 mln EUR, zaś kocioł kosztuje około 1/3 kosztu budowy bloku). Rafako liczy też na kontrakty ze strony przedsiębiorstw komunalnych (do 2013 roku muszą powstać w największych miastach spalarnie śmieci). Elektrownie wydadzą też w najbliższych latach 5 mld PLN na budowę instalacji odazotowania (IOA), ze względu na konieczność redukcji do 2015 roku emisji tlenków azotu.



Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,9 PLN

Cena docelowa: 6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	1 007,8	26,8%	1 142,8	13,4%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	82,8	36,0%	93,7	13,1%	MC (cena bieżąca)	621,2
marża EBITDA	5,5%	7,7%		8,2%		8,2%		EV (cena bieżąca)	358,2
EBIT	29,6	53,0	79,3%	70,0	32,0%	80,6	15,1%	Free float	38,8%
Zysk netto	29,6	54,7	84,5%	67,2	22,8%	79,4	18,3%		
P/E	17,0	11,4		9,3		7,8		Zmiana ceny: 1m	11,5%
P/CE	14,1	9,9		7,8		6,7		Zmiana ceny: 6m	-28,1%
P/BV	3,5	1,9		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	12,3	5,9		4,3		3,1		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,7	0,0		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 może być rozstrzygnięcie na korzyść spółki przetargu na budowę LCS Ciechanów. Oferty cenowe mamy szansę poznać 11 marca, chyba, że termin ponownie zostanie przełożony. 100% kryterium w przetargu jest cena. Portfel Trakcji Polskiej na rok 2009 jest obecnie zapełniony w około 80%, przy tym zakładamy, że spółka będzie w stanie wypełnić go w pierwszym półroczu bieżącego roku, przy tym nie koniecznie musi być ono dokonane na zasadzie podpisania kontraktu na budowę LCS Ciechanów.

Wyniki Q4 2008

Przychody Trakcji Polskiej wyniosły 225,6 mln PLN i okazały się o 13,5% niższe niż oczekiwaliśmy. Sądzymy, że ma to związek z fakturowaniem i rozpoznaniem przychodów pod koniec roku (często następują przesunięcia między latami). Marża zysku brutto wyniosła 6,3% i była niższa od oczekiwanych 6,8%. Wyższa niż oczekiwaliśmy okazała się pozycja z tytułu zmiany wyceny instrumentów pochodnych (44,5 mln PLN) i sądzymy, że to właśnie ona wpłynęła na spadek marży brutto na sprzedaży (wycena transakcji zabezpieczających jest księgowana w koszcie własnym sprzedaży). Po uwzględnieniu tego czynnika, rentowność brutto wyniosłaby około 18% (efekt rewizji budżetów kontraktów, a więc i uśredniania marży na realizowanym kontrakcie oraz wysokomarżowych robót dodatkowych, prowadzonych w Q4 2008). Wyższe od oczekiwań o około 1,1 mln PLN okazały się koszty ogólne (prawdopodobnie efekt wypłaconych premii). W efekcie, marża EBIT wyniosła 3,4% (Q3: 8,8%, Q2: 8,0%, Q1: 9,2%). Znacznie wyższe niż przewidywaliśmy okazało się dodatnie saldo pozostałych przychodów operacyjnych (11,5 mln PLN). Złożyły się na nie dodatnie różnice kursowe (9,4 mln PLN) oraz przychody odsetkowe (2,5 mln PLN). W efekcie, wynik netto za Q4 2008 wyniósł 13,5 mln PLN, tzn. był o 19,4% lepszy od naszych oczekiwań.

Przetarg na LCS Działdowo zostanie ponownie rozpisany

Kontrakt na budowę LCS Działdowo zostanie ponownie rozpisany. Powodem jest znaczne przekroczenie kosztorysu inwestora. Trakcja Polska rozważa złożenie protestu, a może nawet wstąpienie na drogę prawną, po tym jak PKP PLK unieważnił przetarg na budowę LCS Działdowo. Zdaniem przedstawicieli spółki nie zostały spełnione wszystkie warunki przetargu.

Wywiad z wiceprezesem Kozaczyńskim

Obecnie portfel spółki wynosi około 930 mln PLN, z czego około 770 mln PLN przypada na rok 2009. Spółka pragnie rosnąć w tempie wzrostu rynku (20%) i liczy na utrzymanie podobnej dynamiki wzrostu oraz uzyskanie wyraźnego wzrostu zysku. Spółka liczy na zdobycie kontraktu na budowę LCS Ciechanów. Wartość przetargu to 1 mld PLN, data złożenia i otwarcia kopert została zaś wyznaczona na 11 marca. Trakcja szuka też mniejszych zleceń. W Q1 2009 zostanie ogłoszony przetarg na dokończenie linii kolejowej do portu lotniczego Okęcie (150-200 mln PLN). W tym czasie powinien zostać ogłoszony także przetarg na przebudowę linii E-65 Wrocław-Poznań (1 mld PLN), a w drugiej połowie roku przetarg na przebudowę odcinka Rzeszów-granica państwa (0,5 mld PLN). Trakcja zapowiada, że być może już w Q1 2009 poda pierwsze informacje dotyczące zaawansowanych rozmów dotyczących transakcji przejęć. Wiceprezes Kozaczyński zauważa przyspieszenie w tej materii.

Cięcie inwestycji PKP PLK

Nowy prezes PKP PLK, p. Zbigniew Szafranski, twierdzi, że spółce zabraknie 0,5 mld PLN na tegoroczne inwestycje. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy są mniejsze wpływy i niedoszacowanie kosztów inwestycji. Spółka szacowała koszty wszystkich inwestycji zaplanowanych do 2013 roku na 27 mld PLN. Teraz wiadomo, że koszt inwestycji wyniesie



około 56 mld PLN, przy tym wzrost o 29 mld PLN wynika z wcześniejszego niedoszacowania wartości prac oraz wzrostu cen. Konieczność rezygnacji z zaplanowanych prac ma też związek z kryzysem finansowym oraz niższymi o co najmniej 300 mln PLN wpływami z tytułu korzystania z torów przez PKP Cargo. Mimo tego, że spółka rezygnuje z niektórych inwestycji własnych, zamierza wydać wszystkie środki otrzymane z UE. Do dyspozycji będzie miała 1,07 mld PLN dotacji unijnych oraz 607 mln PLN z budżetu państwa.



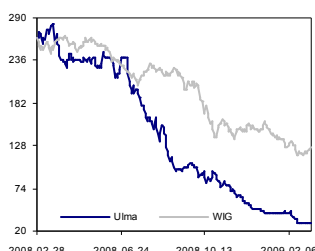
Ulma Construcccion Polska (Trzymaj)

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

Cena bieżąca: 29,4 PLN Cena docelowa: 30 PLN

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	203,5	-15,8%	200,5	-1,5%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	74,5	-27,9%	72,2	-3,1%	MC (cena bieżąca)	154,4
marża EBITDA	48,7%	42,8%		36,6%		36,0%		EV (cena bieżąca)	287,9
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	26,7	-34,8%	23,7	-11,1%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	11,2	-56,6%	11,3	0,6%		
P/E	3,0	6,0		13,8		13,7		Zmiana ceny: 1m	-32,4%
P/CE	1,7	1,7		2,6		2,6		Zmiana ceny: 6m	-70,1%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-89,1%
EV/EBITDA	2,0	3,2		3,9		3,6		Max (52 tyg.)	282,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, po słabych wynikach Q4 2008. Sądzymy, że spadek cen dzierżawy szalunków będzie kontynuowany, przy tym będzie on wyższy w przypadku sprzętu używanego w budowie prostych obiektów kubaturowych. Spodziewamy się utrzymania niskiego poziomu sprzedaży na rynki eksportowe. Dostrzegamy istotną nadpodaż szalunków na rynku polskim oraz na rynkach zagranicznych. Sądzymy, że tendencja deflacyjna w zakresie kosztów usług podwykonawczych oraz materiałów budowlanych i dzierżawy sprzętu specjalistycznego może potrwać do połowy 2010 roku.

Wyniki Q4 2008

Przychody Ulmy okazały się o 13% niższe niż nasze oczekiwania. Przychody z działalności na terenie kraju były na podobnym poziomie co w poprzednim kwartale (Q4: 48,9 mln PLN, Q3: 49,3 mln PLN), podobnie rentowność (Q4: 23,3%, Q3: 23,3%). Na porównywalnym poziomie utrzymały się także przychody z rynku ukraińskiego (Q4: 2,5 mln PLN, Q3: 2,7 mln PLN), przy znacznie gorszej rentowności (Q4: -133,4%, Q3: 9,0%). Na ujemny wynik z działalności na Ukrainie miała wpływ wycena instrumentów pochodnych oraz ujemne różnice kursowe. Znacznie niższe okazały się przychody z pozostałych rynków (Q4: 2,1 mln PLN, Q3: 8,8 mln PLN). Rentowność pozostała na porównywalnym poziomie (Q4: 62,4%, Q3: 62,7%). Przychody z innych rynków to głównie sprzedaż zamortyzowanych szalunków na rynki wschodnie. Spadek przychodów z tego tytułu naszym zdaniem utrzyma się. Podsumowując sytuację na wszystkich rynkach, rentowność brutto na sprzedaży wyniosła 17,5% (Q3: 25,2%). Mamy tutaj do czynienia z czystym efektem dźwigni operacyjnej. Znacznie niższe niż w poprzednich kwartałach były koszty sprzedaży i marketingu (Q4: -0,03 mln PLN, Q3: 1,4 mln PLN, Q2: 1,6 mln PLN), co spowodowane jest odwróceniem rezerw na należności. Istotnie spadły koszty zarządu (Q4: 1,5 mln PLN, Q3: 1,9 mln PLN). Sądzymy, że efekt ten może wynikać z niższych premii lub/i płac. Spółka wykazała dużą ujemną pozycję z tytułu rozliczenia transakcji terminowych (inne straty netto = 3,5 mln PLN), w efekcie, wynik EBIT wyniósł 4,4 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów finansowych wyniosło 3,5 mln PLN (prognozowaliśmy 2,6 mln PLN, co spowodowane jest naszym zdaniem głównie ujemnymi różnicami kursowymi w wysokości 1,2 mln PLN). Spółka rozpoznała ujemny podatek dochodowy. W efekcie, zysk netto za Q4 2008 wyniósł 1,4 mln PLN, tzn. był najniższy w całym roku. Podsumowując, wyniki za Q4 2008 są istotnie gorsze od naszych oczekiwań. Spółka w komentarzu do raportu przyznaje, że walka cenowa w zakresie dzierżawy szalunków zaostrzyła się pod koniec 2008 roku.



Unibep (Kupuj)

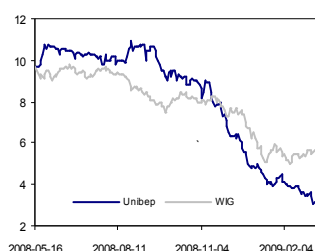
Cena bieżąca: 3,1 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	564,6	12,3%	622,2	10,2%	Liczba akcji (mIn)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	31,9	-4,7%	20,8	-34,6%	MC (cena bieżąca)	105,2
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,6%		3,3%		EV (cena bieżąca)	104,5
EBIT	15,8	31,8	101,3%	27,9	-12,1%	16,9	-39,6%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	22,3	-19,4%	13,7	-38,6%		
P/E	7,2	3,8		4,7		7,7		Zmiana ceny: 1m	-22,5%
P/CE	6,6	3,6		4,0		6,0		Zmiana ceny: 6m	-69,0%
P/BV	5,1	1,0		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	4,2	1,5		3,3		4,5		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Podtrzymujemy rekomendację kupuj z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. Nadal prognozujemy erozję wyniku netto w 2010 roku, ze względu na ustanie oszczędności kosztowych generowanych obecnie oraz zaostrzenie się konkurencji w zakresie budownictwa kubaturowego. Przeprojektowanie projektów rosyjskich wymusza rewizję w dół naszych prognoz przychodów z działalności eksportowej. Z drugiej strony, prawdopodobnie prognoza przychodów z działalności krajowej zostanie przez nas podniesiona, ze względu na pozytywne efekty akwizycji nowych kontraktów (Filharmonia i Opera Podlaska, aquapark w Suwałkach, Galeria Plaza w Suwałkach). Zakładając pozyskanie kontraktu na Filharmonię i Operę Podlaską oraz aquapark, byłibyśmy skłonni podnieść prognozowane przychody w 2009 roku z generalnego wykonawstwa w kraju do 440 mln PLN (z 360 mln PLN). Jednocześnie, oczekiwane przychody eksportowe zostaną istotnie obniżone.

Wyniki Q4 2008

Przychody okazały się niższe od oczekiwań i wyniosły 101,8 mln PLN. Za niższe niż oczekiwane przychody odpowiada przesunięcie rozpoznania części przychodów eksportowych z grudnia 2008 na styczeń 2009. 90,9 mln PLN zostało wygenerowane z działalności budowlanej, 10,1 mln PLN z działalności deweloperskiej, zaś niecały 1 mln PLN z działalności pozostałej. Rentowność na poziomie brutto wyniosła 16 mln PLN (15,7%), tzn. była wyższa niż w poprzednich kwartałach (Q3: 11,7%, Q2: 9,0%, Q1: 9,4%). Rentowność z działalności budowlanej wyniosła w Q4 15,1% (Q1-Q3: 9,8%), z działalności deweloperskiej 39,3% (w poprzednich kwartałach nie występowała), z działalności pozostałej zaś 5%. Wyższa niż przewidywana rentowność wynika naszym m.in. z wyższego niż oczekiwany efektu rewizji budżetów kontraktów budowlanych oraz wyższej niż zakładana rentowności projektów deweloperskich. Wyższe niż oczekiwania okazały się koszty zarządu oraz saldo pozostałych kosztów operacyjnych, w efekcie, EBIT wyniósł 5,5 mln PLN (oczekiwaliśmy 6,6 mln PLN). Największy wpływ na wysokość wykazanych pozostałych kosztów operacyjnych miały odpisy aktualizujące wartość zapasów (3,3 mln PLN) oraz rezerwa na zobowiązania (0,8 mln PLN). Spółka zanotowała duże dodatnie saldo pozostałych przychodów finansowych, na które wpływ miały otrzymane odsetki (2,6 mln PLN), dyskonto kaucji (1,8 mln PLN) oraz różnice kursowe (1,0 mln PLN). Wynik netto wyniósł 7,0 mln PLN.

Wybór oferty spółki na budowę aquaparku

Miejskie Centrum Usług Publicznych Kultury i Sportu wybrało ofertę Unibepu jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę aquaparku w Suwałkach. Spółka przyznaje, że w związku z procedurą przetargową istnieje możliwość oprotowania decyzji komisji. Wartość przetargu to około 44,5 mln PLN brutto. Wartość przetargu to około 8% prognozowanych na rok 2009 przychodów.

Kontrakt na budowę CH Suwałki Plaza

Unibep podpisał kontrakt na budowę centrum handlowego Suwałki Plaza. W skład konsorcjum wchodzi także firma Mostostal Białystok. Inwestorem jest Suwałki Plaza (spółka zależna notowanej na GPW firmy Plaza Centers). Łączne wynagrodzenie za wykonane prace nie może przekroczyć 30 mln EUR (139,7 mln PLN). Inwestycja ma zostać wykonana do 15 marca 2010 roku. Wartość zlecenia to maksymalnie 12,4% prognozowanych na rok 2009 przychodów.

Kredyt polisą ubezpieczeniową Unibepu

Unibep zawarł umowę kredytową z PKO BP (limit kredytowy na 2 lata na kwotę 45 mln PLN).

Przeniesienie Unibepu do strefy niższej płynności

Zgodnie z decyzją GPW, akcje Unibepu dołączą do Strefy Niższej Płynności, tzn. systemu notowań jednolitych. Akcje zostaną usunięte z indeksu WIG, WIG-PL oraz WIG Budownictwo.

Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi

Spadki cen mieszkań w styczniu

Zgodnie z raportem szybko.pl i Expandera w styczniu zanotowano kolejne spadki cen mieszkań. O 3% spadły ceny w Szczecinie, o 1,8% w Warszawie i o 1,2% w Gdańsku. Jednocześnie, lekko w dół skorygowały się koszty wynajmu w największych miastach.

Na rynku pojawiają się inwestorzy szukający okazji

Zgodnie z wypowiedzią dyrektora zarządzającego CEE Property Group, do Polski wracają zainteresowani transakcjami pakietowymi nabycia mieszkań. Ceny oczekiwane przez dużych inwestorów są jednak często poniżej oczekiwań deweloperów. Inwestorzy szukają prawdziwych okazji, tzn. cen w granicach 5-6 tys. PLN/m², przy czym nie chodzi tutaj o takie lokalizacje jak na przykład Białłęka i inne peryferyjne dzielnice. Gdyby transakcje w Warszawie były faktycznie zawierane po cenach 5-6 tys. PLN/m², to ceny musiałyby spaść o 25-35%. Zgodnie z wypowiedzią Polnordu, jest to możliwe na wybranych projektach, zaś część małych deweloperów już obecnie schodzi do zerowej marży. Polnord, choć również zredukował marżę do 10% brutto na sprzedaży, nie musi jednak sprzedawać za wszelką cenę. Inwestorzy zagraniczni wykazują też zainteresowanie gruntami.

Deweloperzy komercyjni

Problemy PKP ze sfinansowaniem inwestycji w dworce

Kryzys sprawia, że PKP mają problem ze sfinansowaniem modernizacji dworców w polskich miastach (potrzebne na ten cel są 2 mld PLN). Przeciagają się negocjacje z inwestorami, którzy mieli współfinansować inwestycje, część wręcz wycofała się. Wynika to z wzrostu kosztu finansowania dłużnego oraz spadku cen wynajmu powierzchni handlowej. Pogorszenie koniunktury gospodarczej głównie odczuwa PKP Cargo, zaś PKP Energetyka może stracić kilkadziesiąt mln PLN na opcjach walutowych. W całej grupie PKP zwolnienia mogą objąć 7 tys. osób.

Atlas Estates

Spółka rozpocznie jeden nowy projekt ... jeśli otrzyma kredyt

Prezes Tsabar zapowiada, że prawdopodobnie spółka rozpocznie jeden nowy projekt w tym roku – Zielono na Żoliborzu. Decyzja jest uzależniona od pozyskania kredytu i pozwolenia na budowę. Rozstrzygnięcie ma szansę się pojawić w ciągu około 2 miesięcy. Inwestycja miałaby się zakończyć za około 2 lata, kiedy zgodnie z założeniami prezesa kryzys już minie. Spółka nie zamierza wchodzić na nowe rynki w obecnej sytuacji rynkowej.

Dom Development

Wyniki Q4 2008

Przychody spółki za Q4 2008 wyniosły 92,2 mln PLN, zysk brutto ze sprzedaży 33,8 mln PLN (36,7%), zysk netto zaś jedynie 2,5 mln PLN. Na wynikach zaciążyła rezerwa na odpis wartości gruntów w wysokości 7,4 mln PLN. Zgodnie z uzyskanym komentarzem, rezerwa wynika z odpisu części wartości gruntów pod dwa projekty domów jednorodzinnych oraz pod projekt we Wrocławiu. Zdaniem spółki założenia przyjęte przy wycenie gruntów są bardzo konserwatywne. Obecnie nowe projekty są wstrzymane, spółka zaś koncentruje się na płynności, akcentuje także dobrą sytuację bilansową.

Echo Investments

Rozwiązanie umowy na budowę kompleksu biurowo-usługowego w Łodzi

Echo Investments rozwiązał umowę na wykonanie stanu surowego kompleksu biurowo-usługowego Aurus w Łodzi. Deweloper swą decyzję tłumaczy koniecznością przeprojektowania obiektu. Chodzi głównie o możliwość podziału inwestycji na etapy, co ma pomóc w sprzedaży obiektu. Pierwszy etap ma być ukończony w drugiej połowie 2010 roku, nie zaś jak planowano jeszcze w roku 2009.

Gant Development

Gant spłacił 67,9 mln PLN kredytu

Gant spłacił 67,9 mln PLN kredytu zaciągniętego na budowę krakowskiego osiedla Pod Fortem. Na początku roku sprzedaż rozkładała się równomiernie między inwestycjami we Wrocławiu i Krakowie, a od lutego zaczęła zwiększać się także w Opolu. Wkrótce spółka powinna poinformować, ile mieszkań planuje sprzedać w tym roku.

Dobre wyniki ze sprzedaży mieszkań

Gant jeszcze w połowie lutego powtórzył styczniowy wynik sprzedaży mieszkań (wtedy sprzedał 44 lokale). Wiceprezes Ganta zakłada, że tempo sprzedaży będzie rosło i w 2009 roku spółka sprzeda 750 mieszkań. Zgodnie ze słowami prezesa, kluczem do sukcesu Ganta jest obecność na wielu rynkach i niska cena. Dużym sukcesem okazał się program, w ramach którego klient sam proponował cenę mieszkania. Spółka praktycznie zrezygnowała z innych bonusów, takich jak wykończenie mieszkania czy wyposażenie kuchni. Najważniejsza zdaniem wiceprezesa jest cena. Pomimo obniżek, spółka stara się, aby średni zysk ze sprzedaży 1 m² nie był niższy niż 500 PLN. Gant ma jednak też takie inwestycje, na których możliwe będzie jedynie odzyskanie zainwestowanych pieniędzy, bez zysku (projekt w Opolu). Z drugiej strony, wybrane projekty przyniosą wyższe marże. Spółka sprzedaje mieszkania tak klientom indywidualnym, jak i portfelowym, przy tym przyznaje, że najlepszym klientem jest osoba fizyczna. Niemal połowa zakupów to transakcje za gotówkę. Spółka rozpoczęła budowę osiedla w Gdańsku przy ul. Myśliwskiej, w marcu zamierza wznowić projekt w Stąbłowicach, w najbliższych miesiącach rozpocznie też inwestycję przy ul. Meissnera w Krakowie. W połowie roku spółka może również rozpocząć budowę w Warszawie, przy ul. Sokołowskiej. W pierwszym etapie ma powstać 200 mieszkań.

Gant wykonał prognozę w 84%

Gant za cały 2008 rok zanotował 85,2 mln PLN zysku netto, tzn. wykonał 84% prognozy (101,6 mln PLN). Wcześniej wiceprezes spółki deklarował, że prognoza będzie wykonana co najmniej w 90%. Duże koszty finansowe (31,7 mln PLN) spółka tłumaczy kumulacją kilku projektów inwestycyjnych, różnicami kursowymi i wzrostem kosztów kredytów.

Immoeast

Sprzedaż biurowca za 190 mln PLN

Immoeast sprzedał biurowiec Jungmannova Plaza w Pradze za 40,6 mln EUR (190 mln PLN). Powierzchnia biurowca to 10,3 tys. m². Obiekt jest w całości wynajęty. Spółka nie ujawniła wartości księgowej obiektu.

Przejęcie grupy ImmoAustria

Immoeast przejmie od swojego inwestora strategicznego, spółki ImmoFinanz, grupę ImmoAustria. W zamian daruje dług o wartości 1,79 mld EUR. Cenę przejmowanych aktywów ustalono w oparciu o ich wartość netto, wyliczoną w sprawozdaniu finansowym sporządzonym na koniec października ub. r.

J.W. Construction

Po wynikach Q4 2008

W całym roku spółka sprzedała 530 mieszkań, z tego około 90 w Q4 2008. Przedstawiciele dewelopera nie chcieli zdradzić, ilu klientów zrezygnowało w minionym roku z zakupu mieszkań. Spółka twierdzi, iż nie powinna mieć problemów ze spłatą zadłużenia. Zaciągnęła głównie kredyty inwestycyjne, zaś udział długu w finansowaniu projektów nie przekroczył 30-40%. Wpływy z kończących w 2009 roku inwestycji powinny wystarczyć na spłatę zadłużenia. Wyniki 2009 roku powinny być bardzo dobre, z uwagi na zmianę standardu rachunkowości na MSR 18 (wykazane tak na prawdę będą wyniki już prezentowane zgodnie ze standardem MSR 11). W 2009 roku spółka zamierza rozpocząć tylko jedną nową inwestycję na ponad 630 lokali. Chce też rozpocząć budowę projektu biurowego na 4000 PUM. Na łamach telewizji p. Wojciechowski przyznał, że ten rok może stać także pod znakiem konsolidacji, rozważane jest połączenie z podmiotem zagranicznym.

Od pierwszego marca ceny również w EUR?

Wskutek gwałtownego osłabienia PLN firma jest zmuszona płacić znacznie więcej za importowane materiały (m.in. elewacyjne) i urządzenia (m.in. windy). Józef Wojciechowski w wypowiedzi przyznaje, że woli zostać z pustymi mieszkaniami, niż ze złotówkami, które tracą na wartości. W Warszawie, Konstancinie, Gdyni i Łodzi spółka ma ponad 100 pustostanów. Wojciechowski przyznaje, że część z 700 osób, które zarezerwowały mieszkania w obiekcie przy ul. Górczewskiej może się wycofać. Spółka nie planuje jednak wyprzedawać mieszkań za wszelką cenę. Upusty sięgają maksymalnie 15%.

Plaza Centers

Plaza Centers kupuje udziały w projekcie komercyjnym

Plaza Centers poinformowała o nabyciu 51% udziałów w projekcie handlowo-biurowym w Sofii za 7,14 mln EUR. Spółce przysługuje też prawo do objęcia kolejnych 24% udziałów w ciągu 6 miesięcy od rozpoczęcia budowy (prace mają ruszyć w 2010 roku). Centrum powinno mieć 75 tys. m² powierzchni włączając parkingi, jego budżet zaś wynosi 75 mln EUR. Przedstawiciel spółki przyznaje, że wpływ na decyzję miał duży popyt na powierzchnię handlową i wyposażoną

w parkingi powierzchnię biurową na terenie Sofii. Jest to druga inwestycja Plaza Centers w Bułgarii.

Polnord

Wyniki Q4 2008

W Q4 2008 Polnord wykazał 72,8 mln PLN przychodów oraz rentowność brutto na sprzedaży na poziomie 40,4% (Q3 2008: 48,3%, Q2 2008: 29,3%). Koszty zarządu i sprzedaży ukształtowały się na niższym poziomie niż w poprzednich kwartałach, w efekcie wynik operacyjny wyniósł 16,8 mln PLN (marża 23,1%, Q3 2008: 34,3%, Q2 2008: 27,0%). Ujemne saldo pozostałych kosztów finansowych w wysokości 9,1 mln PLN spowodowało, że wynik netto za Q4 2008 wyniósł 5,5 mln PLN.

W planie poprawa sytuacji bilansowej

Zysk w sprawozdaniu rocznym może okazać się niższy niż w raporcie Q4 2008. Jest to związane z przeprowadzaną obecnie transakcją sprzedaży 4,5 ha ziemi na Wilanowie pod budowę szkoły. Grunty są wyceniane w księgach na 1100 PLN/m², miasto chce zapłacić 700 PLN/m², Polnord zaś godzi się obniżyć wycenę do 900 PLN/m². Sprzedaż gruntów wiązałaby się z księgową stratą, przysporzyła by jednak spółce pozytywnych przepływów pieniężnych. W przypadku finalizacji transakcji przed publikacją raportu za Q4 2008, konieczne byłoby przeszacowanie wartości gruntów o około 9 mln PLN. Nie pojawiają się dodatkowe zyski z tytułu sprzedaży połowy udziałów w jednej ze spółek funduszowi Morgana Stanleya. Prezes Ciurzyński zapowiada, że Polnord będzie dążył do poprawy sytuacji bilansowej. Spółka pragnie sprzedać projekt hotelowy w Sopocie, grunty pod drogi w Wilanowie. Transakcje te mają zapewnić Polnordowi ponad 100 mln PLN czystego zarobku. Dokonane zostały już podziały geodezyjne gruntów pod drogi, co zobowiązuje samorządy do ich wykupu. Grunty te wyceniane są z wartością księgową równą zero, tzn. cała wielkość przychodów będzie rozpoznana jako zysk na sprzedaży.

Poprawa sprzedaży dzięki obniżce cen

Wyniki przedsprzedaży w Polnordzie na początku stycznia prezentowały się słabo. Spółka wprowadziła w lutym pakiet łączący obniżoną cenę mieszkania oraz ułatwienia kredytowe (spółka zapowiada poniesienie pewnych kosztów kredytów hipotecznych). W efekcie, zarząd oczekuje wzrostu poziomu sprzedaży. W tym roku Polnord pragnie rozpocząć inwestycje w Gdańsku, Olsztynie oraz na Wilanowie. Z decyzją o rozpoczęciu czeka na poprawę sytuacji rynkowej (wzrost sprzedaży). Inwestycja w kompleks biurowy na Wilanowie czeka na uzyskanie finansowania. Pierwszy z biurowców jest już w 100% wynajęty. Spółka przyznaje, że nie zatrzymała żadnej budowy. W 2009 roku Polnord zamierza sprzedać w Polsce około 200-300 mieszkań, w Rosji zaś 200-250.

Wstrzymane plany przejęć

Prezes Polnordu deklaruje, że wstrzymane zostały plany przejęcia innych firm deweloperskich, zaś wejście na rynki zagraniczne odłożone w czasie. Przejęcia byłyby finansowane częściowo z własnych środków, częściowo zaś ze środków zewnętrznych. Nie byłyby to pieniądze z banków, lecz raczej z funduszy, przy czym spółka na razie nie chce zdradzać szczegółów. Prezes ocenia, że kryzys na rynku nieruchomości nie powinien ominąć Rosji, lecz nie powinien być on ostrzejszy niż w Polsce.

Prokom zapewni finansowanie

Polnord podpisał umowę z Prokom Investments, w ramach której Prokom na rzecz Polnordu pozyska finansowanie w wysokości 100 mln PLN. Finansowanie ma być udzielone na warunkach rynkowych, lub jako bezpośrednia inwestycja kapitałowa w akcje spółki (emisja akcji w oparciu o warunki zawarte w umowie). Cena emisyjna akcji zostanie ustalona na poziomie średniej arytmetycznej cen zamknięcia z ostatnich 180 dni notowań Polnordu. W przypadku, gdyby finansowania dłużnego udzielał inny podmiot niż Prokom, Spółce Prokom będzie należne wynagrodzenie w wysokości 2% wartości udzielonego finansowania. Finansowanie będące przedmiotem umowy powinno zostać pozyskane w terminie roku od dnia zawarcia umowy. Wiceprezes Kolubiński przyznał, że 100 mln PLN, które Polnordowi może zapewnić Prokom w postaci pożyczki bądź inwestycji w akcje wyemitowane przez Polnord, spółka przeznaczy na zakup „distressed assets”. Na rynku pojawia się coraz więcej gruntów i projektów w atrakcyjnych lokalizacjach, których dotychczasowy właściciel nie jest w stanie zrealizować ze względu na kłopoty finansowe. Realizacja takich zakupów nie może zagrozić realizacji własnych inwestycji, dlatego spółka zamierza pozyskać inwestorów z rynku private equity (wstępne rozmowy już się odbyły).

Modyfikacja programu opcji menedżerskich

Polnord decyzją rady nadzorczej dokonał modyfikacji programu motywacyjnego. Dotychczasowa cena emisyjna akcji wynosiła 60,19 PLN, obecnie zaś wynosi 21,24 PLN. Maksymalny termin wykonania warrantów został ustalony na 31 grudnia 2012 roku. Zgodnie z szacunkami spółki, modyfikacja programu motywacyjnego wpłynie na powiększenie kosztów zarządu w Q1 2009 o kwotę 3,3 mln PLN.

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

Cena bieżąca: 50 PLN

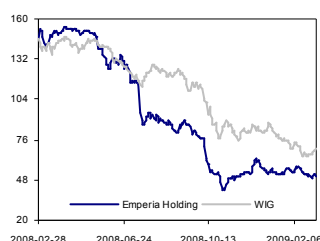
Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mIn) *	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca) *	755,8
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca) *	1 031,8
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%		
P/E	8,5	12,6		8,2		7,4		Zmiana ceny: 1m	-7,2%
P/CE	5,9	6,4		4,8		4,2		Zmiana ceny: 6m	-43,1%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-67,1%
EV/EBITDA	5,0	6,8		5,3		4,6		Max (52 tyg.)	153,9
Dyld (%)	3,5	1,8		3,3		4,9		Min (52 tyg.)	40,5

* po uwzględnieniu emisji akcji dla akcjonariuszy BOS



Wyniki kwartalne Emperii, choć gorsze niż oczekiwania, to zasadniczo nie wpływają na nasze pozytywne nastawienie do Spółki w kontekście roku 2009. Uważamy, że widoczny już w 4Q spadek kosztów integracji grupy kapitałowej w połączeniu z prognozowanym 7% wzrostem przychodów (większy nacisk Zarządu na tę kwestię po słabej dla segmentu hurtowego końcówce roku) pozwoli na wzrost EBITDA do 192 mln PLN, co implikowałoby wskaźnik EV/EBITDA'09 na atrakcyjnym poziomie 5,3. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, aczkolwiek ze względu na gorszy 4Q oczekujemy krótkoterminowego pogorszenia sentymentu na akcjach tej Spółki.

Dynamika przychodów w hurcie ujemna r/r w 4Q'08

Wyniki Emperii na poziomie przychodów są zgodne z naszymi oczekiwaniami, aczkolwiek na uwagę zasługuje fakt, że w segmencie hurtowym zanotowano minimalną ujemną dynamikę w ujęciu r/r (-1,4%), co jest zaskakujące wobec postępującej rozbudowy sieci placówek i nowych centrów dystrybucyjnych oraz jeszcze dodatnich dynamik sprzedaży żywności raportowanych przez GUS. W segmencie detalicznym w związku z dynamicznym wzrostem liczby sklepów wzrost przychodów sięgnął 35%. Na poziomie zysku operacyjnego Emperia wypracowała niecałe 22 mln PLN, czyli mniej niż oczekiwane przez nas 30,3 mln PLN. Część tego odchylenia można tłumaczyć wyższą amortyzacją w segmencie pozostałe (+5 mln PLN vs. nasza prognoza), co widoczne jest na poziomie EBITDA. Pozostała różnica to przede wszystkim efekt słabego rezultatu segmentu detalicznego, gdzie nastąpiło wyraźne pogorszenie rentowności EBITDA q/q z 2,5% do 1,8%. Segment hurtowy zgodnie z zapowiedziami Zarządu w 4Q już mniej odczuwał efekt uruchomienia nowych centrów dystrybucyjnych i procesu integracji (wzrost marży EBITDA z 2% do 2,4%), aczkolwiek pomogły mu w tym zapewne sezonowe bonusy wpływające od dostawców. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała ujemne saldo na kwotę -4,9 mln PLN, co było zgodne z naszym oczekiwaniami i wynikało w dużej mierze z kosztów odsetkowych i różnic kursowych na hedgingu walutowym zależnej spółki Arsenal. Wynik netto ostatecznie ukształtował się na poziomie 19 mln PLN, dzięki ujemnej kwocie podatku dochodowego, czego w naszych prognozach nie przewidzieliśmy. W 4Q'08 nie udało się Emperii wygenerować przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (ujemne saldo na kapitale obrotowym) i dlatego Spółka zwiększyła poziom zadłużenia netto o 69 mln PLN do 279 mln PLN.



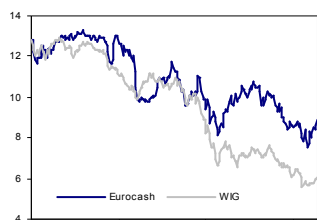
Eurocash (Akumuluj)

Cena bieżąca: 8,92 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-02-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mIn)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 163,6
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 020,4
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%		
P/E	19,3	14,9		11,1		9,9		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	12,0	9,6		7,1		6,4		Zmiana ceny: 6m	-17,0%
P/BV	4,9	4,1		3,1		2,6		Zmiana ceny: 12m	-24,7%
EV/EBITDA	8,9	6,9		5,5		4,5		Max (52 tyg.)	13,3
Dyid (%)	2,6	1,0		3,4		4,5		Min (52 tyg.)	7,6



2008-02-28 2008-06-24 2008-10-13 2009-02-06

Po ostatnich trzech słabych miesiącach, kurs Eurocash powinien w naszej opinii zachowywać się w najbliższym czasie znacznie lepiej. Bardzo dobre wyniki 4Q'08 potwierdziły, że Spółka doskonale radzi sobie również w mniej sprzyjającym otoczeniu i w tej chwili nie ma zagrożeń dla realizacji w 2009 roku EBITDA na poziomie 186 mln PLN, co przy ujemnym dźwignie netto na koniec 2008 roku implikuje wskaźnik EV/EBITDA'09 na poziomie 5,5. Szczególna koncentracja Zarządu na osiąganiu gotówkowego zwrotu na prowadzonej sprzedaży, pozwoli w naszej opinii na systematyczne zwiększanie zasobów pieniężnych Spółki, co będzie stawiać ją w korzystnej sytuacji wobec rosnących okazji akwizycyjnych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki bardzo dobre, na poziomie EBITDA lepsze od prognoz

Wyniki Eurocash odbiegają o 7% od naszych szacunków na poziomie przychodów (główną przyczyną odchylenia był aż 22% spadek sprzedaży wolumenowej papierosów w KDWT w ujęciu r/r). W kanale tradycyjnym dynamiki sprzedaży nadal były jednak bardzo wysokie (efekt wzrostów LFL oraz organicznej rozbudowy sieci sprzedaży- w samym 4Q liczba sklepów abc zwiększyła się o 152 placówki, a Delikatesów Centrum o 32), w hurtowniach dyskontowych zanotowano wzrost o 24,7% (liczba dyskontów powiększyła się w stosunku do 3Q'08 o 4 lokalizacje), a w sieci Delikatesy Centrum o 36%, co pozwoliło na osiągnięcie skonsolidowanego wzrostu przychodów o 25% r/r. Na poziomie marży brutto Eurocash tradycyjnie zanotował sezonowy wzrost wynikający z otrzymywanych na koniec roku bonusów od dostawców. Ponadto, optymalizacja działalności przeprowadzona w przejętej Spółce McLane Polska zaowocowała dodatkową poprawą rentowności w segmencie aktywnej dystrybucji vs. 3Q'08, co mimo niższych przychodów pozwoliło ostatecznie na wypracowanie wyższego zysku EBITDA i EBIT od naszych prognoz oraz rynkowego konsensusu. Na poziomie netto różnica została zneutralizowana przez wyższe od oczekiwanych, koszty finansowe netto w wysokości -9,6 mln PLN vs. -3 mln PLN (różnice kursowe na płatności za McLane'a, koszty odsetek KDWT oraz koszty odsetek za zobowiązania handlowe powyżej 30 dni). Łącznie Spółka osiągnęła w 2008 roku zysk netto na poziomie 78,3 mln PLN i EBITDA 158,4 mln PLN, co przy implikuje wskaźnik P/E na 13,9, a EV/EBITDA 6,4. Dla naszych prognoz na rok 2009 wynoszą one odpowiednio 10,3 i 5,4. W wynikach za 4Q warto również zwrócić uwagę na wysoki cash flow z działalności operacyjnej, który sięgnął 96 mln PLN i pozwolił na zwiększenie stanu gotówki netto z 17 mln PLN w 3Q do 76 mln PLN.

Inne



Mondi (Kupuj)

Cena bieżąca: 46 PLN

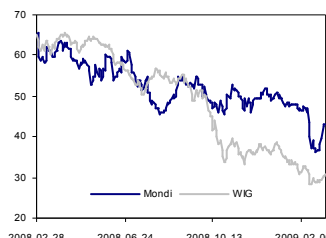
Cena docelowa: 54,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 594,6	13,4%	2 137,5	34,0%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	400,0	305,5	-23,6%	320,7	5,0%	505,9	57,7%	MC (cena bieżąca)	2 300,0
marża EBITDA	24,8%	21,7%		20,1%		23,7%		EV (cena bieżąca)	2 959,3
EBIT	295,7	194,7	-34,1%	182,8	-6,1%	331,9	81,6%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	130,7	-7,4%	254,6	94,7%		
P/E	9,3	16,3		17,6		9,0		Zmiana ceny: 1m	-7,2%
P/CE	6,6	9,1		8,6		5,4		Zmiana ceny: 6m	-17,9%
P/BV	2,3	2,2		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-26,4%
EV/EBITDA	5,7	8,5		9,2		5,5		Max (52 tyg.)	63,4
Dywidenda (%)	11,7	0,0		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	36,3



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 sprzedaje swoje produkty nadal rośnie w ujęciu m/m. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Ceny papieru w lutym

W lutym ceny papieru do produkcji tektury falistej spadały. Średnia cena kraftlinera była o 4,3% niższa niż w styczniu. W przypadku terstlinera zmiana wynosi -5,4%, a flutingu -8,7%. W tym czasie złoty osłabił się w stosunku do Euro o 10%, co oznacza, że efekt netto tych dwóch czynników jest nadal dla spółki korzystny.



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:

PBG

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-09-12	2008-11-05	2008-11-17	2008-11-25
kurs z dnia rekomendacji	246,90	200,00	191,20	197,50
WIG w dniu rekomendacji	39572,33	29600,54	27110,59	26964,31

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Centrum Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, 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, Fortis Bank, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mond, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGI, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 9 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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