

2 kwietnia 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	24 146
Średnie P/E 2009	10,4
Średnie P/E 2010	10,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	983 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

Kwiecień 2009

Rynek akcji

Pozytywne zaskoczenia jakie przyniosły ISM/PMI oczywiście nie świadczą o powrocie dobrej koniunktury w światowej gospodarce czy nawet nie zapowiadają, że przyszłoroczne odbicie PKB będzie silniejsze niż 1%, ale po 58% przecenie S&P500 ich wzrost powinien pozwolić na przynajmniej kilkumiesięczne odreagowanie rynku akcji. Dla Polski nadal uważamy, że w połowie roku WIG20 zbliży się do 2 000 punktów.

Ze spółek

Banki. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do sektora bankowego. Uważamy, że obecne wyceny rynkowe dyskontują już znaczny spadek zysku netto. Utrzymujemy relatywną rekomendację przeważania większych banków kosztem mniejszych graczy. Zalecamy relatywne przeważanie ING BSK względem B. Handlowego. W dalszym ciągu za najmniej atrakcyjną inwestycję postrzegamy Kredyt Bank.

Rafineryjno-gazowy. Po znaczących wzrostach z ostatnich miesięcy, gorzej może w najbliższym czasie zachowywać się kurs Lotosu ze względu na oczekiwania słabych nominalnie wyników za 1Q. W przypadku Orlenu ten efekt powinien być w pełni zneutralizowany przez spodziewane aneksowanie umowy z bankami. Utrzymujemy neutralną rekomendację dla PGNiG.

Telekomunikacja. Zmiany w akcjonariacie Netii mogą prowadzić do przyspieszenia wejścia do spółki silnego inwestora branżowego, co byłoby niekorzystne dla TPSA. Zalecamy kupno akcji Netii i trzymanie TPSA.

Media. Oczekujemy, że kwiecień powinien być lepszy dla spółek opierających wpływy o rynek reklamowy, czyli Agorę i TVN. W przypadku TVN spółka powinna częściowo odrobić straty kursowe wynikające z pogorszenia nastrojów po decyzji o kupnie 'n'.

Informatyczne. Po znaczących wzrostach kursów dystrybutorów oczekujemy, że lepiej relatywnie lepiej będą zachowywały się Asbis i AB. Po integratorach oczekujemy częściowego odrobienia luki w tempie wzrostu w porównaniu do rynku powstałej w marcu.

Metale. Wzrost cen metali przemysłowych nie jest efektem relacji popyt/podaż, ale spekulacji o przyszłej inflacji i osłabienia USD. Po 1Q2009 KGHM może wykonać całoroczną prognozę zarządu.

Budownictwo. Sądzymy, że przy obecnych cenach najatrakcyjniejsze są walory Mostostalu Warszawa i Trakcji Polskiej. Ewentualne zaskoczenia ze strony dobrych wyników Q1 2009 mogą pojawić się w przypadku Polimexu. Z uwagi na wysoką wycenę rekomendujemy trzymanie Budimexu i PBG.

Deweloperzy. Wyceny Polnordu i J.W. Construction dyskontują scenariusz spadku cen mieszkań o 30%. Ponieważ wartość majątku Dom Development odpowiada jego wycenie, zalecamy trzymanie akcji dewelopera.

Handel. Nadal uważamy, że z sektora FMCG przy obecnych cenach najlepszym wyborem w średnioterminowym horyzoncie inwestycyjnym jest Emperia. Na spadkach zalecamy akumulowanie akcji Eurocash.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Handlowy (Trzymaj), KGHM (Akumuluj), Millennium (Trzymaj), Mondi (Trzymaj), Rafako (Akumuluj), ZA Puławy (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	9
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Sektor finansowy	11
5.1. BZ WBK	20
5.2. Handlowy	21
5.3. ING BSK	22
5.4. Kredyt Bank	23
5.5. Millennium	25
5.6. Pekao	26
5.7. PKO BP	27
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	28
6.1. Ciech	29
6.2. Lotos	31
6.3. PGNiG	34
6.4. PKN Orlen	36
6.5. Police	38
6.6. ZA Puławy	39
7. Telekomunikacja	40
7.1. Netia	40
7.2. TP SA	41
8. Media	43
8.1. Agora	43
8.2. Cyfrowy Polsat	44
8.3. TVN	45
8.4. WSiP	47
9. Sektor IT	48
9.1. AB	49
9.2. Action	50
9.3. ASBIS	51
9.4. Komputronik	52
10. Metale	53
10.1. Kęty	53
10.2. KGHM	54
11. Budownictwo	55
11.1. Budimex	58
11.2. Elektrobudowa	60
11.3. Erbud	61
11.4. Mostostal Warszawa	62
11.5. PBG	63
11.6. Polimex Mostostal	64
11.7. Rafako	65
11.8. Trakcja Polska	66
11.9. Ulma Construcción Polska	67
11.10. Unibep	68
12. Deweloperzy	69
12.1. Dom Development	71
12.2. J.W.Construction	72
12.3. Polnord	73
13. Handel	74
13.1. Emperia Holding	74
13.2. Eurocash	75
14. Inne sektory	76
14.1. Mondi	76

Rynek akcji

W marcu indeksy niemal wszystkich giełd na świecie dynamicznie odrabiały straty z początku roku. Bezpośrednim impulsem do wzrostów były kolejne programy stymulacyjne, które pojawiły się w chwili, kiedy wśród wielu komentatorów rynku – szczególnie opierających swoje oceny na analizie technicznej – dominowało przekonanie o spadku S&P500 do poziomu 450-500 punktów. W tej sytuacji pierwsza faza wzrostów to w dużej mierze zamykanie krótkich pozycji – naszym zdaniem również na akcjach w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, szczególnie banków dających ekspozycję na sytuację w całej gospodarce. Spekulowanie na dalsze spadki cen akcji spowodowało ich wyceny do poziomów dyskontujących 1-2% spadek PKB w Polsce, co naszym zdaniem nie będzie miało miejsca. Polska i cały region CEE na tle innych rynków wschodzących nadal zachowuje się relatywnie słabo. Zdecydowanym liderem są tu kraje azjatyckie takie jak Chiny czy Korea.

W marcu, zarówno w USA jak i krajach UE inwestorzy otrzymali bardzo zróżnicowane dane makro – złe dotyczyły przede wszystkim bezrobocia, dobre – wskaźników wyprzedzających i pierwszych symptomów stabilizowania się rynku nieruchomości. Z danych dotyczących spreadów kredytowych wynika, że w krajach rozwiniętych powoli przywracana jest płynność w systemie bankowym – kluczowy czynnik dla ustabilizowania sytuacji gospodarczej. A ta – pomimo systematycznego obniżania prognoz PKB dla kolejnych krajów – w 2Q2009 powinna zacząć się stabilizować, co przepowiadają wskaźniki ISM/PMI dla gospodarek kluczowych krajów rozwiniętych. Również wskaźnik PMI RBS dla Polski w marcu notuje trzeci z rzędu wzrost (42,2) po osiągnięciu dna w styczniu (38,8). Nadal dane o rocznych dynamikach produkcji przemysłowej czy sprzedaży detalicznej będą wykazywały ujemną dynamikę, ale z każdym miesiącem będzie ona niższa. Wskaźniki wyprzedzające oczywiście nie świadczą o powrocie dobrej koniunktury w światowej gospodarce czy nawet nie zapowiadają, że przyszłoroczne odbicie PKB będzie silniejsze niż 1%, ale po 58% przecenie S&P500 ich wzrost powinien pozwolić na przynajmniej kilkumiesięczne odreagowanie. Dla Polski nadal uważamy, że w połowie roku WIG20 zbliży się do 2 000 punktów.

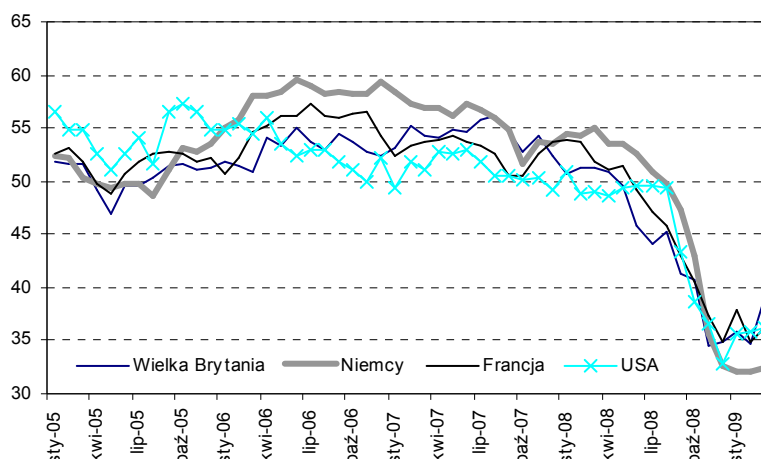
Przed nami słabe wyniki spółek za 1Q2009, które jednak wcale nie muszą negatywnie wpływać na zachowania inwestorów. Naszym zdaniem, w środowisku nadal wyczekiwania przez krajowe instytucje na „dołek” i niedoważenia w polskich akcjach inwestorów zagranicznych oraz bardzo zaniżonych oczekiwań co do wyników (szczególnie po danych o produkcji przemysłowej) – jeżeli dane makro pojawiające się w kwietniu/maju, a więc zapowiadające kolejny kwartał będą lepsze od oczekiwań, słaby 1Q2009 zostanie zinterpretowany jako dane historyczne i już zdyskontowane.

Nadal uważamy, że w kontekście wycen atrakcyjnym sektorem są banki, przecenione pod wpływem ryzyka związanego z opcjami walutowymi (zgodnie z danymi KNF skala mniejsza niż wynikająca z informacji płynących w ostatnich tygodniach z mediów) oraz obaw o skale przyszłych rezerw na niespłacalne kredyty (w negatywnych scenariuszach -2% PKB skala rezerw prognozowana przez wybrane banki jest niższa niż założona przez nas w prognozach na 2009). W dalszym ciągu dobrze powinny zachowywać się spółki surowcowe, które korzystają na wzroście cen surowców. Tu pomimo braku fundamentalnych przesłanek (popyt/podaż) możliwy wzrost cen wynikać będzie z obaw o przyszłą inflację (nie wcześniej niż od 2010) i osłabienie wartości USD.

Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają, że dno kryzysu prawdopodobnie za nami

Wskaźniki wyprzedzające dla gospodarki USA i UE stabilizują się, na czym opieraliśmy nasze pozytywne oczekiwania co do rozwoju sytuacji na giełdach w pierwszej połowie 2009. Indeks PMI w przemyśle strefy euro w marcu wzrósł do 34,0 pkt. z 33,5 pkt. w lutym (dla sektora usług zwiększył się z 39,2 pkt. do 40,1 pkt.). Lepsze od oczekiwań okazały się również wskaźniki dla Niemiec (Ifo i ZEW) oraz ISM w przemyśle amerykańskim (wzrost do 36,3 vs. 35,8 w lutym). Zaskakująco dobre dane zostały opublikowane również dla Wielkiej Brytanii (39,1 vs. 34,1) a także Polski (42,2 vs. 40,8).

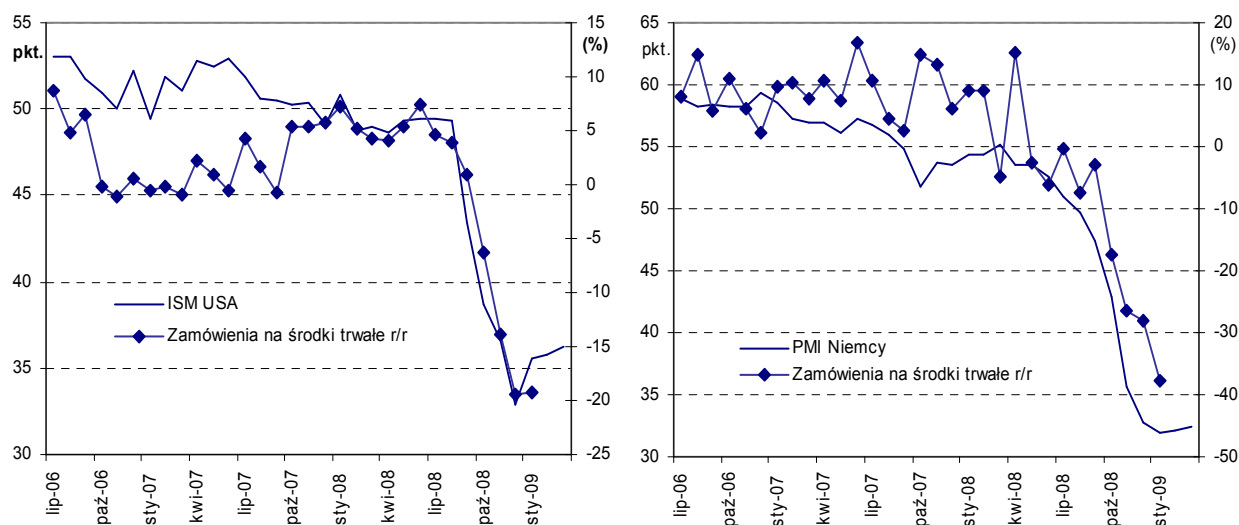
Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w wybranych krajach rozwiniętych



Źródło: Bloomberg

ISM w przemyśle amerykańskim jako pierwszy (przed wskaźnikami w Europie) zaczął powoli rosnąć przepowiadając wyhamowanie dynamiki spadków zamówień na środki trwałe, z dwumiesięcznym wyprzedzeniem (zamówienia na dobra trwałe w lutym wzrosły o 3,4% m/m wobec -7,3% (po rewizji) stycznia). Z jednej strony to efekt niskiej bazy, z drugiej może świadczyć o stabilizowaniu się popytu. W Europie widać dwumiesięczne opóźnienie w stosunku do USA. W Niemczech, kluczowego dla Polski rynku eksportowego, ma miejsce opóźnienie o kolejny miesiąc.

ISM w USA i PMI w Niemczech na tle zamówień na środki trwałe



Źródło: Bloomberg

W USA pojawiły się również pierwsze pozytywne informacje z rynku nieruchomości. Przy nadal silnych spadkach cen sprzedaż nowych domów wzrosła w lutym o 4,7% (konsensus - 2,9%), a liczba niesprzedanych domów stabilizuje się na poziomie 12,2 miesięcznej sprzedaży. Lepsza sprzedaż miała miejsce na poziomie wczesnych etapów produkcji domów (jeszcze nie rozpoczęte, już sprzedane oraz w fazie budowy), co w powiązaniu z zaskakującym wzrostem wniosków o kredyt hipoteczny może świadczyć o poprawie optymizmu wśród konsumentów oraz rosnącej dostępności finansowania. Potwierdzenie tych danych w kolejnych miesiącach powinno zostać pozytywnie przyjęte przez inwestorów szczególnie, że sprzedaż domów w budowie przekłada się również na koniunkturę w samym budownictwie.

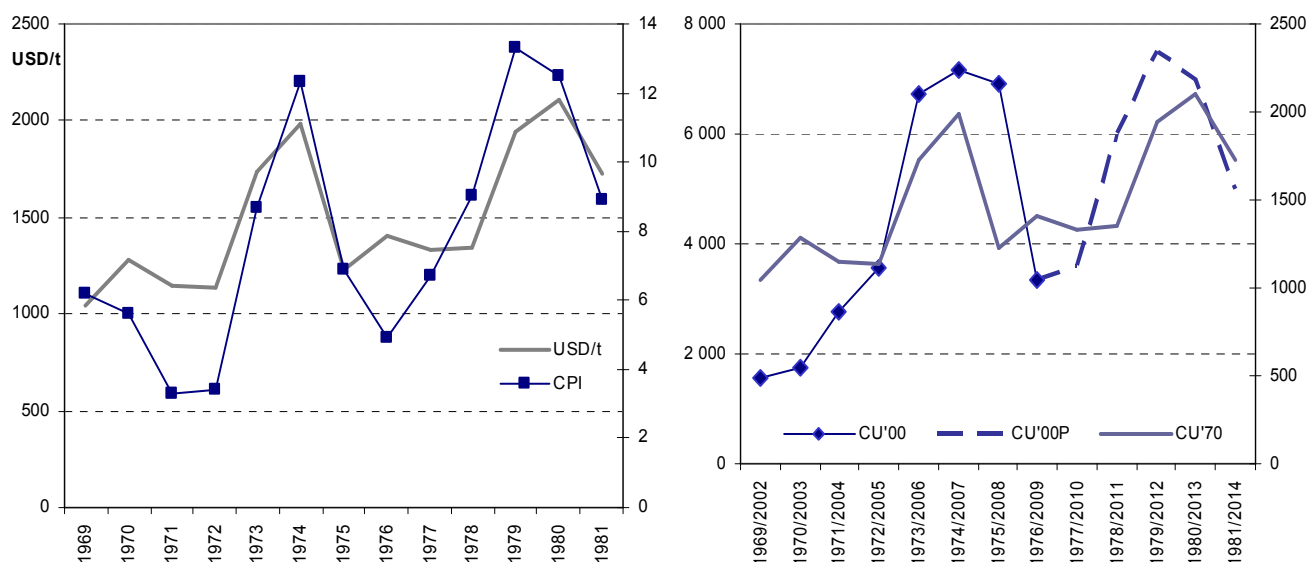
Przytoczone dane oczywiście nie świadczą o powrocie dobrej koniunktury w światowej gospodarce czy nawet nie zapowiadają, że przyszłoroczne odbicie PKB będzie silniejsze niż 1%, ale po 58% przecenie S&P500 powinno pozwolić na przynajmniej kilkumiesięczne odreagowanie.

Polityka Banków Centralnych a surowce

Światowa recesja wymusiła na bankach centralnych wprowadzenie pakietów stymulowania gospodarek praktycznie we wszystkich krajach. W ostatnich miesiącach najbardziej spektakularne „osiągnięcia” w tej dziedzinie mają FED i Bank Anglii, które zdecydowały o skupie obligacji skarbowych – drastycznie zwiększając bazę monetarną, a z drugiej strony Bank Szwajcarii, który próbuje osłabić CHF poprzez skup walut. Przy prognozowanym spadku światowego PKB w 2009 roku na poziomie 1,5-2% (BŚ, banki inwestycyjne) taka polityka nie wpływa na inflację. Makroekonomiści nadal zakładają, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie spadać. W takich krajach jak: USA, Japonia, Hiszpania, Szwajcaria w dalszym ciągu aktualny jest scenariusz deflacyjny. Sytuacja nie zmieni się do czasu poprawy sytuacji na rynku pracy (tu w perspektywie najbliższych kwartałów należy oczekiwać dalszego wzrostu bezrobocia), kiedy znów powinny rosnąć wynagrodzenia. Powrót inflacji, a wraz z nim osłabienie USD będą miały „za zadanie” zmonetyzować ogromny dług publiczny USA.

Wizja inflacji i słaby USD mogą w dalszym ciągu wspierać zachowanie się rynków surowcowych, pomimo, że na obecną chwilę brak jest przesłanek fundamentalnych – wynikających z relacji popyt/podaż, do ich dalszego wzrostu. Podobna sytuacja jaka obecnie miała miejsce w latach '70. Po pierwszej fali dynamicznego wzrostu cen surowców w 1974 roku, recesja spowodowała ich załamanie się w kolejnych dwóch latach. Dostarczenie płynności w celu ratowania gospodarki, a w efekcie wzrost inflacji był przyczyną kolejnej silnej fali wzrostowej na metalach i ropie. Obecnie mechanizmy są bardzo podobne, z tą różnicą, że skala wzrostu bazy monetarnej w takich krajach jak USA czy Wielka Brytania jest nieporównywalnie większa niż w latach '70, co może skrócić okres słabszego zachowania surowców pomiędzy cyklami.

Ceny miedzi w latach '70 na tle CPI w USA i ceny lat '70 i '00



Źródło: Bloomberg

Straty na opcjach mocno przesadzone

Nadal jednym ze słabszych sektorów na GPW są banki, które traciły na wartości m.in. w związku z ryzykiem jakie niosą opcje walutowe. W stosunku do wcześniejszych informacji dotyczących skali potencjalnych strat, najnowsze dane KNF zasadniczo zmniejszają te obawy. Zgodnie z raportem negatywna wycena z tytułu zaangażowania przedsiębiorstw w opcje walutowe osiągnęła na dzień 13 lutego ok. 9 mld PLN, a ujemna wycena z tytułu pozostałych walutowych instrumentów pochodnych - ok. 7 mld PLN (transakcje forward) oraz ok. 2 mld PLN (swapy). Ok. 80-85% przedsiębiorstw, które zawarły transakcje na instrumentach pochodnych, nie powinny ponieść z tego tytułu strat, ze względu na zabezpieczający przychody z eksportu charakter tych transakcji. Udział klientów zawierających transakcje spekulacyjne nie przekracza 10%, a koszty ponoszone przez sektor bankowy z tytułu zaangażowania w transakcje pochodne nie zagrażają wypłacalności banków. Wielkość ujemnej wyceny opcji, a przede wszystkim dane o udziale spekulantów w tej wielkości powinny zostać pozytywnie przyjęte przez inwestorów i poprawić sentyment do sektora bankowego. W doniesieniach prasowych pojawiały się kwoty nawet 200 mld PLN ujemnej wyceny opcji i informacje po „powszechnej” spekulacji przedsiębiorstw. Należy pamiętać, że ujemna wycena opcji nie oznacza straty firmy - jeśli pozycja była zabezpieczająca. W przypadku spółek, które stosowały zabezpieczenie, a nie spekulacje czynnikiem ryzyka może być mniejszy wolumen zabezpieczonej sprzedaży eksportowej wynikający z recesji na rynkach zagranicznych, jednak skala tego zjawiska nie powinna być już znacząca.

Makroekonomia

Stopy procentowe w dół

Zgodnie z oczekiwaniami RPP obniżyła stopy procentowe o 25pb do 3,75%. W komunikacie Rada wskazuje na szereg ryzyk dla wzrostu gospodarczego, pogorszenie dostępu do kredytu dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Wzrost inflacji oraz cen producentów w lutym RPP wiąże, z podwyżkami cen kontrolowanych i gwałtownym osłabieniem złotego. Wzrost cen jest jednak zdaniem Rady fenomenem przejściowym i spowolnienie gospodarcze oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy sprzyjać będą obniżaniu ścieżki inflacji w kierunku celu. W komunikacie naszą uwagę zwróciło stwierdzenie, że RPP już widzi pozytywne skutki poluzowania monetarnego (czas teraźniejszy, zamiast przyszłego stosowanego w poprzednich komunikatach). Wśród czynników, które RPP będzie monitorować w najbliższym czasie prócz danych makro znalazły się: sytuacja na rynkach finansowych oraz kształtowanie się kursu złotego. Zagadnienia związane z kursem złotego zdominowały również całą konferencję po decyzji Rady. Członkowie Rady podkreślają jednak, że kurs złotego w dużej mierze zależy od czynników zewnętrznych i awersji do ryzyka inwestorów zagranicznych. RPP nie zdecydowała się na asymetryczne obniżenie stopy depozytowej i rezerwy obowiązkowej. Komentarze członków RPP wskazują, że takie rozwiązanie musi zostać poprzedzone dalszą analizą płynności na rynku międzybankowym oraz monitoringiem akcji kredytowej banków; obniżki stopy depozytowej nie są na razie możliwe z przyczyn technicznych, bo o nią oparte są operacje FX swap. Co do dalszych perspektyw dla polityki monetarnej oceniamy, co zresztą potwierdzają sami członkowie RPP, że poluzowanie monetarne potrwa jeszcze kilka miesięcy. Stopy prawdopodobnie dojdą do poziomu pomiędzy 3,0-3,5%. Rada, ze względu na już dokonane znaczne poluzowanie monetarne może rozłożyć dalsze obniżki w czasie.

Sprzedaż detaliczna

W lutym sprzedaż detaliczna spadła o 1,6% r/r (w styczniu zanotowano 1,3% wzrost r/r). Jest to pierwszy spadek sprzedaży od czterech lat. Został on wygenerowany przede wszystkim przez anemiczne wzrosty sprzedaży żywności (2% r/r), mebli, RTV i AGD oraz paliw przy zdecydowanym spadku sprzedaży samochodów (-12,3% r/r) i sprzedaży w kategorii pozostałe (-7,5% r/r). Należy podkreślić, że gdyby nie zaburzenia w kategoriach żywność i samochody (handel przygraniczny stymulowany słabszym złotym, reeksport samochodów do Niemiec oraz agresywne promocje salonów samochodowych) wyniki sprzedaży byłyby jeszcze gorsze. Tempo pogarszania popytu konsumpcyjnego jest w tym cyklu znacznie szybsze niż w poprzednich. Wynikać może to z innej struktury tego popytu niż choćby w latach 2001-2002. Wydaje się, że udział konsumpcji autonomicznej jest obecnie znacznie mniejszy, a pole do zwiększenia stopy oszczędzania szersze dzięki większej zależności konsumpcji od dochodu bieżącego i oczekiwanego, które podlegają obecnie szybkiej rewizji w dół. Wszystko to będzie działało w stronę znacznego obniżenia dynamiki konsumpcji. Szacujemy, że dynamika konsumpcji nie przekroczy w tym roku 2% r/r. Taki scenariusz będzie skutkował ponad 20 mld ubytkiem dochodów podatkowych budżetu państwa.

Produkcja przemysłowa

W lutym indeks produkcji przemysłowej obniżył się o 14,3% r/r (w styczniu spadł on o 15,3% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 2,7% (wzrost ten biorąc pod uwagę czynniki sezonowe i przestoje styczniowe można określić jako bardzo mizerny). Osłabienie popytu wydaje się trwale rozlewać na zdecydowaną większość sekcji - spadek rok do roku odnotowano w 25 z 34 sekcji (w styczniu spadek w ujęciu rocznym objął 26 sekcji). Najgłębsze spadki produkcji zanotowano w produkcji metali, samochodów, górnictwie i wyrobów z gumy. Znaczna część spadków (patrzac po sekcjach) wydaje się być powiązana ze spadkiem popytu na dobra kapitałowe i zaopatrzeniowe w Europie Zachodniej. Produkcja rośnie tylko w tak specyficznych sekcjach jak produkcja napoi. Co do perspektyw kilkumiesięcznych oczekujemy – głównie ze względu na efekty bazowe – poprawy rocznych wskaźników produkcji w marcu i kwietniu. Momentum pozostanie jednak prawdopodobnie do połowy roku nadal negatywne.

PPI

W lutym odnotowano kolejny bardzo wysoki wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu; w ujęciu miesięcznym ceny w styczniu i w lutym wzrosły o 2,3% (znacznie powyżej konsensusu rynkowego), co wywindowało roczną dynamikę cen producentów na 5,4% wobec 3,6% w lutym. Choć jeszcze w styczniu wzrost cen był głównie wynikiem podniesienia kosztów dostaw energii elektrycznej (+9,8% m/m) to w lutym ciężar wzrostów przesunął się w stronę przetwórstwa przemysłowego, gdzie ceny wzrosły aż o 2,3% m/m wobec 0,7% w styczniu. Na podstawie dostępnych twardych danych oraz wskaźników koniunktury wydaje się, że proces dezinflacji związany z obniżającym się wykorzystaniem czynników wytwórczych został tylko chwilowo zakłócony (dostosowanie cen do nowych cenników energii, wpływ rekordowej deprecjacji złotego). Z uwagi jednak na występujący obecnie poziom cen, dynamika cen producentów w ujęciu rocznym utrzyma się w najbliższym czasie na podwyższonym poziomie. Co więcej, ze względu na możliwość braku pełnej koordynacji zmian cenników pomiędzy

przedsiębiorstwami, niewykluczone są dalsze miesięczne wzrosty wskaźnika cen w przetwórstwie przemysłowym. W perspektywie zmiany ceny powinny być ograniczane przez niski poziom popytu oraz wciąż wysoki poziom zapasów; pomocne w tym zakresie będzie także ustabilizowanie kursu złotego.

Rynek pracy

W lutym dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 5,1% r/r z 8,1% r/r zanotowanych w styczniu. Wynik ten jest zgodny z trendem (i naszymi oczekiwaniami) – następuje systematyczne obniżanie dynamiki wynagrodzeń wynikające zarówno ze spadku komponentu powiązanego z zyskiem przedsiębiorstw oraz z pogorszeniem pozycji negocjacyjnej pracowników w związku z przewidywanym wzrostem bezrobocia (podkreślamy, że proces pogorszenia sytuacji na rynku pracy dopiero się rozpoczyna i będzie nabierał na sile w najbliższych miesiącach). Należy również podkreślić, że w styczniu dynamika płac była sztucznie zawyżona poprzez przerzucanie wypłat pensji grudniowej oraz różnego rodzaju premii na styczeń. Oczekujemy, że dynamika wynagrodzeń będzie się obniżała w kolejnych miesiącach, nawet do poziomów zbliżonych do 2-3% r/r. Niższa dynamika wynagrodzeń zwalnia praktycznie RPP z konieczności monitorowania presji cenowej wywodzącej się z rynku pracy – uwaga RPP przesunięta będzie w stronę odczytów produkcji i sprzedaży detalicznej.

Dynamika zatrudnienia w lutym okazała się zgodna z oczekiwaniami: spadek w liczbach bezwzględnych o 22 tys., który przekłada się na roczną dynamikę rzędu -0,2%. Dane nie potwierdzają na razie, że proces zwolnień grupowych nabrał tempa; niemniej jednak należy się spodziewać utrzymania miesięcznej dynamiki zwolnień na zbliżonym poziomie (choć niewykluczone, że część planowanych zwolnień grupowych skumuluje się w pewnych miesiącach i zobaczymy znacznie wyższe miesięczne spadki), co będzie się przekładało na coraz gorsze odczyty danych w stosunku rocznym (już w marcu może ona sięgnąć około -1,0% m/m). Perspektywy na rynku pracy pozostają niekorzystne – wysoki poziom kosztów osobowych oraz utrzymujące się zapasy będą w dalszym ciągu wymuszać dalszą restrukturyzację i optymalizację zatrudnienia. Z uwagi jednak na mniejszą dynamikę spadków zatrudnienia, elastyczność przedsiębiorstw może być niższa od naszych wcześniejszych szacunków. Wśród poszczególnych sekcji spodziewamy się zwiększenia cięć zatrudnienia w branżach związanych ze spożyciem indywidualnym oraz budownictwem.

Inflacja

W lutym roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,3%. Diabeł tkwi jednak w szczegółach – miesiąc do miesiąca ceny konsumenta wzrosły aż o 0,9%, a niższy od konsensusu wskaźnik roczny był efektem wprowadzenia nowego koszyka inflacyjnego. W nowym koszyku zmniejszyły się wagi żywności, wzrosły wagi łączności i użytkowania mieszkania, i nośników energii. Nowe wagi obniżyły roczny wskaźnik inflacji o około 0,3 pkt. proc (można pokusić się więc o stwierdzenie, że przy starym koszyku inflacja wyniosłaby 3,6%, czyli tyle co nasza prognoza). Wracając do zasadniczego przedmiotu analizy; miesięczny wzrost cen konsumenta był przede wszystkim warunkowany podwyżkami cen kontrolowanych (ceny energii wzrosły aż o 2,9% m/m), wzrostem cen paliw (7,1% m/m) oraz wzrostem cen usług (zdrowie, użytkowanie mieszkania, rekreacja). Co do natury wzrostu inflacji – wynikał on przede wszystkim z zaległych podwyżek cen usług i cen kontrolowanych, ale w pewnym stopniu mógł to być również wynik osłabienia złotego (patrz paliwa i ceny artykułów z kategorii rekreacja). Inflacja bazowa w lutym prawdopodobnie wzrosła do 2,7% z około 2,6% zanotowanych w styczniu. Co do krótko-terminowych perspektyw – oczekujemy podwyższonych wskaźników inflacji przez kolejne kilka miesięcy. Będzie to spowodowane zarówno podwyżkami z początku roku, jak i słabszym złotym oraz prawdopodobnie trendem wzrostowym na cenach żywności. Nie oczekujemy jednak dalszego wzrostu inflacji bazowej. Na koniec roku inflacja powinna obniżyć się do poziomu poniżej celu NBP (2,5%).

C/A

W styczniu ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się do -1078 mln EUR. Za główną przyczynę zawężenia deficytu należy uznać znaczne zmniejszenie deficytu w obrotach towarowych (-441 mln EUR) oraz niższe dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich. Wyjątkowo interesująca jest kompozycja bilansu handlowego. Choć nieco niższy od oczekiwań spadek eksportu o 25,2% r/r nie jest zaskoczeniem (znaczne spadki produkcji dóbr inwestycyjnych i zaopatrzeniowych w styczniu; z drugiej strony sygnały o ożywieniu handlu przygranicznego), wyraźnie przyspieszyła kontrakcja importu, który w styczniu zmniejszył się o 26,6%. W omawianym okresie zanotowano dodatnie saldo usług w wysokości 210 mld PLN. Wygląda na to, że wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne (charakteryzujące się dość dużą importochłonnością) zostały na początku roku ograniczone znacznie szybciej niż wcześniej oczekiwaliśmy. Co do finansowania deficytu, odnotowano zwiększenie finansowania w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych (saldo na poziomie 1475 mln EUR) oraz zmniejszenie salda inwestycji portfelowych (saldo zakupów papierów skarbowych dokonanych przez nierezydentów było niższe od planowanych wykupów

długu MF) do -725 mln EUR. Szybkie pogorszenie importu połączone z ustabilizowaniem spadków dynamiki eksportu sugeruje, że w dalszych miesiącach może dojść do polepszenia bilansu handlowego. Jako przyczyny należy tu wymienić osłabienie konsumpcji (wzrost stopy oszczędności), pierwsze symptomy stabilizacji aktywności w sektorze przemysłowym, a także możliwe wzrosty handlu przygranicznego i wzrost reeksportu (samochody). Wydaje się, że dostosowanie do (chwilowo?) niższego napływu inwestycji portfelowych oraz wyższych kosztów obsługi z powolnym zmniejszeniem awersji do ryzyka – powolny powrót zainteresowania aktywami rynków wschodzących. Dane, a przede wszystkim lepsze dane o deficycie na rachunku obrotów bieżących wspierają oczekiwania na obniżkę stóp (wyższa inflacja m/m nie robi na Radzie większego wrażenia; poza tym konsensus poglądów w RPP wskazuje na spadki inflacji w dalszej części roku).

Deficyt budżetowy

Po lutym deficyt budżetowy wyniósł 29% zaplanowanej na rok 2009 wielkości. Dochody budżetu wyniosły 46,7 mld PLN, co stanowi 15,4% planu. Wydatki wzrosły do 52,0 mld PLN, czyli 16,2% planu na rok 2009. Dochody po lutym okazały się o 7,6% wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Należy zwrócić jednak uwagę na zawyżenie dochodów w styczniu (a więc również dochodów skumulowanych przez dwa miesiące) przez wpływy z akcyzy. Dynamika wpływów z VAT jest bardzo niska. Po lutym 2009 wpływy z VAT okazały się o prawie 300 mln PLN niższe niż w analogicznym okresie 2009 roku. Dochody z podatku PIT zostały w styczniu prawdopodobnie zaburzone przez „proceder” przenoszenia wypłat premii i często wypłaty grudniowej pensji na nowy rok. W samym lutym 2009 roczna dynamika wpływów z PIT wyniosła już 0%. Na odnotowanie zasługuje również bardzo niski stopień wykonania dochodów z UE (dochody z tytułu funduszy strukturalnych osiągnęły zaledwie 5,3% planu, choć w roku 2008 było jeszcze gorzej – zaledwie 0,6% planu). Niższa aktywność ekonomiczna, w tym (znaczne) obniżenie dynamiki konsumpcji w roku bieżącym (nasza prognoza to poniżej 2% r/r) implikować będą prawdopodobnie ok. 20 mld PLN ubytku dochodów podatkowych budżetu wobec planu (oraz konieczność nowelizacji ustawy budżetowej). Co do perspektywy krótkookresowej, przede wszystkim ze względu na wyraźnie niższe od założonych dynamiki dochodów podatkowych oczekujemy, że już po marcu deficyt budżetu państwa może przekroczyć 60% planu, czyli 11 mld PLN. Przy okazji publikacji szczegółowych danych o wykonaniu budżetu MinFin poinformował, że dysponuje 24 mld PLN środków walutowych. Deklaracja ta jest szczególnie istotna w kontekście przeprowadzanych/planowanych interwencyjnych transakcji na rynku FX. Ministerstwo nie podało jednak skali dotychczasowych operacji.

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	Trzymaj	69,10	2009-04-02
BZWBK	Kupuj	101,80	2009-03-05
CIECH	Trzymaj	34,20	2008-11-26
CYFROWY POLSAT	Kupuj	15,90	2009-03-26
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	21,90	2009-03-25
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	166,50	2009-03-09
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Kupuj	26,70	2009-03-25
EUROCASH	Akumuluj	9,90	2009-02-03
HANDLOWY	Trzymaj	36,90	2009-04-02
ING BSK	Kupuj	273,30	2009-03-05
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	10,30	2009-03-25
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Akumuluj	49,20	2009-04-02
KOMPUTRONIK	Akumuluj	33,90	2008-12-02
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,70	2009-03-09
MILLENNIUM	Trzymaj	1,70	2009-04-02
MONDI	Trzymaj	54,20	2009-04-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	63,60	2009-03-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Trzymaj	195,60	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	6,20	2009-03-16
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	3,60	2009-03-05
POLNORD	Kupuj	35,00	2009-03-25
RAFAKO	Akumuluj	6,30	2009-04-02
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	20,50	2009-01-06
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2009-03-17
TVN	Kupuj	11,90	2009-02-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	30,00	2009-03-05
UNIBEP	Kupuj	4,90	2009-03-19
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	65,50	2009-04-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Trzymaj	Kupuj	69,10	2009-04-02
BZWBK	Kupuj	Kupuj	101,80	2009-03-05
CYFROWY POLSAT	Kupuj	Akumuluj	15,90	2009-03-26
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj		21,90	2009-03-25
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Kupuj	166,50	2009-03-09
ERBUD	Kupuj	Kupuj	26,70	2009-03-25
HANDLOWY	Akumuluj	Kupuj	36,90	2009-03-05
ING BSK	Kupuj	Kupuj	273,30	2009-03-05
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj		10,30	2009-03-25
KREDYT BANK	Sprzedaj	Kupuj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	Kupuj	26,70	2009-03-09
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	1,70	2009-03-05
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	Kupuj	63,60	2009-03-04
PBG	Trzymaj	Trzymaj	195,60	2009-03-09
PEKAO	Kupuj	Kupuj	129,90	2009-03-05
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	3,56	2009-03-05
PKO BP	Kupuj	Kupuj	29,60	2009-03-05
POLICE	Trzymaj	Trzymaj	6,20	2009-03-16
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Kupuj	3,60	2009-03-05
POLNORD	Kupuj		35,00	2009-03-25
RAFAKO	Kupuj	Kupuj	6,30	2009-03-06
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	Kupuj	6,00	2009-03-17
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	Trzymaj	30,00	2009-03-05
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	4,90	2009-03-19

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	36,90	2009-04-02
KGHM	Akumuluj	Kupuj	49,20	2009-04-02
MILLENNIUM	Trzymaj	Kupuj	1,70	2009-04-02
MONDI	Trzymaj	Kupuj	54,20	2009-04-02
RAFAKO	Akumuluj	Kupuj	6,30	2009-04-02
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Akumuluj	65,50	2009-04-02

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	0	14	5	21	0	0	1	1	8
procent	2,4%	0,0%	34,1%	12,2%	51,2%	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	80,0%

Sektor finansowy

Pengab spadł do poziomu 11,4 pkt. (-1,3 pkt. m/m)

Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w marcu 9,3 pkt i był niższy o 2,6 pkt wobec lutego, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 0,2 pkt do 13,6 pkt. Zaobserwowano stabilizację na rynku depozytów złotych i jednocześnie obniżenie aktywności w zakresie depozytów walutowych. Nie oczekuje się odwrócenia trendu w najbliższym okresie. Odnotowano ożywienie akcji kredytowej przede wszystkim w odniesieniu do podmiotów indywidualnych (głównie o charakterze konsumpcyjnym). Oczekuje się dalszego ożywienia tego segmentu. Ustabilizowały się ceny kredytów, a w przewidywalnym okresie oczekuje się nawet ich spadku (na cele gospodarcze - o 0,66 pkt). Popyt na papiery wartościowe ustabilizował się na niskim poziomie i nie oczekuje się zmian w tym zakresie. Spodziewany jest natomiast wzrost na rynku polis ubezpieczeniowych na życie. Minimalny poziom Pengabu wynosił 9,7 pkt. i został odnotowany w lutym 2003. Indeks tylko jeszcze dwa razy znajdował się na poziomie poniżej 12 pkt., w grudniu 2001 – 11,5 pkt. oraz w styczniu 2003 – 10,2 pkt. poprzednie odczyty znajdowały się powyżej 12 pkt. Zbliżamy się do końca spadków indeksu Pengab, jednak zgadzamy się, że na odwrócenie trendu jest za wcześnie. W tym roku odczyty dalej mogą pozostawać słabe (sentyment będzie infekowany słabymi wynikami banków).

Banki zatrzymają zyski

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami prawie wszystkie banki zatrzymają zyski i nie będą w tym roku wypłacać dywidendy. O ile nie zostało to jeszcze poparte przez ZWZA większości banków, to znamy już deklaracje zarządów, często pozytywnie zaopiniowane przez Rady Nadzorcze banków. W świetle bardzo konserwatywnej postawy KNF i publicznych wypowiedzi o konieczności zatrzymywania przez banki zysków za 2008 rok, oczekujemy, że decyzje ZWZA nie będą odmienne od rekomendacji zarządów. Jedynym bankiem, który wypłaci dywidendę będzie Noble Bank. ZWZA uchwaliło już wypłatę 0,21 PLN/akcję (stopa dywidendy brutto 7,1%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy to 10 kwietnia. Negatywnym zaskoczeniem w kontekście naszych oczekiwań jest rekomendacja zarządu Banku Handlowego o niewypłacaniu dywidendy z zysków za 2008 rok. Oczekiwaliśmy wypłaty połowy zysków osiągniętych w 2008 roku w formie dywidendy.

Wolumeny w sektorze

Portfel kredytów wzrósł o 37,4% R/R, na co złożył się wzrost kredytów gospodarstw domowych o 47% R/R i przedsiębiorstw o 28% R/R. Jednocześnie depozyty zwiększyły się o prawie 20% R/R (w tym depozyty gospodarstw domowych +25% R/R, przedsiębiorstw +5% R/R). Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 114% (113% w lutym). Wzrost generowany jest przede wszystkim przez rewaluację portfeli kredytów walutowych. Portfel kredytów rośnie przede wszystkim ze względu na rewaluację portfeli kredytów walutowych. Tempo przyrostu należności złotówkowych wyraźnie hamuje. Na koniec roku przyrost kredytów złotówkowych w sektorze wynosił + 20% R/R, obecnie wynosi +17% R/R. Kredyty złotówkowe przyrosły o 1,1% Q/Q, podczas gdy tempo kwartalnego wzrostu na koniec 2008 roku wyniosło 3% (na koniec września 2008 wynosił przeszło 6%). Widać spowolnienie akcji kredytowej, które znika przez osłabienie polskiej waluty. W lutym portfel kredytów wzrósł o 14,7 mld PLN, z czego 11,5 mld PLN przypadło na portfel walutowy, 3,2 mld PLN na portfel złotówkowy. Po wyłączeniu wpływu rewaluacji portfeli przyrost portfela kredytów sięgnąłby niespełna 3,8 mld PLN. Gospodarstwa domowe w dalszym ciągu utrzymują wysoki przyrost depozytów. Uważamy, że pozostaną motorem wzrostu wolumenów sektora. Jeśli takie dynamiki utrzymają się do końca pierwszej połowy roku liczymy się z rewizją naszych prognoz w zakresie wolumenów depozytów gospodarstw domowych. Portfel depozytów gospodarstw domowych wzrósł o 9,5 mld PLN, po wzroście w styczniu o 9,8 mld PLN. 9,2 mld PLN z przyrostu w lutym przypadało na depozyty złotówkowe, a tylko 365 mln PLN na depozyty walutowe. Widzimy konwersję części depozytów walutowych na depozyty złote. Gospodarstwa domowe zmniejszają ekspozycję na waluty. W stałym kursie walutowym (przyjmując osłabienie PLN względem koszyka walut na depozytach o 4,9%) portfel depozytów gospodarstw domowych wzrósł o ponad 8 mld PLN. Jednocześnie portfel depozytów przedsiębiorstw spadł kolejny miesiąc z rzędu (o 2,2 mld PLN, po spadku o 4,2 mld PLN w styczniu br.). Depozyty złote w segmencie spadły o prawie 3 mld PLN. Portfel depozytów walutowych wzrósł na skutek rewaluacji i niewielkiego zwiększenia poziomu depozytów. Jednak dynamika wzrostu portfela w relacji do końca lutego ub. r. utrzymała się na poziomie 5% (w styczniu +5,2% R/R). W pierwszym kwartale w przedsiębiorstwach sezonowo spada poziom depozytów. W ubiegłym roku depozyty spadały przez pierwsze trzy miesiące. Wzrost nastąpił dopiero w kwietniu. Przyrost depozytów w stałym kursie walutowym wyniósł około 5,7 mld PLN, co oznacza, że depozyty rosną szybciej niż portfel kredytowy. Mimo wzmocnienia się złotówki względem CHF i EUR w ciągu miesiąca, końcówka przyniosła ponowne osłabienie rodzimej waluty. Nie będzie zatem widoczny pozytywny wpływ umocnienia polskiej waluty na strukturę bilansów banków (poziom kredytów, poziom aktywów ważonych ryzykiem, udział kredytów walutowych w kredytach ogółem). Złotówka osłabiła się względem euro o 1%, jednocześnie wzmocniła się względem CHF o około 1%.

Kredyty na nieruchomości gospodarstw domowych

Kredyty na nieruchomości gospodarstw domowych wzrosły w ciągu lutego o 8,6 mld PLN m/m, z czego około 7 mld PLN wynikało z rewaluacji portfela kredytów walutowych. Zatem realny przyrost portfela kredytowego wynosił 1,55 mld PLN. Jest to znacznie mniej niż w poprzednich miesiącach. Szacowany przyrost kredytów w stałym kursie walutowym wynosił w styczniu '09 1,8 mld PLN, w grudniu '08 2,7 mld PLN, a średni miesięczny przyrost w 2008 roku wynosił 3,8 mld PLN. Portfel kredytów hipotecznych ogółem wzrósł w lutym o 61,5% R/R. Jednak w stałym kursie walutowym wzrost ten wyniósł 33%. Podtrzymujemy naszą prognozę sprzedaży kredytów hipotecznych w całym 2009 roku na poziomie 25 – 30 mld PLN. Naszym zdaniem w pierwszych dwóch miesiącach br. banki uruchomiły trochę ponad 4 mld PLN kredytów hipotecznych. To przekłada się na wzrost portfela kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych o 10 – 12% w 2009 roku (przy założeniu stałego kursu CHFPLN na poziomie 2,8014 – z końca 2008 roku). Kurs CHF/PLN na koniec marca 2009 wynosił 3,1001, zatem PLN wzmocniło się względem CHF tylko o 1%. Spowoduje to rewaluację istniejącego portfela walutowych kredytów hipotecznych o około -1,7 mld PLN. Uważamy, że portfel kredytów hipotecznych spadnie m/m, ale na skutek rewaluacji. Naturalnie, na skutek umocnienia złotówki spadnie udział kredytów walutowych w kredytach ogółem, jednak na razie skala umocnienia była symboliczna.

Kredyty nieregularne

Sektor bankowy znalazł się w trendzie rosnącego portfela należności nieregularnych. Należności nieregularne wzrosły o 2,2 mld PLN w ciągu lutego, z czego niespełna 0,8 mld PLN przypadło na gospodarstwa domowe, a pozostała część na przedsiębiorstwa. Jednocześnie wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem wzrósł do 4,8% w sektorze (4,5% w styczniu), przy wskaźniku w segmencie gospodarstw domowych rosnącym z 3,5% do 3,6% i dużym skoku w przedsiębiorstwach z 6,2% do 6,7%. Portfel kredytów nieregularnych wzrósł o 32% R/R (w styczniu sięgała 22%). Oczekujemy przyspieszania tempa wzrostu należności nieregularnych w całym 2009 roku. Oczekujemy podwojenia się portfela należności nieregularnych przedsiębiorstw i wzrostu należności gospodarstw domowych o 40% R/R. Uważamy, że tempo wzrostu NPL w 2009 roku będzie przyspieszać m.in. ze względu na efekt bazy (w 2008 roku w kolejnych miesiącach, szczególnie do końca 3Q08) portfel NPL nie zmieniał się istotnie. Uważamy, że 1Q09 będzie charakteryzował się dość wysokim nominalnym wzrostem NPL ze względu na konsekwencje turbulencji wywołanych m.in. opcjami walutowymi.

Pogarsza się jakość kredytów hipotecznych

Odsetek niespłacanych kredytów hipotecznych wzrósł z 0,28% na koniec października 2008 do 0,78% na koniec lutego 2009 w ujęciu wartościowym. Ilościowo niespłacanych jest 0,49% kredytów, podczas gdy na koniec października było to 0,24%. Największy przyrost zanotowano w obszarze walutowych kredytów hipotecznych (z 0,15% do 0,44% pod względem liczby i z 0,17% do 0,61% pod względem wartości). Wcześniej wartość nieregularnych kredytów rosła przede wszystkim w obszarze złotówkowych kredytów hipotecznych. Pogorszyły się również wskaźniki jakości dla kredytów w złotówkach (z 0,42% do 0,56% ilościowo i z 0,77% do 1,16% pod względem wartości). Wg A. Topińskiego, głównego ekonomisty BIK, obecne scenariusze makroekonomiczne rysowane przez rynek wskazują na wzrost należności nieregularnych (wartościowo) do około 2 – 2,5%. Dane pokazują, że mamy do czynienia z szybkim przyrostem kredytów nieregularnych, jednak nie jest to zjawisko bardzo duże. Najbardziej ucierpią kredytobiorcy, którzy zaciągali kredyty hipoteczne przy mocnej złotówce. Obecnie mogą mieć problem ze spłatą kredytów. Wzrost wskaźnika NPL/kredyty brutto do poziomu 2,5% nie przekracza naszych założeń dla kredytów w sektorze. Zaznaczyć należy, że mimo kilkunastoprocentowego wzrostu wskaźnika, grupa tych kredytów pozostaje najlepiej spłacaną grupą kredytów w sektorze. Im szybsze jednak tempo wzrostu portfela niespłacanych kredytów, w tym krótszym okresie będą tworzone rezerwy. Z perspektywy banków jest to mniej korzystne zjawisko niż stopniowy wzrost NPL rozłożony w czasie, przy którym możliwa jest absorpcja strat kredytowych na bazie rosnącego wyniku operacyjnego.

Straty na walutowych kontraktach terminowych

Wg. danych KNF negatywna wycena z tytułu zaangażowania przedsiębiorstw w opcje walutowe osiągnęła na dzień 13 lutego ok. 9 mld PLN, a ujemna wycena z tytułu pozostałych walutowych instrumentów pochodnych - ok. 7 mld PLN (transakcje forward) oraz ok. 2 mld PLN (swapy). Ok. 80-85% przedsiębiorstw, które zawarły transakcje na instrumentach pochodnych, nie powinny ponieść z tego tytułu strat, ze względu na zabezpieczający przychody z eksportu charakter tych transakcji. Udział klientów zawierających transakcje spekulacyjne nie przekracza 10%, a koszty ponoszone przez sektor bankowy z tytułu zaangażowania w transakcje pochodne nie zagrażają wypłacalności banków. Wielkość ujemnej wyceny opcji, a przede wszystkim dane o udziale spekulantów w tej wielkości powinny zostać pozytywnie przyjęte przez inwestorów i poprawić sentyment do sektora bankowego. Należy pamiętać, że ujemna wycena opcji nie oznacza straty firmy - jeśli pozycja była zabezpieczająca. W przypadku spółek, które stosowały zabezpieczenie, a nie spekulacje czynnikiem ryzyka, może być mniejszy wolumen zabezpieczonej sprzedaży eksportowej wynikający z recesji na rynkach

zagranicznych, jednak skala tego zjawiska nie powinna być już znacząca. 13 lutego kurs EUR/PLN sięgał 4,6393. Na koniec marca wynosił 4,7013. Ujemna wycena kontraktów terminowych wzrosła w relacji do szacunków KNF z 13 lutego br. Wynika to z osłabienia PLN względem EUR pod koniec marca. Niestety koniec kwartału jest również okresem rozliczeń dla dużych transz kontraktów terminowych firm. Wpływa to niekorzystnie na poziom kursów walutowych. Według naszych szacunków, na podstawie informacji przekazanych przez KNF ujemna wycena wszystkich kontraktów wynosiła około 19 mld PLN przy kursie 4,7013 EUR/PLN (przyjmując, że żadne z nich nie zostały zamknięte i rozliczone w okresie między komunikatem KNF a końcem kwartału). Uważamy, że przy takim poziomie kursu walutowego skala odpisów banków powinna sięgnąć łącznie około 1 mld PLN przy założeniu, że banki obejmą rezerwami podobny odsetek transakcji jak w wynikach 4Q08 i jednocześnie odsetek zgodny z komunikatem KNF w kwestii skali spekulacji. Jest to nieznacznie mniej niż skala odpisów z tytułu zwiększonego ryzyka kontrahenta lub zapadłych i nierozliczonych zobowiązań klientów z tego tytułu zaksięgowana w wynikach za 4Q08. Zgodnie z danymi podanymi przez największe banki oraz te, które były aktywne na tym rynku, odpisano około 1,1 mld PLN. Istnieje jednak potencjał do podania niższej skali odpisów ze względu na fakt, że w okresie kwartału wiele spółek zawarło porozumienia z bankami, które skutkowały restrukturyzacją zobowiązań (zamiana zobowiązań na kredyty, rozłożenie płatności w czasie, dopasowanie ich do strumieni przepływów eksportowych, itd.).

Banki zamieniają opcje na kredyty

Coraz więcej banków proponuje firmom zamianę opcji walutowych na kredyt długoterminowy. To może być jedyny sposób, by uniknąć bankructwa. Wojciech Kwaśniak, były szef nadzoru bankowego, jest przeciwny gwarantowaniu przez państwo kredytów w zamian za opcje. To byłoby ryzyko tylko dla podatników. Banki proponują taką zamianę, jeśli firma dobrze rokuje mimo bieżących problemów finansowych. Dodatkowo klienci tacy mogą uzyskać dodatkowe przywileje (karencje w spłacie kredytu itp.) Praktyka stosowana przez banki pomaga i stara się minimalizować negatywny wpływ zarówno na wyniki banku jak i przedsiębiorstwa. Jednak przenosi część z ryzyk związanych z opcjami na ryzyko kredytowe. Można przypuszczać, że pula kredytów udzielonych przedsiębiorstwom na skutek problemów z opcjami, nie zostanie spłacona.

Współczynniki wypłacalności w bankach

Prasa pisała, że KNF oraz zagraniczne regulatory coraz częściej wspominają, że do liczenia współczynnika wypłacalności nie był brany pod uwagę dług podporządkowany. KNF wskazuje, że współczynnik wypłacalności w bankach powinien wynosić 10%. W poprzednich latach banki udzielały kredytów, jednocześnie wypłacając dywidendy, co powodowało systematyczny spadek współczynnika wypłacalności z 15% do 11% w ciągu trzech lat. Współczynnik wypłacalności sektora znajduje się powyżej poziomu 10%. Fakt, że w ostatnich latach współczynnik wypłacalności spadał nie wynikał ze złego podejścia banku, tylko z bardzo dużej nieefektywności banków, które utrzymują współczynnik wypłacalności na poziomach rzędu 15%. Niski współczynnik wypłacalności posiada tylko kilka banków. Polskie banki w bardzo ograniczonym stopniu wykorzystują dług podporządkowany. Uważamy, że międzynarodowi regulatorzy jeszcze długo nie wprowadzą takich zmian, aby dług podporządkowany nie był zaliczany do współczynnika. Stanie się to po przejściu burzy nad bankami, ale wówczas będziemy już żyli w świecie „po kryzysie”.

KNF nie wyklucza prawnego usankcjonowania wyższego współczynnika wypłacalności

KNF oczekuje od banków stworzenia bufora kapitałowego w wysokości co najmniej 2 punktów procentowych powyżej minimalnego 8% wymogu, który umożliwi rozwój akcji kredytowej. Komisja nie wyklucza, że ten poziom może zostać w przyszłości prawnie usankcjonowany. Zła informacja dla banków. Oznacza konieczność utrzymywania wyższego poziomu kapitału na finansowanie tej samej skali działalności, zatem przekłada się na niższą rentowność. Jednocześnie wskazać należy, że większość pokrywanych przez nas banków (z wyłączeniem Kredyt Banku), pokazały współczynnik wypłacalności powyżej 10%. Jednak usankcjonowanie współczynnika wypłacalności na poziomie 10% spowoduje, że banki będą chciały utrzymywać go z pewnym buforem bezpieczeństwa w relacji do minimalnego wymogu. Jednocześnie taki poziom oznaczałby w niektórych przypadkach konieczność emisji akcji. Minimalny poziom współp. wypł. Tier I to 6% (przepisy UE), a Tier II nie może stanowić więcej niż Tier I. Uważamy, że na razie jest to wyraz bardzo konserwatywnej postawy KNF. Zmiana prawna poziomu współczynnika wypłacalności fundamentalnie zmienia zasady funkcjonowania banków. Aby wprowadzić takie zmiany potrzeba czasu. Może się okazać, że wyższe wymogi zostaną wprowadzone już po fakcie.

KNF – banki nie mogą podwyższać marż

KNF w odpowiedzi na zapowiedzi niektórych banków zamierzających weryfikować wartość zabezpieczeń na portfelu kredytów hipotecznych. W momencie pogorszenia się wartości zabezpieczenia banki proponują spłatę części zadłużenia, przedstawienie dodatkowych

zabezpieczeń lub podwyższenie marży kredytowej (w Polbanku o 0,5%). KNF wskazuje na zasadę równości stron przy zawieraniu umów. W tym momencie banki łamią taką zasadę. Według nadzoru takie działania mogą świadczyć o niedostatecznej jakości zarządzania ryzykiem kredytowym. Zapowiada monitoring tego typu banków, szczególnie tych o „podwyższonym portfelu ryzyka”. Banki szukają wyjścia z trudnej sytuacji w jakiej się znalazły. Koszt finansowania akcji kredytowej znacznie wzrósł. Długoterminowy kredyt (często na 30 lat, jednak średnia duracja w sektorze to 7 – 10 lat) jest finansowany z krótkoterminowych zobowiązań. Banki obniżając marże w poprzednim cyklu nie liczyły się ze wzrostem kosztu pozyskania środków. KNF powołuje się na wiele słusznych argumentów, m.in. na równość stron, czy to jak banki przystępują do rozmów z klientami. Jednak zapomniał o jednym. Klient zaciągający kredyt hipoteczny musiał zapoznać się z ryzykiem z jakim wiąże się zaciąganie kredytu walutowego. Klient musiał zaakceptować fakt, że przez okres kredytowania mógł na tym zarówno zyskiwać jak i tracić. Dostał do ręki pismo z wyliczeniami pokazującymi tzw. „stres testy”. Jednak zdaje się, że banki nie czytały tego pisma. Na razie do akcji przystąpił Polbank, który jednak nie podlega polskiemu nadzorowi bankowemu (jest oddziałem banku w Grecji, działa na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego). Dodatkowo spłata części kredytu przy obecnym poziomie kursów walutowych to wyraźna strata dla klienta. Czy bank postawi do dyspozycji dodatkowe środki, jak PLN się umocni? Banki próbują ugrać coś dla siebie, jednak nie wiemy na ile skuteczne to się okaże.

NBP obniżyła stopy o 25 pb

W krótkim terminie ma to negatywne przełożenie na wyniki banków. Trwa walka o depozyty klientów detalicznych i wiele lokat założonych w ostatnim kwartale ub.r. jeszcze nie wygasła. Jednocześnie RPP bardzo szybko obniżała stopy. Kolejna obniżka to kolejny cios w krótkoterminowe przychody. Jednocześnie w długim terminie decyzję należy traktować pozytywnie. Wpłynie to m.in. na koszt pozyskania pieniądza w przyszłości (zapadanie lokat, rewizja poziomu oprocentowania), koszt kredytu (niższe raty pomogą jakości pożyczek, rośnie zdolność kredytowa potencjalnych klientów).

NBP uruchomi nowe instrumenty, aby zwiększyć płynność i aktywność banków

NBP rozszerzy dotychczasowe oraz wdroży nowe instrumenty, mające na celu zwiększenie płynności sektora bankowego i pobudzenie aktywności banków. Średni stan zadłużenia banków z tytułu operacji objętych Pakietem zaufania wynosi obecnie: dla operacji repo 12,2 mld PLN, a dla transakcji swapów walutowych 2,3 mld PLN. Ponadto NBP zasilił system bankowy kwotą ponad 8 mld PLN poprzez wcześniejszy wykup obligacji. Dobra informacja. Aktywność NBP na pewno pomoże, ale za wcześnie oceniać skutki działań, nie znając jeszcze konkretnych planów. Raczej przesądzone wydaje się już jednak obniżenie stopy RO, którego skutki są obecnie analizowane przez NBP. W ramach tych zapowiedzi, Prezes NBP informował, że bank centralny weźmie pod uwagę dodatkowe możliwości poprawy płynności systemu bankowego i m.in. wydłuży wkrótce poziom finansowania operacji repo z trzech do sześciu miesięcy.

Banki znów ulokowały miliardy złotych w NBP

NBP zebrał w piątek z rynku międzybankowego 16,5 mld PLN w ramach emisji bonów pieniężnych. Popyt na instrumenty wyniósł 48 mld PLN, ale jak tłumaczą ekonomiści, kwota ta była tak wielka, bo banki spodziewały się wysokiego stopnia redukcji ofert. I rzeczywiście – wyniosła ona 65%. Oprocentowanie jednotygodniowego depozytu było takie jak wysokość stopy referencyjnej NBP i wyniosło 3,75%. Z powodu trwającego od miesiąca ograniczenia podaży bonów przez NBP banki komercyjne muszą szukać innych dróg lokowania nadwyżek – albo pożyczają je innym bankom, ale tylko na bardzo krótkie okresy, albo lokują je w banku centralnym, dostając za to równowartość stopy depozytowej (2,25%). Innym rozwiązaniem jest kupno bonów emitowanych przez Ministerstwo Finansów. Naszym zdaniem za wcześnie, aby wolne środki trafiły na rynek kredytowy. Uważamy, że zwiększy się popyt na dług państwa.

Duże banki kończą walkę o depozyty?

W tabelach najatrakcyjniejszych lokat nie ma obecnie PKO BP, BZ WBK czy ING BSK. Jednak wojna depozytowa trwa. W wyścigu biorą udział głównie mniejsze banki, które wcześniej agresywnie sprzedawały kredyty. Obecnie najwięcej za depozyty oferują Getin Bank i Polbank, czyli banki, które jeszcze do jesieni 2008 r. były jednymi z najaktywniejszych graczy na rynku kredytów hipotecznych. Jednak duże banki cały czas oferują część lokat na poziomie przekraczającym WIBOR. Uważamy, że wojna depozytowa będzie słabła, ale potrzebne do tego jest umocnienie złotówki i zapas środków na kontach banków (spadek relacji kredyty/depozyty i zapas płynności w bankach).

ZBP szacuje wzrost portfela kredytów w sektorze na 7% w 2009 roku

ZBP szacuje, że w 2009 roku akcja kredytowa dla podmiotów sektora niefinansowego wzrośnie o 7% do 642 mld PLN. Dodano, że dynamika kredytów dla gospodarstw domowych może być dwucyfrowa, a kredyty dla firm wzrosnąć mogą o 2-3%. Według danych przedstawionych przez ZBP na koniec 2008 roku kredyty wynosiły w sumie 599 mld PLN (+35,8% R/R). Optymistyczne założenia w relacji do naszych oczekiwań (zakładamy spadek portfela kredytów brutto, w

następstwie czego kredyty netto powinny spaść nieco mocniej (większe odpisy na kredyty nieregularne). Uważamy, że kredyty gospodarstw domowych wzrosną o około 7 – 8%, jednak banki w istotny sposób zmniejszą kredytowanie firm (spadek portfela o 13,5% w skali roku), nie odnawiając np. części linii kredytowych i wstrzymując podaż kredytów inwestycyjnych. Prognozy ZBP opierają się na kredytach netto.

Grozi nam załamanie kredytowe?

Zdaniem prezesa ZBP grozi nam załamanie akcji kredytowej. Potrzebna jest pomoc rządu w zmianach prawa ułatwiających dostęp do kredytu. Widać to już po kredytach hipotecznych – w styczniu udzielono ich zaledwie 11 tys., z czego 1 tys. to kredyty z dopłatą w ramach rządowego programu „Rodzina na swoim”. Średnia miesięczna sprzedaż w 2008 roku wynosiła przeszło 20 tys. W ubiegłym roku udzielono 290 tys. kredytów hipotecznych, podczas gdy w tym roku można liczyć na najwyżej 200 tys. ZBP zabiega o uelastycznienie ustawy o programie „Rodzina na swoim”. Podtrzymujemy prognozę sprzedaży 25 – 30 mld PLN kredytów hipotecznych w 2009 roku. Przy sprzedaży 30 mld PLN i 120 tys. udzielonych kredytów oznacza to średnią wartość kredytu na poziomie 250 tys. PLN, czyli poniżej dotychczasowej średniej. Uważamy nasze prognozy za bezpieczne. Istnieje potencjał do wyższej sprzedaży.

Zapotrzebowanie na kredyty zaczyna spadać

Zjawisko spadku zapotrzebowania na kredyt zaczyna być wyraźnie dostrzegane - ocenia Józef Sobota, szef Departamentu Statystyki w NBP. Z danych dotyczących nowo zawartych umów kredytowych wynika, że dynamika przyrostu akcji kredytowej będzie się zmniejszać. Podaż pieniądza (M3) w lutym wzrosła o 1,4% m/m i wyniosła 678,4 mld PLN. Wartość kredytów udzielonych przez sektor bankowy gospodarstwom domowym wzrosła o 2,7% m/m, zaś wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom wzrosła o 1,9% m/m. Oczekujemy nieznacznych przyrostów akcji kredytowej w 2009 roku, przede wszystkim w obszarze gospodarstw domowych.

Koniec rat 0% w sieciach handlowych

Sieci handlowe wycofują tego typu oferty z sieci handlowych. Oferta ta staje się obecnie dla sklepów coraz bardziej kosztowna na skutek wzrostu opłat i cen związanych ze współpracą z bankiem. Sklepy uwzględniały koszt kredytu ratalnego w marżach sklepowych produktów oferowanych w tym systemie sprzedaży. Jednocześnie banki nie dyktowały wysokich cen. Obecnie kredyty ratalne podążają za wszystkimi produktami kredytowymi: rosną ceny i wymagania banków na skutek wzrostu kosztu finansowania i ryzyka kredytowego.

Ograniczone zarobki na kredytach konsumpcyjnych?

Banki sygnalizują, że ograniczenia maksymalnych odsetek mogą gwałtownie wyhamować akcję kredytową w segmencie consumer finance. To skutki ustawy antylichwiarskiej. Z ankiety NBP wśród największych banków komercyjnych, aż 75% z nich przewiduje w tym roku dalsze silne zaostrzenie polityki kredytowej i niewielki spadek popytu na kredyty konsumpcyjne. Głównymi czynnikami ograniczającymi podaż kredytów jest wciąż drogie finansowanie i wzrost ryzyka związanego z udzielaniem pożyczek. Jeśli stopy NBP dalej będą spadały udzielanie tego typu kredytów stanie się nieopłacalne. Obecne ograniczenie oprocentowania to 22%.

Wysoki koszt finansowania walutowych kredytów hipotecznych

Banki, które zabezpieczały walutowy portfel kredytów hipotecznych za pomocą CIRS-ów, muszą część środków pozyskanych od klientów w formie depozytów przeznaczyć na zwiększenie depozytów w bankach dostarczających mu te instrumenty. Ogranicza to ich akcję kredytową i podnosi koszt finansowania. Część banków przyznaje, że to z tego powodu ograniczyły akcję kredytową w walucie. W najgorszej sytuacji są te banki, które w najbliższym okresie są zmuszone rolować znaczne zabezpieczenia na portfelu. Problem w pełnej skali pojawił się w październiku. Ograniczy to akcję kredytową i marżę odsetkową banków.

Polskie banki stracą 3 mld PLN na wzroście kosztów finansowania i ryzyku kredytowym?

Prezes PKO BP, J. Pruski, w prezentacji wygłoszonej na senackiej komisji finansów publicznych nakreślił negatywny scenariusz dla polskiego sektora bankowego, który zakładał, że sektor może w 2009 ponieść 2-3 mld PLN zagregowanej straty z powodu wzrostu kosztów pozyskania kredytu i ryzyka kredytowego. Zatem skonsumowany zostanie nie tylko prawie 15 mld PLN zysku wypracowanego w 2008 roku, ale banki pokażą straty. Jego zdaniem utrzymanie się napiętej sytuacji w dwóch głównych obszarach, może się jeszcze nałożyć na brak wyposażenia kapitałowego w 2010 roku. Zdaniem prezesa PKO BP Jerzego Pruskiego, działania antykryzysowe powinny polegać na wzroście podaży pieniądza, obniżce stóp procentowych, obniżeniu kosztów depozytów i systemu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa. Wypowiedź bardzo kontrowersyjna, jednak realna tylko w przypadku realizacji najgorszego ze scenariuszy, który zawierał również brak reakcji ze strony państwa, regulatora i inwestorów strategicznych. Naszym zdaniem polski sektor bankowy nie poniesie straty, choć możliwe jest to w przypadku kilku banków.

30,3 mln kart w sektorze

Polacy mają już 30,3 mln kart (wzrost o 14,3% R/R w 2008 roku). Zwiększa się również wartość transakcji (+12% R/R), choć jest ona najwolniejsza w historii. Najszybciej rozwijającym się obszarem kart, są ciągle karty kredytowe. Na koniec roku było ich 9,4 mln (+20% R/R). Karty kredytowe stanowią 31% wszystkich wydanych kart, jednak tylko 13,4% liczby transakcji i 9% ich wartości. W tym roku dynamiki wzrostu będą jeszcze mniejsze.

Sieć bankomatów wrosła o 2 tys. sztuk w 2008 roku

Ostatni raz tak duży przyrost notowaliśmy w 1999 roku. Na koniec roku ich liczba wynosiła 13,6 tys. Przybywa ich wraz z rosnącym popytem na usługi. W ub.r. wykonano 635 mln transakcji bankomatowych (+11% R/R). Obrót wartościowy sięgnął 232 mld PLN (+6% R/R). Rozwój sieci bankomatów w ślad za ekspansją sieci. Przychody z bankowości transakcyjnej będą w tym roku jedną z niewielu pozycji wzrostowych przychodów w bankach.

IDM SA kupi bank?

Dom Maklerski IDM SA otrzymał kilka ofert nabycia udziałów w bankach w atrakcyjnych wycenach i najprawdopodobniej zrezygnuje z zamiaru utworzenia własnego banku od podstaw, wynika z wypowiedzi przedstawicieli spółki. Propozycji było „pięć do dziesięciu”. Propozycje, które docierają do IDM SA z reguły zakładają transakcję związaną z dokapitalizowaniem banku. Spółka zakłada, że transakcja mogłaby być rozłożona w czasie, a IDM SA początkowo mógłby kupić pakiet mniejszościowy. Musiałby być to zdecydowanie mały bank. Nie dotyczy to banków notowanych na GPW.

Raifeisen Bank Polska – wyniki

Bank miał 315 mln PLN zysku netto w 2008 roku (+5% R/R). W 4Q08 zysk wyniósł 74,3 mln PLN. Portfel kredytów wzrósł 30,4% R/R (do 16,6 mld PLN), a portfel depozytów wynosił 15 mld PLN (+26,4% R/R). Suma bilansowa wynosiła 24,1 mld PLN (+39% R/R). CIR wyniosło 53,8%. ROE wyniosło 20,2%. Nie podano wpływu opcji na wynik 4Q08. Bank utworzył w 4Q08 152,5 mln PLN rezerw, ponad dwa razy więcej niż w 2007 roku. Po dokapitalizowaniu (245 mln PLN) współczynnik wypłacalności sięgnął 10,1%, po 3Q08 było to już 9,4%.

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. Ciekawostka z rynku.

Czy zmiany w działalności BGK okażą się nieskuteczne?

Zmiany prawne mające na celu zwiększenie aktywności BGK na polu poręczeń i zwiększenia dostępności pieniądza dla firm mogą okazać się nieskuteczne. W proponowanych zmianach zawarto zapis o wyłączeniu BGK z konieczności przestrzegania norm ostrożnościowych przewidzianych w prawie bankowym. Dzięki temu BGK nie musi badać zdolności kredytowej klientów, dzieląc się ryzykiem z bankiem, z którym podpisze umowę. Może to spowolnić całą procedurę udzielania poręczeń. Podtrzymujemy wcześniejsze komentarze: działanie w dobrym kierunku, czekamy na efekty operacyjnego wdrożenia nowych zasad.

68,3% Polaków ma konto osobiste

Money Track podało, że 68,3% Polaków ma konto osobiste w banku. 53,7% Polaków deklaruje, że nie ma oszczędności. Najwięcej z nich odkłada na czarną godzinę (29,5%), tylko 7,6% na przyszłe inwestycje. 67,8% nie widzi szans na poprawienie swojej sytuacji materialnej. Dalej jest potencjał do wzrostu nasycenia klientów produktami bankowymi. Jednak w dobie kryzysu będzie to trudne, gdyż spada zaufanie do sektora.

Bank Pocztowy podwoi portfel kredytowy w ciągu 2 lat, liczy na dokapitalizowanie

Bank Pocztowy ma środki na podwojenie portfela kredytowego, co, według planów, nastąpić może maksymalnie w ciągu dwóch lat. W tym czasie bank liczy na dokapitalizowanie - poinformował Szymon Midera, wiceprezes zarządu banku. Obecnie współczynnik wypłacalności B. Pocztowego wynosi ok. 19%, a wskaźnik udziału kredytów w aktywach oraz relacja kredyty/depozyty nie przekracza 35%. Portfel kredytowy BP wynosi obecnie 1 mld PLN. Bank jest w stanie go podwoić bez dokapitalizowania. Na koniec 2008 roku saldo depozytów detalicznych wynosiło blisko 1 mld PLN, a portfel kredytów detalicznych 527 mln PLN. Kredyty w 2008 roku wzrosły o 31%, natomiast depozyty o 20%. Bank chce w 2009 roku udzielić kredytów detalicznych za około 550 mln PLN, z czego połowę stanowić mają kredyty hipoteczne. Nie jest to zagrożenie dla największych banków, jednak zawsze wzmaga konkurencję rynkową.

Raiffeisen nie udziela już kredytów w CHF

Raiffeisen International Bank Holding wstrzymuje udzielanie kredytów w CHF w Polsce, Rumunii, Chorwacji i na Węgrzech. Bank zawiesił też udzielanie kredytów hipotecznych na Ukrainie. Prezes dodał, że bank wstrzymuje przyjęcia do pracy nowych pracowników we wszystkich krajach. Bank zamierza zamknąć niektóre oddziały w Rosji i na Słowacji. Stepic podał, że bank zastanawia się nad sposobami umocnienia swojego kapitału i chce umocnić bazę kapitałową lokalnych banków. Dodał, że bank może pozyskać środki m.in. od EBOiR i EBI. Stepic ocenił, że kryzys finansowy potrwa trzy lata. Na rynku walutowych kredytów hipotecznych pozostało już niewiele graczy. Kolejna fala walutowych kredytów hipotecznych to być może kredyty w EUR, jednak dopiero w momencie gdy wyklaruje się sytuacja Polski w kontekście wejścia do strefy i uspokoją się zawirowania na globalnych rynkach finansowych.

Polbank ugiął się pod presją nadzoru

Dyrekcja oddziału zawiesiła rozmowy z klientami na temat zmian warunków umów kredytów hipotecznych. Sprawa dotyczy tysiąca klientów. Bank zwrócił się do KNF o interpretację wydanych w sprawie hipotek rekomendacji. Szefowie banku twierdzą bowiem, że postępowali zgodnie z obowiązującymi zaleceniami KNF, która apelowała wcześniej, by banki dbały o odpowiedni poziom zabezpieczeń. Stanowcza reakcja KNF może skłonić następne banki do wstrzymania się od podobnych działań. Zła informacja z perspektywy akcjonariuszy, gdyż oznacza brak możliwości poprawy marży kredytowej na istniejącym już portfelu. A koszt finansowania jest obecnie znacznie wyższy.

Swapy walutowe NBP zepsuły rynek?

NBP zaoferował bankom kilka miesięcy temu swapy umożliwiające finansowanie akcji kredytowej w EUR i CHF. Jednak NBP przyjmuje od banków depozyty i oprocentowuje je na bazie stopy depozytowej (obecnie 2,5%), a nie po stawkach WIBOR (obecnie ok. 4,3%). Zagraniczni gracze wykorzystują jednak sytuację i dopasowują swoje ceny do cen NBP. Oznacza to bardzo drogie refinansowanie akcji kredytowej w CHF i EUR. Będzie miało to przełożenie na duży spadek marży odsetkowej w bankach. Szczególnie w tych, które posiadają znaczną ekspozycję na portfel kredytów walutowych i jednocześnie nie posiadają finansowania bezpośredniego w walutach. W zależności od tego kiedy swapy będą zapadać będzie to miało różne przełożenie na marżę w poszczególnych bankach. Brak jest jednak informacji na temat, które pule swap'ów kiedy zapadają. Konieczność refinansowania obecnie portfeli kredytowych sprzedawanych w okresie boom'u mieszkaniowego może oznaczać nierentowność portfela kredytów hipotecznych.

BPH – Porozumienie ze związkami zawodowymi

Zarząd porozumiał się ze związkami zawodowymi w sprawie zasad na jakich odbywać się będą zwolnienia grupowe. Zwolnienia następować będą stopniowo do 31 lipca br. ograniczenie zatrudnienia obejmie nie więcej niż 488 pracowników. Zostały uruchomione dodatkowe działania umożliwiające zwalnianym uzyskanie pomocy w zakresie przekwalifikowania kwalifikacji i odszkodowań uzależnionych od stażu pracy. Czekamy na informacje dotyczące tworzenia rezerwy restrukturyzacyjnej na zwolnienia. Oznacza to silną presję na wyniki BPH w 1Q09. Bank w ciągu kwartału będzie musiał utworzyć rezerwę restrukturyzacyjną na zwolnienie prawie 500 osób.

BPH – Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Peter Franklin zrezygnował z funkcji Członka Rady Nadzorczej.

BPH – GEMB negocjuje zwolnienia grupowe ze związkami. Pracę może stracić 846 osób

Bank, który w 3Q09 ma połączyć się z BPH podjął decyzję o zwolnieniach grupowych. Mogą one dotyczyć nawet 18% pracowników przed końcem sierpnia br. (846 osób spośród zatrudnionych 4735). Instytucja tłumaczy, że podjęła taką decyzję, żeby utrzymać biznes w dobrej kondycji, ochronić go przed wpływem niekorzystnych warunków rynkowych i osiągnąć zakładane cele. GEMB chce obniżyć swoje koszty o 10 -12% R/R nie tylko poprzez zwolnienia, ale również poprzez program oszczędnościowy w banku. Nowy plan połączenia z BPH będzie złożony w Komisji Nadzoru Finansowego w drugim kwartale. Czekamy na publikację zrewidowanego planu połączenia obu instytucji. Będzie się to wiązało z publikacją nowej strategii. Uważamy, że poprzednia przygotowana była w oparciu o nierzeczywiste obecnie założenia dla otoczenia rynkowego.

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 swapami) oraz koszty ryzyka kredytowego (szczególnie na portfelu kredytów konsumpcyjnych).

Getin Holding – DomBank znowu aktywny w kredytach hipotecznych

W grudniu i styczniu DomBank sprzedał kredyty o wartości zaledwie po 30 mln PLN miesięcznie. Dla porównania w rekordowym czerwcu 2008 było to 380 mln PLN. Przeciętny miesiąc to sprzedaż rzędu 200 mln PLN. W lutym bank sprzedał już jednak kredyty o wartości 74 mln PLN. Marzec powinien być lepszy, z liczby składanych wniosków można szacować sprzedaż na około 150 mln PLN. Bank planuje jednak redukcję zatrudnienia. Obecnie w DomBanku pracuje około 200 osób. Połowa to doradcy kredytowi, których cięcia nie dotkną (ich wynagrodzenie jest i tak silnie skorelowane z wynikami sprzedażowymi). Cięcia będą w obszarze backoffice i sięgną około 20% załogi. Jest to efekt wcześniejszych sukcesów po stronie zbierania depozytów. W tym roku akcja kredytowa jest uzależniona od poziomu oszczędności polskich gospodarstw domowych i firm.

Getin Holding – Wyniki Getin Holding wzrosną w 2009 roku?

L. Czarnecki powiedział, że wyniki Getinu Holding w 2009 roku mogą być lepsze niż w 2008 roku. Zapowiedział, że nie weźmie udziału w skupie akcji planowanym przez spółkę. Pod koniec marca akcjonariusze Getin Holdingu zdecydować mają o zwiększeniu programu skupu akcji własnych do 50 mln akcji z 4 mln akcji. Na pewno Getin International, nie wejdzie na warszawską giełdę w tym roku. Na Wschodzie, w Rosji i na Ukrainie jest bardzo źle, dużo gorzej niż w Polsce i to nie jest czas na upublicznienie. Taki scenariusz mógłby być rozpatrywany, dopiero po odwróceniu się koniunktury. Połączenie Getin Banku i Noble Banku jest w toku. Instytucje czekają na zgodę KNF. Całkowite połączenie operacyjne planowane jest na wrzesień 2009. Naszym zdaniem trudno będzie osiągnąć taki wynik w grupie Getin Holding. Główną przeszkodą będzie koszt finansowania (w całej grupie) i koszty ryzyka w ramieniu consumer finance Getin Banku. Mniejsze będą również wolumeny sprzedaży nowych kredytów

Getin Holding – Czarnecki sprzedaje Noble-Getin?

Niewykluczone, że bank, który powstanie po połączeniu Noble i Getin Banku zostanie wystawiony na sprzedaż – oświadczył Leszek Czarnecki, główny właściciel Getin Holdingu. Powiedział jednak, że na razie nie ma propozycji i nie są prowadzone negocjacje. A. Wiza z Getin Holding zaprzeczył jakoby bank miał zostać sprzedany. Wręcz przeciwnie, podkreśla, że połączenie Getin Banku i Noble Banku ma otworzyć drogę do przejęć. Nikt nie mówi, że bank zostanie sprzedany już. Reakcja przedstawiciela banku był chyba zbyt nerwowa. Tym bardziej, że właściciel sam mówi, że nie są obecnie prowadzone żadne negocjacje i nie ma żadnych propozycji. Rzeczywiście połączenie GB i NB ma służyć wg banków m.in. przejęciom kolejnych podmiotów. Jednak to również nie wyklucza sprzedaży w przyszłości. Wypowiedź L. Czarneckiego to raczej duży wybieg w przyszłość niezamykanie żadnych drzwi. Jest to również odpowiedź na pytanie dziennikarza, które mogło być tendencyjne.

Getin Holding – WZA proponuje akcjonariuszom buyback do 50 mln akcji

W jednej z uchwał na ZWZA zawarto zapis o opcjonalnym skupie do 50 mln akcji Getin Holding po maksymalnej wartości 5 PLN/akcję (łączna maksymalna pula na buyback to 250 mln PLN). Przedstawiciele banku tłumaczą to chęcią uzyskania „furtki” na wypadek zmiany sytuacji rynkowej. Jednak taka uchwała może wywołać sprzeciw KNF, który dąży do tego, aby banki zwiększały bufor bezpieczeństwa i pozyskiwały dodatkowe kapitały. GH zapewnia, że utrzymuje współczynnik wypłacalności na bezpiecznym, wysokim poziomie. 50 mln akcji to ponad 7% wszystkich akcji GH i 22% free floatu. Trudno oceniać na ile realne jest przeprowadzenie takiego procesu i czemu miałby służyć.

Noble Bank – Dywidenda z zysku za 2008 rok

Mimo wcześniejszej rekomendacji zarządu o wypłacie 99 mln PLN w formie dywidendy z zysku za 2008 rok, główny akcjonariusz Noble Banku, Getin Holding zgłosił na ZWZA za dywidendą na poziomie 45,2 mln PLN (wypłacone zostanie 29% skonsolidowanego zysku za 2008 rok). Zmiana poziomu dywidendy nastąpiła na skutek pisma z KNF zalecającego obniżenie dywidendy z zysku. DPS'08 wynosi 0,21 PLN/akcję i przy obecnej wycenie rynkowej (2,95 PLN/akcję) dają stopę dywidendy brutto na poziomie 7,1%. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 10 kwietnia 2009 roku, natomiast wypłata dywidendy nastąpi 30 kwietnia 2009 roku.

Noble Bank – Nie ma problemów z finansowaniem kredytów walutowych

Prezes Noble Banku zaprzecza spekulacjom rynkowym o przyczynach połączenia z Getin Bankiem. Mówiło się, że Noble Bank może mieć trudności z refinansowaniem portfela walutowych kredytów hipotecznych. Prezes, J. Augustyniak, powiedział że najwięcej instrumentów trzeba rolować pod koniec 2009 roku i w 1H 2010. Około 25% swapów mają na okres krótszy niż pół roku. Zapewnia również, że koszt swapów spada. W szczycie ich koszt przekraczał 200 pb, obecnie jest to około 150 pb. Dla banku nie jest również brak środków na „collateral” (depozyt zabezpieczający). Banki muszą lokować w banku dostarczającym swapy środki w PLN na depozyt. Według ostatniej symulacji bank będzie w stanie to robić nawet przy kursie CHF/PLN na poziomie 4,5. Jednocześnie około 20% oszczędności klientów Noble Banku to depozyty walutowe (EUR i USD). Bank przestał również udzielać kredytów walutowych



(X.2008), a udział kredytów walutowych spadł do poziomu 80%. Bank dyktował zupełnie inne marże i koszty kredytów, nakłada na klientów wyższy spread walutowy. Nawet mimo wzrostu kosztów finansowania portfel pozostanie rentowny. Większy problem dostrzegamy w bankach operujących na tzw. „mass market”, gdzie marże były znacznie niższe, a warunki finansowania są obecnie takie same. Jednak Noble Bank musi liczyć się ze spadkiem marży odsetkowej. Oprócz kosztu swapa należy jeszcze uwzględnić fakt wyższego kosztu pozyskania depozytów od klientów – wojna depozytowa.



BZ WBK (Kupuj)

Cena bieżąca: 68,6 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)	5 005,1
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*	1 395,2	1 575,9	13,0%	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	-0,6%
P/E	5,2	5,9		30,5		13,2		Zmiana ceny: 6m	-56,0%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-63,4%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	187,4
Dyid (%)	8,7	4,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Relacja kredyty/depozyty wynosiła 82% na koniec 2008 roku (średnia dla banków pokrywanych wynosiła 90%, w sektorze 120%). Jednocześnie utrzymuje bardzo bezpieczny poziom kapitałów (aktywa/kapitały własne 11,7, współczynnik wypłacalności 10,74%). Aby współczynnik wypłacalności spadł do poziomu 8% skala kosztów ryzyka musiałaby wynieść 6,7% (przy założeniu funduszy zaliczanych do Tier I z końca roku). Jest to jedna z największych koniecznych strat na tle innych banków (Bank Handlowy 12,6%, Pekao 7,4%, ING BSK 6,1%, PKO BP 5,1%). Bank nie uniknie negatywnego wpływu złej koniunktury makroekonomicznej (wysokie koszty ryzyka, spadek wolumenów kredytów i depozytów korporacyjnych, dalszy spadek przychodów z rynków kapitałowych, presja na marżę odsetkową), jednak uważamy, że wyjdzie z tego obronną ręką dzięki bardzo korzystnej strukturze bilansu i dużej efektywności kosztowej. Jednocześnie posiada jedną z najlepszych pozycji w zakresie skorzystania na poprawie koniunktury. Przemawia za tym efektywność kosztowa i zdywersyfikowany zakres działalności. Oczekujemy polaryzacji udziałów rynkowych w segmencie korporacyjnym. BZ WBK w ostatnim okresie zbierał pozytywne oceny w zakresie jakości usług na rzecz tej grupy klientów. Dodatkowo dzięki wyższemu niż kredyty portfelowi depozytów może wyjść naprzeciw klientom korporacyjnym, w zamian oczekując skoncentrowania aktywności klienta w banku. Wycena rynkowa zdyskontowała już negatywny scenariusz dla BZ WBK. Rynek nie dyskontuje dźwigni jaka zostanie uruchomiona w momencie poprawy koniunktury. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Bank planuje dalszy rozwój sieci partnerskiej – BZ WBK Partner

BZ WBK planuje w 2009 roku otworzyć 100 oddziałów partnerskich, które będą działały pod szyldem BZ WBK Partner - poinformowała firma konsultingowa PROFIT system w komunikacie. Oprócz otwierania tych oddziałów bank prowadzi również rebranding dotychczasowych placówek agencyjnych (wcześniej placówki franszysowe działały pod szyldem Minibank). Na początku marca prezes BZ WBK informował, że w 2009 roku bank otworzy do 15 własnych placówek. Rozwój sieci franszysowej nie generuje bezpośrednich kosztów rzeczowych dla banku, podobnie jak rebranding. W tym roku bank ograniczy jednak bardzo mocno rozwój własnej sieci, kończąc program ekspansji z poprzedniego roku i otworzy około 15 placówek.

Zwołanie ZWZA

Bank zwołał ZWZA na 21 kwietnia br.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 36 PLN

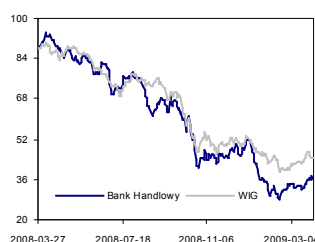
Cena docelowa: 36,9 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(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)	4 702,4
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*	990,3	912,0	-7,9%	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	5,9%
P/E	5,7	7,8		15,0		13,2		Zmiana ceny: 6m	-42,0%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-60,1%
D/PS	4,1	4,8		2,3		1,3		Max (52 tyg.)	94,5
Dyield (%)	11,4	13,2		6,4		3,7		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Zarząd banku będzie rekomendował zatrzymanie całości zysku za 2008 rok na poczet kapitałów. Jest to negatywne zaskoczenie w relacji do naszych oczekiwań (założenie wypłaty połowy zysku). Bank utrzymuje płynność bilansu, wprowadził jako pierwszy (jeszcze w 1Q08) program zwolnień grupowych. Jednak bank w znacznym stopniu zależny jest od koniunktury w segmencie korporacyjnym, a to oznacza w tym roku spadek wolumenów (zarówno kredytów jak i depozytów), co spowoduje spadek przychodów. Bank ekspozycyjny jest w znacznym stopniu na ryzyko kredytowe, co będzie dodatkowo negatywnie wpływało na wynik brutto. Bank Handlowy reprezentuje premię w wycenie względem ING BSK na poziomie 29% (P/BV'09 na poziomie 0,8 vs. 0,6 w przypadku ING BSK). Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

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.

Rada Nadzorcza będzie rekomendowała niewypłacalnie dywidendy z zysków za 2008 rok

Rada Nadzorcza banku zarekomendowała, by z zysku osiągniętego w 2008 roku nie wypłacać dywidendy dla akcjonariuszy. Negatywne zaskoczenie. Naszym zdaniem Bank Handlowy był zdolny do wypłaty dywidendy, biorąc pod uwagę współczynnik wypłacalności, ekspozycję na kredyty, płynność (kredyty/depozyty) i niską skalę zalewarowania kapitałów aktywami. Oczekiwaliśmy dywidendy na poziomie 2,29 PLN/akcję.



ING BSK (Kupuj)

Cena bieżąca: 208,9 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)	2 717,8
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*	640,2	580,4	-9,3%	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	14,7%
P/E	4,3	6,1		32,7		6,8		Zmiana ceny: 6m	-56,8%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-60,6%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dywid (%)	13,4	5,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Bank wyceniany jest przy P/BV'09 na poziomie 0,6. Pod tym względem jest jednym z najtańszych banków notowanych na GPW. Wykazuje znaczne dyskonto w relacji do Banku Handlowego (0,8). Oba banki nie wypłacają dywidendy z zysku. Wycena ustępuje jedynie Bankowi Millennium (0,6) i Kredyt Bankowi (0,5). Na tle Banku Handlowego, podobnie jak on posiada silne ramie korporacyjne po stronie kredytowej, jednak bazę depozytową budują klienci detaliczni, którzy w tym roku będą motorem wzrostu całego portfela. Oczekujemy relatywnie mniejszej presji na marżę odsetkową w ING BSK w wyniku: (i) braku konieczności dalszej walki o klienta ze względu na niską relację kredyty/depozyty, (ii) wysokiej ofercie depozytów w poprzednich latach – relatywnie niższy wzrost kosztu finansowania. Bank będzie eksponowany na ryzyko kredytowe segmentu korporacyjnego, co jest uwzględnione w naszych prognozach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wywiad prezesa Bartkiewicza

Prezes Brunon Bartkiewicz w wywiadzie prasowym przyznał, że wynik odsetkowy banku w pierwszym półroczu może spadać ze względu na spadek marż na depozytach. W dalszej części roku wojna o depozyty powinna jednak słabnąć i wynik na tej działalności powinien rosnąć. Osłabnie także wynik prowizyjny ze względu na zmniejszenie dynamiki akcji kredytowej i niską sprzedaż funduszy inwestycyjnych. W tym kontekście, aby utrzymać zyskowność banku, Zarząd wprowadził w 4Q program oszczędnościowy koncentrujący się przede wszystkim na ograniczeniu wydatków na ekspansję. Nie wyklucza też redukcji zatrudnienia, choć na razie nie było zwolnień grupowych. W 1Q'09 bank przeklasyfikował posiadane euroobligacje, aby strata z 4Q już się nie pogłębiała, aczkolwiek w pierwszych miesiącach tego roku bank ponosił jeszcze koszty wzrostu ryzyka niewypłacalności polskiego rządu. Bartkiewicz w 1Q'09 spodziewa się także kolejnych odpisów z tytułu ryzyka oferowanych opcji walutowych.

Zarząd ING BSK zaproponuje niewypłacanie dywidendy z zysku za '08

Zarząd ING BSK zaproponuje akcjonariuszom zatrzymanie całych zysków za 2008 rok na poczet kapitałów. ZWZA zaplanowane jest na 3 kwietnia. Zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Bank liczy na wzrost liczby kart o 200 tys.

Bank liczy, że w 2009 roku liczba jego kart płatniczych wzrośnie o ponad 200 tys., podczas gdy rok temu portfel ten zwiększył się o 226 tys. sztuk. Obecnie ING posiada 2 mln kart, z czego 1,6 mln stanowią karty debetowe, a 278 tys. kredytowe. Wartość transakcji kartami płatniczymi w ING w 2008 roku wyniosła 103 mln PLN i wzrosła r/r o 20%.



Kredyt Bank (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 5,9 PLN

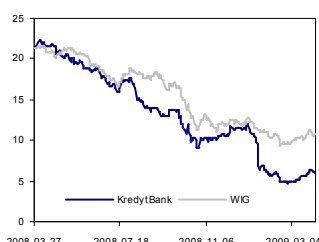
Cena docelowa: 4,1 PLN

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)	1 602,8
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*	468,1	531,3	13,5%	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	20,4%
P/E	4,1	4,9		151,8		32,7		Zmiana ceny: 6m	-54,0%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-73,2%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	22,4
Dyid (%)	6,3	8,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Informacje wpływające na rynek na temat Kredyt Banku wpisują się w nasze oczekiwania. Bank wycofał się zupełnie z kredytów walutowych dla segmentu detalicznego (kredyty hipoteczne) oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Osłabienie złotówki przekłada się na rewaluację ponad połowy portfela kredytowego banku. Kolejnymi negatywnymi informacjami są doniesienia o znacznym ograniczeniu tegorocznej akcji kredytowej. 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. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Jak będzie trzeba KBC uratuje Kredyt Bank

Jan Vanhevel, z belgijskiego KBC, odpowiedzialny za inwestycje grupy w Kredyt Banku powiedział w wywiadzie dla *Rzeczpospolitej*, że KBC jest zdeterminowane, aby utrzymać swoje inwestycje w Polsce. Kredyt Bank będzie kontynuował ostrożny wzrost portfela. Według niego przy uzyskaniu pomocy od rządu belgijskiego nie było warunków o ograniczeniu pomocy dla spółek zależnych KBC. Jeśli będzie taka potrzeba, KBC będzie wspierał Kredyt Bank. Konsekwencje problemów Kredyt Banku w przypadku braku wsparcia ze strony KBC byłyby znacznie poważniejsze z punktu widzenia inwestora niż konieczność uruchomienia dodatkowych środków. Z perspektywy inwestora niekorzystne byłoby dokapitalizowanie Kredyt Banku, gdyż oznaczałoby rozwodnienie EPS. Znamienne traktować należy wypowiedzi przedstawicieli KBC na łamach polskiej prasy. W ostatnim okresie grupa bardzo rzadko odnosiła się do swoich inwestycji w Polsce. Ważna deklaracja, która może m.in. uspokoić obawy nie tylko rynku, ale również regulatora.

Wycofał ofertę 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 sprostować 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.

Kredyt Bank przestał udzielać kredytów? – Bank demantuje

Prasa donosiła, że Kredyt Bank w wewnętrznym piśmie nakazuje ograniczenie kredytów. Według doniesień było to wynikiem nakazu płynącego z KBC. Bank demantuje te doniesienia. Twierdzi, że w dalszym ciągu ma pełne wsparcie inwestora strategicznego, a akcja kredytowa Kredyt Banku w ciągu dwóch miesięcy 2009 roku wzrosła o 7,7%, a wartość portfela kredytowego na koniec lutego wyniosła około 30 mld PLN. Kredyt Bank liczy, że jego depozyty w 2009 roku wzrosną w tempie dwucyfrowym, a dynamika kredytów może być jednocyfrowa. W lutym bank pozyskał więcej depozytów niż w styczniu. Naszym zdaniem ziarno prawdy w



doniesieniach prasowych może być. Bank już wcześniej oficjalnie wycofał się z udzielania kredytów w walutach zarówno dla klientów indywidualnych jak i małych i średnich przedsiębiorstw. Raczej mało prawdopodobne, aby bank w ogóle przestał udzielać kredytów, jednak mógł zdecydowanie ograniczyć akcję kredytową. Wzrost portfela do 30 mld PLN to w relacji do kredytów netto + 3,3 mld PLN, a w relacji do kredytów brutto wzrost o 2,34 mld PLN. Kursy CHF/PLN i EUR/PLN wzrosły od końca roku o prawie 12%, na dzień podania przez bank wolumenów kredytów osiągniętych w 2009 roku. Zatem rewaluacja 56% portfela kredytów brutto banku daje wzrost portfela na poziomie 1,85 mld PLN od końca 2008 roku. Wyraźnie widać zatem, że bank dalej udziela kredytów, jednak w bardzo ograniczonym zakresie.

Obniżenie i wycofanie ratingu banku

Agencja Fitch obniżyła rating indywidualny dla Kredyt Banku do "D" z "C/D", potwierdzając pozostałe ratingi. Agencja uzasadnia, iż powyższa decyzja odzwierciedla pogorszenie warunków ekonomicznych w Polsce, które może skutkować niższymi przychodami oraz wyższymi kosztami ryzyka polskich banków. W tym kontekście, zdaniem Fitch, baza kapitałowa Banku zapewnia jedynie ograniczone zabezpieczenie w przypadku realizacji negatywnego scenariusza. Jednocześnie agencja wycofała wszystkie ratingi dla banku i nie będzie więcej ich wydawać. Kredyt Bank poinformował w komunikacie, że rozwiązał umowę o świadczenie usług ratingowych z agencją Fitch, ponieważ w najbliższym czasie nie zamierza pozyskiwać finansowania długoterminowego ze źródeł zewnętrznych, wymagającego posiadania ocen ratingowych. Zgadzamy się z argumentacją agencji. Jest ona zgodna z naszą konkluzją inwestycyjną dla Kredyt Banku zawartą w raporcie z 5 marca br.



Millennium (Trzymaj)

Cena bieżąca: 1,8 PLN

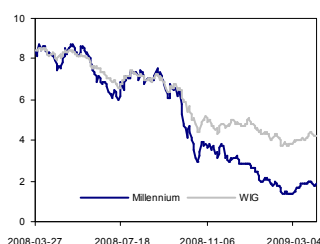
Cena docelowa: 1,7 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(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 (mln)	849,2
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		2,0%		1,9%		MC (cena bieżąca)	1 562,5
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*	651,1	657,0	0,9%	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	32,4%
P/E	3,4	3,8		340,8		20,2		Zmiana ceny: 6m	-70,6%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-78,8%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,7
Dyid (%)	9,2	10,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



Korzystne z punktu widzenia Banku Millennium czynniki, tj. umocnienie złotówki względem CHF (kredyty hipoteczne) oraz EUR (wycena kontraktów terminowych klientów korporacyjnych) nie utrzymały się w końcówce miesiąca. Poziom kursów walutowych ma przełożenie nie tylko na strukturę bilansu, poziom aktywów ważonych ryzykiem oraz skalę odpisów kredytowych. Jednocześnie niewiele zmienia się na plus w kontekście otoczenia makroekonomicznego. Uważamy, że istnieje ograniczony potencjał do pozytywnego zaskoczenia po stronie przychodów. Wycena rynkowa zdyskontowała już planowane ograniczenie wydatków. Pozytywami w relacji do naszych oczekiwań byłoby umocnienie złotówki, wyniki 1Q09 wskazujące na niższy poziom ryzyka kredytowego w relacji do naszych założeń. Kurs akcji wzrósł o 30% od czasu naszej ostatniej rekomendacji na temat Banku Millennium (5 marca br.). Obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Podwyższenie kapitału w banku Millennium?

Prezes zarządu w słowach do akcjonariuszy podczas ZWZA banku, odnosząc się do kwestii kapitałów, powiedział, że bank nie ma potrzeby podwyższania kapitałów, jednak w obecnej sytuacji trzeba być przygotowanym na taki scenariusz. Mimo że słowa zostały powiedziane w znacznie szerszym kontekście rynek interpretował to jako zapowiedź możliwego podwyższenia kapitałów, tym bardziej, że część serwisów informacyjnych cytując prezesa odwołały się tylko do części wypowiedzi. Naszym zdaniem Bank Millennium na obecną chwilę nie stoi przed groźbą podwyższenia kapitałów. Jednak jego wrażliwość na poziom odpisów jest jedną z większych w sektorze. Pozytywnie odebrać należy natomiast fakt, że zarząd jest przygotowany nie tylko na pozytywne scenariusze.

Kolejny bank pozwany przez UOKiK za umowy kredytowe

UOKiK skieruje do sądu pozew przeciwko bankowi Millennium. Urząd kwestionuje klauzule stosowane przez bank w umowach o kredyt hipoteczny. Przedstawicielka UOKiK powiedziała, że skierowanie pozwu jest kontynuacją działań, rozpoczętych przez Urząd. UOKiK skierował również pozew przeciwko BRE Bankowi. Urząd zakwestionował zawartą w umowach na kredyty hipoteczne klauzulę stanowiącą, że bank może zmienić niektóre warunki umowy. Rzeczniczka nie wyklucza, że bank Millennium może nie być ostatnim, pozwanym przez Urząd. UOKiK broni interesu społecznego. Kolejna instytucja, która może wstrzymać i znacznie ograniczyć pole manewru dla banków.

Pożyczka od inwestora strategicznego

Bank Millennium zaciągnął pożyczkę od BCP na kwotę 200 mln EUR w celu finansowania bieżącej działalności (prawie 900 mln PLN wg bieżącego kursu EURPLN). Spłata pożyczki ma nastąpić w kwietniu 2011 roku. Bank miał jedną z najwyższych relacji kredyty/depozyty spośród banków giełdowych. W tym roku w listopadzie wymagana będzie inna pożyczka z rynków zagranicznych (nie obejmował jej jednak BCP) w kwocie 555 mln CHF (ok. 1,6 mld PLN). Pożyczka nie będzie zaliczona jako kapitał podporządkowany. Jednym z argumentów może być np. obniżenie kosztów refinansowania portfela kredytów walutowych, gdyż w zamian za drogie swapy bank pozyskuje środki bezpośrednio w walucie.

ZWZA banku

ZWZA banku zdecydowało o pozostawieniu całości zysku wypracowanego w 2008 roku na poczet kapitału rezerwowego działając zgodnie z wcześniejszą rekomendacją zarządu banku o niewypłacie dywidendy.



Pekao (Kupuj)

Cena bieżąca: 83,3 PLN

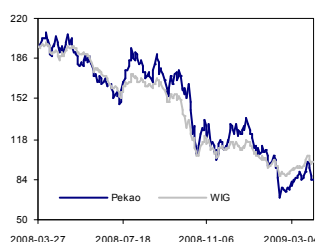
Cena docelowa: 129,9 PLN

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 (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,2%		3,1%		MC (cena bieżąca)	21 842,3
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*	4 509,5	4 535,0	0,6%	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	8,5%
P/E	6,1	6,2		15,9		11,3		Zmiana ceny: 6m	-51,4%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-58,6%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	208,4
Dyid (%)	10,8	11,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



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 (Ukraina, ekspozycja na segment korporacyjny, kredyty konsumpcyjne). 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. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zarząd Pekao będzie rekomendował zatrzymanie zysku w banku

Zarząd banku Pekao nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy z zysku za 2008 rok. Zysk ma zostać przeznaczony na zwiększenie funduszy banku. Zgodne z naszymi prognozami długoterminowymi dla Pekao.

UniCredit Bank – ukraińska jednostka zależna

Parkiet pisał o różnicy jakie w wynikach za 4Q08 wykazał Pekao z tytułu ekspozycji na Ukrainę względem innych polskich banków posiadających taką ekspozycję, PKO BP i Getin Holding. Oba banki odpisały zarówno wartość firmy jak i wykazały znaczne rezerwy kredytowe w tym obszarze. Pekao nie dokonało odpisu wartości firmy (był to projekt typu greenfield), jak i nie wykazało znacznych rezerw kredytowych. Z perspektywy zaangażowania polskich banków na rynku ukraińskim, oczekujemy przede wszystkim wysokich kosztów ryzyka kredytowego w 2009 roku. Zarówno w przypadku PKO BP jak i Getin Holdingu ekspozycje na ten kraj dawały dodatnią wartość firmy w bilansach tych banków, podczas gdy w Pekao ekspozycja nie generowała goodwill'u. Pekao miał niższe koszty ryzyka kredytowego na tle PKO BP i Getin Holding. Naszym zdaniem 2009 rok pokaże, czy rzeczywiście UniCredit Bank na Ukrainie ma znacznie lepszy profil ryzyka niż pozostałe banki. Oczekujemy rezerw kredytowych w Pekao z tytułu ekspozycji na Ukrainę. Zostanie to wykazane jako część rezerw w skonsolidowanym sprawozdaniu tej instytucji. Natomiast wartość bilansowa udziałów w UniCredit Bank, która z końcem 2008 r. wynosiła 657,35 mln zł, w przypadku dalszego pogarszania się sytuacji na Ukrainie może zostać w części odpisana.

Obniżenie ratingu

Agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła rating dla banku Pekao do A-/A-2 z A-/A-1. Perspektywa ratingu jest stabilna. Obniżenie ratingu dla Pekao związane jest z obniżeniem ratingu dla Unicredit, głównego akcjonariusza Pekao. Odzwierciedla również oczekiwane przez agencje pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej w regionie Europy Środkowo – Wschodniej.

Pekao negocjuje z pośrednikami

Pekao renegocjuje wysokość prowizji, jakie firmy pośrednictwa finansowego dostają za sprzedaż jego produktów. Z naszych informacji wynika, że proponuje znacznie niższe stawki niż dotychczas. Przedstawiciele Pekao przyznają, że bank prowadzi rozmowy, ale tłumaczą, że chodzi o wprowadzenie nowych zasad, które umożliwiają większy udział pośredników w procesie udzielania kredytu. Nic dziwnego, że kolejny bank próbuje zatrzymać sprzedaż w ramach własnej sieci. Niestety pośrednicy postawieni przed takim wyborem zrobiliby dokładnie to samo. Następuje hermetyzacja grup finansowych w celu utrzymania jak największej efektywności działania przy znacznie gorszym otoczeniu rynkowym.



PKO BP (Kupuj)

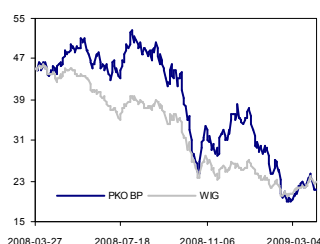
Cena bieżąca: 21,4 PLN Cena docelowa: 29,6 PLN

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)	21 430,0
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*	3 661,5	5 182,0	41,5%	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	10,5%
P/E	7,4	6,5		20,1		15,3		Zmiana ceny: 6m	-51,3%
P/BV	1,8	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-53,8%
D/PS	1,0	1,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dyid (%)	4,6	5,1		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%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Podniesienie opłat i prowizji

Zarząd PKO BP podjął już formalnie decyzję o podniesieniu taryf i opłat dla klientów indywidualnych m.in. za prowadzenie rachunku i przelewy. Nowy cennik będzie obowiązywał od maja i może zaowocować wzrostem kwartalnych przychodów banku o kilkadziesiąt mln PLN. To pierwsza od trzech lat zmiana opłat w PKO BP. Przedstawiciele banku twierdzą, że mimo to oferta i tak będzie konkurencyjna w porównaniu z innymi graczami.

Zwołanie NWZA

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

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. O jej rychłym zakończeniu pisaliśmy już w poprzednich miesiącach. Jej wyniki miały być znane kilka tygodni temu wg wcześniejszych doniesień. 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.

Wygasła MaxLokata – konkurencja chce przechwycić część środków

Wygasła już MaxLokata, na którą wpłacono 7,5 mld PLN, a uwzględniając zerwane umowy było to 6,8 mld PLN. Inne banki biorą pod uwagę ten fakt, przygotowując swoją ofertę lokat. PKO BP przygotowało jednak specjalną ofertę dla klientów MaxLokaty. Zdaniem przedstawicieli PKO BP 2,2 mld PLN już na pewno pozostanie w banku. Tłumaczy to ostatnie nasilenie promocji atrakcyjnych ofert depozytowych.

Nowy dyrektor zarządzający w pionie detalicznym

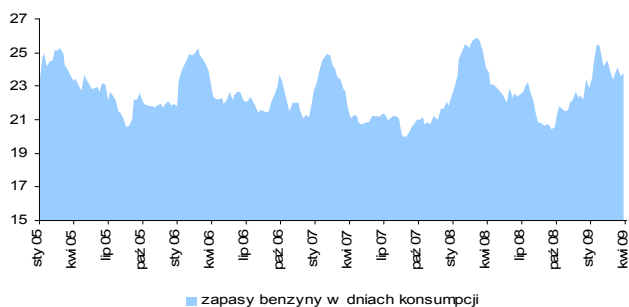
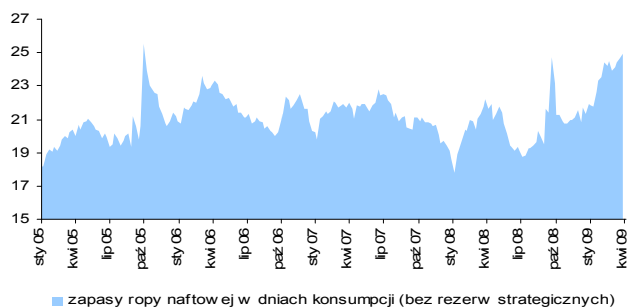
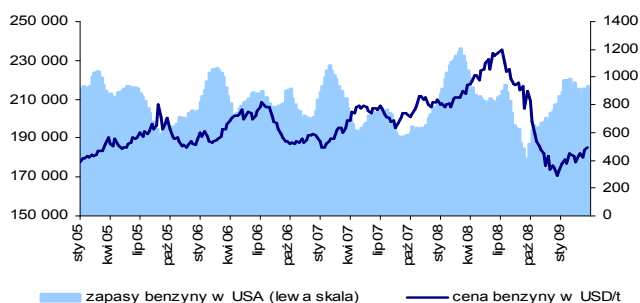
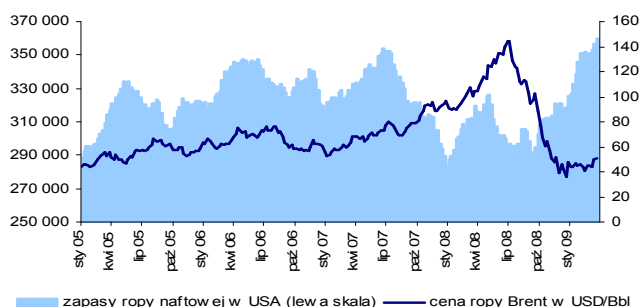
Został nim Wojciech Kuryłek. Przyszedł do banku z Amathus TFI. Wcześniej był prezesem BGK, dokąd przyszedł ze stanowiska głównego ekonomisty Kredyt Banku.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Zapasy ropy w USA znów rosną, siła popytu wciąż niepewna

W kolejnych tygodniach marca obserwowaliśmy systematyczny wzrost rezerw ropy naftowej w USA spowodowany przede wszystkim utrzymującym się niskim poziomem wykorzystania mocy rafineryjnych (średnio około 82%) oraz wyższym importem surowca (średni dzienny przywóz wyższy o 2,7% w relacji do lutego). Odczyty dotyczące popytu na paliwa gotowe przyniosły pewne negatywne sygnały (wyraźny bo aż 8% spadek konsumpcji paliw destylowanych), ale nie były to w naszej opinii informacje jednoznacznie pozwalające określić kierunek trendu na tym rynku w najbliższych miesiącach (popyt na benzynę utrzymał się na zbliżonym poziomie, a dynamika liczona r/r dla ostatnich 4 tygodni wynosi tylko -1,4%). Najbliższe tygodnie powinny już przynieść bardziej klarowny obraz siły popytowej na kluczowym rynku paliwowym świata, gdyż powoli rozpoczyna się sezon. Jeśli ujemna dynamika liczona r/r się nie powiększy będzie to w naszej opinii bardzo pozytywna informacja i może przyczynić się do kontynuacji wzrostu cen ropy. W przeciwnym wypadku notowania na dłużej mogą oddalić się od granicy 50 USD/Bbl.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



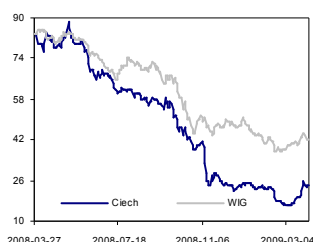
Ciech (Trzymaj)

Cena bieżąca: 23,9 PLN Cena docelowa: 34,2 PLN

Analitik: 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)	669,2
marża EBITDA	14,4%	12,5%		12,9%		13,0%		EV (cena bieżąca)	2 208,0
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	2,8	9,7		4,7		5,2		Zmiana ceny: 1m	44,6%
P/CE	1,6	2,4		1,8		1,8		Zmiana ceny: 6m	-53,4%
P/BV	0,5	0,8		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-70,0%
EV/EBITDA	3,7	5,2		4,4		4,4		Max (52 tyg.)	88,7
Dyid (%)	8,8	8,7		1,8		4,2		Min (52 tyg.)	16,4



Ciech, podobnie jak większość spółek chemicznych z GPW (ZAP, ZAT, Synthos) marzec może zaliczyć do udanych pod względem zachowania się kursu akcji (+44% vs. +11% WIG). W naszej opinii, choć korekta dotkliwych spadków z poprzednich miesięcy nie powinna być zaskoczeniem, to na razie trudno jest jeszcze formułować tezę o trwałej poprawie środowiska makro dla Ciechu w stosunku do 4Q'08. Spółka sygnalizowała co prawda znaczącą poprawę wolumenów sprzedaży w segmencie organicznym (spadek cen i efekt osłabienia złotego), aczkolwiek z drugiej strony pojawiają się sygnały o osłabieniu popytu w kluczowym dla Grupy segmencie sodowym. Pozytywnym katalizatorem dla kursu mogłoby być zapowiadane przez Zarząd podpisanie aneksu z bankami (kwestia przekroczenia kowenantów oraz konsolidacji zadłużenia), ale to może się przeciągnąć na kolejny miesiąc. Na razie utrzymujemy więc rekomendację neutralną, ale nie wykluczamy że stabilizacja głównych rynków produktowych Ciechu skłoni nas w najbliższych tygodniach do jej podniesienia.

Prokuratura zajmie się transakcją zakupu SWS

Obecny Zarząd po przeprowadzeniu audytów i zasięgnięciu opinii ekspertów zdecydował o złożeniu wniosku do prokuratury w sprawie nieprawidłowości przy transakcji zakupu niemieckich zakładów sodowych SWS, które naraziły Ciech na straty finansowe. Chodzi przede wszystkim o brak rzetelności przy audytowaniu przejmowanej firmy oraz rozwiązania prawne utrzymujące komfortową pozycję dotychczasowego właściciela, de facto uniemożliwiające sprawowanie kontroli nad SWS mimo większościowych udziałów w spółce. Z punktu widzenia akcjonariuszy Ciechu sprawa doniesień do prokuratury jest raczej neutralna i nie oznacza szansy na odzyskanie utraconych środków finansowych. Transakcja zakupu SWS od początku była uważana za nietrafione przedsięwzięcie i mocno przeplacone. Informacje ujawnione przez obecny Zarząd jeszcze bardziej utwierdzają w tej tezie. Niewiele to jednak zmienia. Ważne jest to, że niekorzystne umowy z Panem Jochenem Ohmem zostały już w dużej mierze uporządkowane i Ciech odzyskał pełną kontrolę nad niemieckimi aktywami.

Możliwe dalsze cięcia capex

Prezes Kunicki powiedział, że Zarząd dokona kolejnego przeglądu planów inwestycyjnych po zweryfikowaniu wyników I-go półrocza i jeśli okażą się one niesatysfakcjonujące, to Spółka ponownie ograniczy koszty i wydatki inwestycyjne. Zarząd zapowiada jednocześnie, że zagraniczne spółki sodowe w Niemczech i Rumunii po słabym 2008 roku, powinny wypracować zyski netto w tym roku. Gorzej wygląda sytuacja w segmencie organicznym, aczkolwiek nadal Ciech podtrzymuje plany znacznego wzrostu sprzedaży wolumenowej TDI (efekt przeprowadzonych inwestycji), choć przy znacznie niższych marżach niż rok wcześniej. Zaznacza jednak, że nie sprzedaje tego produktu poniżej kosztów wytworzenia. Gorzej pod względem wolumenów wygląda sytuacja w nawozach NPK i tutaj należy spodziewać się spadku wolumenów r/r.

Prezes optymistycznie o wynikach 1Q

Prezes Ryszard Kunicki w wywiadzie dla PAP powiedział, że wyniki Ciechu za 1Q'09 będą znacznie lepsze niż w 4Q'08, ale mogą nieco odbiegać od zysków z 1Q'08. Rok temu w 1Q Spółka zarobiła na poziomie EBIT 158 mln PLN i 94,5 mln PLN na poziomie netto, w 4Q'08 wynik EBIT wyniósł natomiast -6 mln PLN, a netto -45,4 mln PLN. Rozbieżność między tymi wielkościami jest więc znacząca i wydaje się, że sugestia Prezesa była trochę zbyt optymistyczna. W naszej opinii, wynikającej z sygnałów dotyczących sprzedaży w styczniu i lutym, możliwe byłoby przekroczenie przez Ciech na poziomie EBIT 100 mln PLN po uwzględnieniu zysków ze sprzedaży kawern w kwocie około 20-30 mln PLN. Zysk operacyjny bez kawern na poziomie 80-90 mln PLN byłby jednak i tak informacją bardzo pozytywną.

Zgoda na sprzedaż nieruchomości na Powązkowskiej

Na marcowym WZA akcjonariusze wyrazili zgodę na sprzedaż nieruchomości przy ulicy Powązkowskiej, na której stoi przeznaczony do rozbiórki budynek byłej siedziby Ciechu. Cena wywoławcza zostanie ustalona na poziomie 25 mln PLN. Przetarg ma być ogłoszony w kwietniu i Spółka liczy, że do końca roku uda się tę transakcję zamknąć. Sprzedaż nieruchomości byłaby dobrą informacją dla akcjonariuszy.

Poszukiwania inwestora oficjalnie rozpoczęte

Ciech, ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn podpisały wielostronną umowę z Naftą Polską oraz jej doradcami finansowym (Raiffeisen wraz z Lazard&Co i BZ WBK) i prawnym dotyczącą realizacji procesu poszukiwania i wyłonienia inwestora lub inwestorów, którzy nabędą akcje tych spółek (możliwy także udział w podwyższeniu ich kapitału i wsparcie przy akwizycji Anwilu). Proces obejmuje w szczególności fazę przygotowawczą, ogłoszenie zaproszenia do rokowań na sprzedaż akcji ZAT, ZAK i Ciech należących do Skarbu Państwa oraz Nafty Polskiej, negocjacje z wybranymi potencjalnymi inwestorami prowadzone przez Naftę Polską. Umowa nie jest zaskoczeniem, a raczej materializacją wcześniejszych zapowiedzi resortu skarbu. Ewentualnych efektów tych prac należy się jednak spodziewać raczej w drugiej połowie roku.

Prezes zapowiada umowy z bankami na przełomie kwietnia i maja

Prezes Ryszard Kunicki poinformował, że negocjacje z bankami w sprawie restrukturyzacji i konsolidacji zadłużenia spółek z Grupy Ciechu powoli dobiegają do finału i ostateczne podpisanie umów będzie możliwe na przełomie kwietnia i maja. Zarząd zintensyfikuje działania dezinvestycyjne, które mogą objąć szerszą grupę podmiotów w stosunku do tej już zapowiadanej (PTU, Polfa, Cheman, nieruchomość na Powązkowskiej). Porozumienie z bankami na pewno znacząco uporządkowałoby finanse Ciechu i pozwoliłoby na efektywniejsze zarządzanie płynnością. W tej chwili oczywiście będzie się to wiązało ze zgodą na wyższe marże, ale to nie będzie w obecnych warunkach stanowiło zaskoczenia dla rynku. Bez wątpienia umowa z bankami zostanie odebrana pozytywnie. W zależności od marży bankowej (300-400 punktów bazowych) i terminu zbycia części aktywów łączne koszty obsługi zadłużenia Ciechu mogą wynieść w tym roku od 100 do 130 mln PLN.



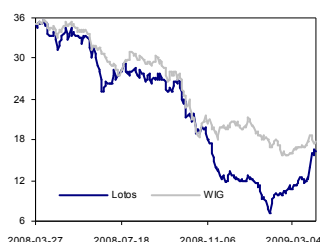
Lotos (Kupuj)

Cena bieżąca: 16,4 PLN Cena docelowa: 26,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 316,3	24,3%	12 165,8	-25,4%	19 029,5	56,4%	Liczba akcji (mIn)	113,7
EBITDA	1 019,9	174,7	-82,9%	959,2	449,0%	1 207,0	25,8%	MC (cena bieżąca)	1 864,7
marża EBITDA	7,8%	1,1%		7,9%		6,3%		EV (cena bieżąca)	7 437,0
EBIT	713,7	-141,6		544,4		507,9	-6,7%	Free float	41,2%
Zysk netto	777,2	-475,7		241,9		352,7	45,8%		
P/E	2,4			7,7		5,3		Zmiana ceny: 1m	51,9%
P/CE	1,7			2,8		1,8		Zmiana ceny: 6m	-35,9%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-53,7%
EV/EBITDA	2,6	31,2		7,8		7,7		Max (52 tyg.)	35,6
Dyid (%)	2,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Marzec był drugim z rzędu miesiącem, w którym kurs Lotosu zachowywał się znacznie lepiej od szerokiego rynku (+54% vs. +13% WIG20), a licząc od rekordowo niskich notowań ze stycznia cena akcji Spółki wzrosła już o ponad 120%. W naszej opinii średnioterminowy potencjał wzrostowy dla tej Spółki nie został jeszcze wyczerpany, aczkolwiek w krótkim terminie widzimy kilka czynników, które mogą skłonić część inwestorów do realizacji wypracowanych w ostatnich tygodniach zysków. W dużej mierze negatywny wpływ na bieżące notowania Lotosu może mieć oczekiwania dotyczące słabych nominalnie wyników za 1Q'09, które zostaną obciążone ujemnym efektem LIFO (około -45 mln PLN) oraz stratami na różnicach kursowych (-390 mln PLN na kredycie dolarowym i -163 mln PLN na hedgingu walutowym na parach USD/PLN i EUR/USD). Dodatkowe ryzyko w kwietniu może też generować trwający przestój remontowy ze względu na jego wyśrubowany harmonogram i możliwość pewnych opóźnień w ponownym uruchamianiu instalacji. Nadal jednak uważamy, że kolejne kwartały powinny przynieść systematyczną poprawę jakości i nominalu wyników finansowych. W dłuższym terminie inwestorzy powinni też w coraz większym stopniu dyskontować pozytywny wpływ zapowiadanych zmian w prawie o zapasach obowiązkowych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

MSP dementuje pogłoski o wznowieniu prac nad fuzją Orlenu i Lotosu

Wiceminister skarbu Krzysztof Żuk zdementował pogłoski, iż resort wrócił do prac nad koncepcją fuzji polskich koncernów paliwowych, co sugerowała prasa w kontekście rozpoczęcia prac nad aktualizacją strategii dla sektora. Taka fuzja jest obecnie mało prawdopodobna. Nadal obowiązujące jest stanowisko Nafty Polskiej, że po zakończeniu programu 10+, Lotos będzie mógł szukać inwestora strategicznego.

Rewolucyjny projekt przepisów o zapasach obowiązkowych

Według doniesień prasy, Ministerstwo Gospodarki pracuje nad nowelizacją przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych paliw płynnych. Nowy projekt, który ma przenieść obowiązek gromadzenia rezerw na agendę rządową i zdjąć to obciążenie ze spółek paliwowych ma być gotowy w czerwcu. Według jego założeń specjalna instytucja wykupiłaby także zgromadzone już zapasy obowiązkowe od poszczególnych firm, a w tym celu posiłkowałaby się kredytem z międzynarodowej instytucji finansowej. Koncerny paliwowe musiałyby tylko na wzór rozwiązań niemieckich czy węgierskich uiszczać opłaty celowe za utrzymanie tych zapasów. Wejście w życie takich rozwiązań byłoby bez wątpienia pozytywne dla Orlenu i Lotosu, nie tylko ze względu na wyeliminowanie tak dużych wahań EBIT implikowany przez efekt LIFO w środowisku zmiennej ceny ropy (widoczny również na nierotujących zapasach obowiązkowych), ale przede wszystkim poprzez uwolnienie ogromnych zasobów gotówkowych zamrożonych obecnie w kapitale obrotowym (także brak konieczności zwiększenia kapitału obrotowego przez Lotos w 2011, kiedy zapasy obowiązkowe będzie trzeba tworzyć od zwiększonej sprzedaży z roku 2010). Przypominamy, że koncerny muszą utrzymywać zapasy w wysokości 76 dni sprzedaży paliw, częściowo w ropie (około 65%) a częściowo w produktach gotowych (35%). Wartość zgromadzonych rezerw w Płocku to około 3,9-4 mld PLN, natomiast w Lotosie około 1,5-1,7 mld PLN (relatywnie więcej ze względu na wysoki poziom działalności importowej). Obecne otoczenie makro wydaje się sprzyjające do wykupu tych zapasów, gdyż ich wartość przy tych cenach ropy jest niska. Z drugiej strony znaczna część (ponad 60%) tych rezerw w koncernach była budowana do roku 2006, a więc po cenach zbliżonych (średnio) do obecnych. Można mieć zastrzeżenia oczywiście do tego, że na pozostałej części koncerny zanotowały stratę po spadku notowań ropy, ale ten fakt został już zdyskontowany w kursach akcji. Pozostaje teraz tylko czekać na konkretne kroki ze strony ministerstwa i rządu, bo wiadomo że dyskusja nad tym tematem trwa już od dawna i na razie nic się nie zmieniło. Resort Gospodarki potwierdził, że prace nad tym projektem zostały przyspieszone w związku z wysokim

prawdopodobieństwem wejścia w życie dyrektywy KE, do której państwa członkowskie będą musiały się dostosować.

MSP potwierdza prace nad przejęciem zapasów obowiązkowych

Minister Krzysztof Żuk potwierdził doniesienia prasowe o planach przejęcia przez państwo obowiązku magazynowania rezerw paliw, a MSP liczy iż w tym roku uda się rozwiązać kwestię finansowania tego przedsięwzięcia. Według resortu ten rok powinien być przełomowy dla tej kwestii.

Przestój remontowy rozpoczął się 13 marca

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, rafineria Lotosu rozpoczęła 13 marca 34 dniowy przestój remontowy, w czasie którego zostaną nie tylko przeprowadzone przeglądy i modernizacja obecnych instalacji, ale również nastąpi integracja „starej” rafinerii z nowym zakładem budowanym w ramach 10+. Sprzedaż produktów nie będzie w tym czasie wstrzymana, ale będzie prowadzona dzięki nagromadzonym zapasom i zakupom zewnętrznym. Remont będzie kosztował 78 mln PLN, a koszty te rozłożą się proporcjonalnie na I-szy i II-gi kwartał tego roku. Remont był już zapowiadany od dłuższego czasu i w komunikacie nie było informacji zaskakujących. W naszych prognozach koszty tego przestoju zostały uwzględnione. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że harmonogram i okres przestoju są dość napięte, co zwiększa ryzyko wydłużenia okresu przerwy w produkcji.

Nafta Polska do końca 2009 przekaże do resortu akcje Lotosu

Według wiceministra skarbu Krzysztofa Żuka, Nafta Polska (w 100% zależna od MSP Spółka zajmująca się prywatyzacją polskiego sektora chemicznego) ma zostać rozwiązana do połowy 2010 roku. Wcześniej, bo do końca tego roku, Nafta Polska ma przekazać do MSP udziały w polskich spółkach paliwowych, czyli 17,3% akcji Orlenu i 51,9% akcji Lotosu. Jeśli dojdzie do przekazania akcji Lotosu do MSP to może to oznaczać, że wbrew wcześniejszym przypuszczeniom planowana na połowę roku transakcja wniesienia aportem udziałów Petrobalticu tylko tymczasowo pozwoli rafinerii „uciec” od ustawy kominowej ograniczającej zarobki Zarządu. Przypominamy, że niedawno pojawiły się sugestie, że po tym aportie udział Nafty Polskiej zmniejszy się poniżej 50% na rzecz MSP i wówczas ustawa kominowa nie będzie już w Lotosie obowiązywała.

Spekulacje na temat możliwego wezwania ze strony MSP

Według spekulacji Parkietu, planowany na 1H'09 aport mniejszościowego pakietu Petrobalticu mógłby implikować konieczność ogłoszenia przez MSP wezwania na akcje Lotosu, gdyby resort w wyniku transakcji przekroczył próg 66%. W naszej opinii taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Wielkość aportu powinna być naszym zdaniem ustalona poprzez wycenę zarówno Petrobalticu, jak i samego Lotosu i przy ustaleniu liczby emitowanych do MSP akcji powinien zostać zastosowany parytet proporcjonalny. Według naszych szacunków wartość posiadanego przez Lotos 69% pakietu spółki wydobywczej (biorąc pod uwagę proporcje z naszej wyceny) stanowi około 35% kapitalizacji, czyli 490 mln PLN, co implikuje wartość pakietu MSP na 216 mln PLN. Taka wycena oznaczałaby konieczność emisji około 17,4 mln nowych akcji i zwiększenie udziałów MSP do 64% w podwyższonym kapitale Lotosu. Tym samym obowiązek wezwania ze strony ministerstwa by nie wystąpił. Informacyjnie podajemy tylko, iż średnia cena akcji Spółki za ostatnie 3 miesiące wynosi 11 PLN, a za 6 miesięcy 14,3 PLN.

Postulaty o obniżenie NCW odrzucone

Ministerstwo Gospodarki odrzuciło postulat Lotosu dotyczący obniżenia tegorocznego limitu na udział biokomponentów w sprzedaży paliw (Narodowy cel Wskaźnikowy), który wynosi obecnie 4,6%. Kolejną propozycją koncernów paliwowych, która pozwoliłaby uniknąć kosztownych inwestycji w nowe dystrybutory na stacjach jest podniesienie limitu na udział biokomponentów w standardowych paliwach sprzedawanych z nieoznakowanych dystrybutorów z obecnych 5% do 7-10%. Taki scenariusz będzie możliwy po wejściu w życie specjalnej dyrektywy unijnej. Może to nastąpić jeszcze w tym półroczu, ale ostateczna realizacja tych postanowień w Polsce może przeciągnąć się na rok 2010, co utrudni spółkom paliwowym spełnienie rocznych limitów. Podawane przez prasę kwoty niezbędnych inwestycji z tym związanych na poziomie 1 mld PLN, czyli 1-2 mln PLN na stację są w naszej opinii nieco przesadzone i oznaczałyby konieczność całkowitej przebudowy istniejących placówek. Rzeczywiście paliwa musiałyby być sprzedawane z oddzielnych dystrybutorów, ale w ostateczności można w tym celu wykorzystać już te istniejące, co na większych stacjach wydaje się możliwe. Większym problemem dla koncernów są naszym zdaniem koszty zakupu biokomponentów, które w obecnej sytuacji są droższe od ich ropopochodnych odpowiedników. Na razie za wcześniej jest jednak na szacowanie tego wpływu na roczne wyniki spółek paliwowych.

Wycena Petrobalticu w maju

Według podpisanej umowy MSP z doradcą, wycena Petrobalticu ma być gotowa w maju, a

proces wniesienia aportem do Lotosu pakietu należącego do resortu powinien być zakończony w tym półroczu. Taki harmonogram pojawiał się w zapowiedziach już wcześniej. Kluczowy będzie parytet wymiany akcji, ale ostatecznie wypowiedzi MSP o tym, iż po transakcji Skarb Państwa nie przekroczy progu 66% powinny uspokajać inwestorów. My szacujemy, że po transakcji udział MSP w kapitale koncernu zwiększy się do 64% poprzez emisję około 17 mln akcji.

WZA uzupełni Radę Nadzorczą

Na 27 kwietnia zostało zwołane NWZA, które ma dokonać zmian w Radzie Nadzorczej koncernu. Prawdopodobnie chodzi o uzupełnienie rady po rezygnacji Piotra Chajderowskiego z 10 marca, który został prezesem linii Centralwings.

Rada Nadzorcza wybierze „nowy” Zarząd w maju

Wiceminister skarbu, Krzysztof Żuk poinformował, że w maju rada koncernu zajmie się zapewne kwestią powołania Zarządu na nową kadencję, gdyż mandat obecnego kierownictwa wygaśnie wraz z ZWZA zatwierdzającym roczne sprawozdanie Spółki (publikacja 28 kwietnia). Jednocześnie minister powiedział, że nie ma żadnych zastrzeżeń do pracy obecnego Zarządu i uważa go za kompetentny do realizacji przyjętej bardzo dobrej strategii. Decyzja o tym czy będzie konkurs na Zarząd nowej kadencji czy też powołanie, należeć będzie do RN. Deklaracja MSP jest w naszej opinii pozytywna, gdyż wszelkie zmiany w kierownictwie Spółki na tym etapie prac nad 10+ mogłyby tylko wywołać niepotrzebne zamieszanie na rynku.



PGNiG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,3 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 (mIn)	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)	19 588,0
marża EBITDA	13,7%	12,7%		17,1%		21,4%		EV (cena bieżąca)	20 290,2
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	21,4	20,2		16,2		12,2		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	8,4	8,2		6,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	2,2%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-32,5%
EV/EBITDA	8,0	8,1		6,3		5,2		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	5,1	5,7		4,3		5,6		Min (52 tyg.)	3,0



Marzec, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, przerwał dobrą passę notowań PGNiG i pierwszy raz od kilku miesięcy Spółka zachowywała się gorzej od indeksu WIG20. Przyczyn takiego wyniku należy upatrywać w pojawiających się spekulacjach dotyczących możliwej wysokiej obniżki taryfy hurtowej postulowanej przez URE. Trudno w tej chwili przy tak zmiennym otoczeniu makro (szczególnie kursu USD/PLN) przewidzieć ostateczne rozstrzygnięcie prowadzonych z regulatorem negocjacji, ale w naszej opinii szanse na pozytywne dla Spółki decyzje są dość ograniczone. Według naszej wyceny potencjał wzrostowy akcji PGNiG w ujęciu absolutnym jest mocno ograniczony, a planowane na ten rok ogromne inwestycje zwiększające istotnie dług netto mogą dodatkowo zakłócać wizerunek Spółki jako podmiotu defensywnego i dywidendowego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Prezes o wynikach 1Q

Prezes Michał Szubski powiedział w wywiadzie radiowym, iż nie sądzi aby skonsolidowane wyniki PGNiG w 1Q'09 były lepsze niż te z 4Q'08. W naszej opinii tylko zdarzenia jednorazowe mogłyby doprowadzić do pogorszenia wyników Spółki q/q. W 1Q'09 gaz z importu ze względu na słabą złotówkę nie będzie co prawda tańszy niż w 4Q, ale PGNiG kupi go teraz znacznie mniej ze względu na problemy z dostawami ze wschodu, a dodatkowo zarobi na sprzedaży znacznie tańszego surowca nagromadzonego w magazynach. W pierwszych trzech miesiącach roku, dzięki sezonowemu wzrostowi popytu ze strony klientów detalicznych, lepszy wynik powinien wypracować segment dystrybucyjny.

Problem ukraińskiej spółki

Dewon- ukraińska spółka zależna PGNiG (koncern posiada w niej 36,8%) może stracić dostęp do koncesji wydobywczej Sachalinskoje, której potencjał szacuje się na 10 mld m³ gazu. Do tej pory Dewon korzystał z niej na podstawie umowy z państwową firmą NAK Nadra Ukrainy. NAK Nadra utraciła jednak koncesję 10 stycznia, gdyż została ona przyznana innemu podmiotowi. Sprawa nie jest jeszcze rozstrzygnięta i jest badana przez ukraińskie służby bezpieczeństwa. Do tej pory kapitał zakładowy Dewony wynosił równowartość 5 mln PLN, a w planach było podniesienie kapitału o 56 mln PLN. Zarząd PGNiG wstrzymał się jednak z decyzją dokapitalizowania ukraińskiej spółki do czasu wyjaśnienia kwestii koncesyjnych. O dotychczasowej działalności Dewonu nie wiele wiadomo. Wcześniejsze plany zakładały, że gaz wydobywany na Ukrainie miał trafiać rurociągiem do Polski. Na razie jednak nic z tego nie wyszło.

Negocjacje z URE w sprawie taryfy

W marcu napływało sporo nieoficjalnych doniesień o szczegółach negocjacji PGNiG z URE w sprawie nowej taryfy na gaz. Według tych informacji nowy cennik ma być ustalony na 12 miesięcy, ale na razie Spółka nie spełniła oczekiwań regulatora, co do obniżki cen. Początkowo URE postulowało o redukcję taryfy o kilka procent, ale teraz podobno oczekuje korekty o kilkanaście procent, jednocześnie godząc się na podwyższenie taryf dystrybucyjnych. Przeciągające się negocjacje oznaczają, że nowy cennik wejdzie w życie najwcześniej w maju. Opóźnienia w zatwierdzeniu taryfy w tym kontekście byłyby dobrą informacją dla PGNiG. Kluczową kwestią będzie jednak skala proponowanej obniżki. W naszej opinii utrzymanie kursu USD/PLN do końca roku na poziomie około 3,4 przy hipotetycznej obniżce cen gazu o 5% oznaczałoby, że PGNiG będzie w 2H'09 zarabiać na gazie z importu i w stosunku do naszego bazowego scenariusza EBIT obrotu rośnie nawet o 600 mln PLN. Do tego należałoby doliczyć ewentualne dodatkowe zyski spółek dystrybucyjnych. Z kolei obniżka o kilkanaście procent przy obecnym poziomie kursu walutowego byłaby równoważna z naszymi założeniami (uwzględniamy obniżkę o ponad 20%, ale niższy kurs USD/PLN). W obecnym zmiennym makro trudno będzie jednak wypracować kompromis między Spółką a regulatorem, a wszystko z

powodu niezrozumiałego założenia że taryfa musi być ustalona na 12 miesięcy. W sytuacji kiedy kurs USD/PLN zmienia się w ciągu tygodnia o 30 groszy (+9%) ciężko ustalić rozsądny poziom cen gazu dla całej gospodarki bez istotnego ryzyka zaszkodzenia polskiemu sektorowi chemicznemu.

Wywiad prezesa Hinc

W wywiadzie dla Parkietu, prezes Sławomir Hinc odpowiedzialny w PGNiG za finanse, potwierdził wcześniejsze deklaracje dotyczące tegorocznych wydatków inwestycyjnych Grupy na poziomie 5 mld PLN. Zarząd chce finansować ten capex w 60-70% ze środków własnych, a pozostałą część z kredytów oraz środków unijnych (głównie magazyny, gdzie udział finansowania z UE może sięgnąć 30-40%). Obecnie Spółka dysponuje linią kredytową na 600 mln EUR, która wygasa w czerwcu 2010 roku. Wówczas będzie trzeba ją refinansować, ale już na wyższą kwotę, co może oznaczać konieczność rozważenia emisji obligacji. Prezes potwierdził, że spodziewa się poprawy wyników PGNiG dopiero od 2Q'09, choć wiele w tym zakresie będzie zależało od URE. Rozmowy z regulatorem są jednak trudne, ale do pozytywnych rozstrzygnięć należy zaliczyć decyzję o wyodrębnieniu taryfy magazynowej, która będzie obowiązywać prawdopodobnie od lipca 2009. Prezes powiedział, że w 1Q'09 trudno będzie Grupie osiągnąć zysk, szczególnie na handlu gazem. W naszym ostatnim raporcie zwracaliśmy uwagę, że na bilansie PGNiG w związku z ogromnymi inwestycjami pojawi się dług netto, mimo iż spodziewamy się znacznej poprawy strumienia EBITDA r/r. Rzeczywiście dobrą informacją dla Spółki może okazać się wprowadzenie oddzielnych taryf za magazynowanie, gdyż w jeszcze większym stopniu usprawni to politykę taryfową i wprowadzi większą przejrzystość ustalania taryfy hurtowej. Jeśli chodzi o wyniki za 1Q'09 to Prezes jednoznacznie nie przyznał, że PGNiG zanotuje skonsolidowaną stratę. W naszej opinii raczej na rachunku wyników pojawi się zysk, ale głównie dzięki sezonowemu wzrostu EBIT w segmencie dystrybucyjnym.

Odkupienie udziałów w duńskiej koncesji

PGNiG odkupił od Odin Energi za 4 mln PLN 40% udziałów w duńskiej koncesji poszukiwawczej na złożu, którego zasoby są szacowane na 4,8 mld m³ gazu i 3,1 mln ton ropy. Po transakcji PGNiG posiada 80% w tej koncesji. Pierwszy odwiert poszukiwawczy na wspomnianej koncesji ma zostać przeprowadzony w 2010 roku.



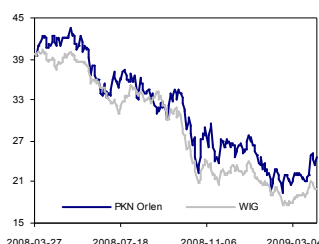
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 24,5 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 (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	3 249,0	-35,5%	5 260,5	61,9%	5 059,3	-3,8%	MC (cena bieżąca)	10 487,4
marża EBITDA	7,9%	4,1%		8,4%		6,8%		EV (cena bieżąca)	27 273,9
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	4,3			5,2		6,1		Zmiana ceny: 1m	13,8%
P/CE	2,2	5,7		2,2		2,3		Zmiana ceny: 6m	-27,9%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-40,0%
EV/EBITDA	4,4	7,9		5,2		5,5		Max (52 tyg.)	43,4
Dyid (%)	0,0	6,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Kurs PKN Orlen, mimo iż po kilku gorszych miesiącach w marcu wzrósł mocniej niż WIG20 to w naszej opinii nadal jest negatywnie obciążony jeszcze niewyjaśnioną kwestią aneksu umów kredytowych, na których zostały przekroczone kowenanty. Właśnie z tego względu sprzyjające otoczenie makro oraz informacja o możliwości korzystnej zmiany przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych nie zostały przez rynek w pełni zdyskontowane. Oczekujemy, że zgodnie ze wstępnymi zapowiedziami Zarządu do połowy kwietnia Orlenowi uda się pozytywnie zakończyć negocjacje z konsorcjum banków i to powinien być przyczynek do dalszych wzrostów kursu. Pierwszy kwartał tego roku może co prawda jeszcze przynieść słabe nominalnie wyniki w związku z ujemnym efektem LIFO (około -160 mln PLN) oraz wysokimi ujemnymi przeszacowaniami długu denominowanego w EUR (od -1 mld PLN do -1,2 mld PLN), ale eliminacja ryzyka związanego z wypowiedzeniem kredytów powinna te obawy zneutralizować, szczególnie w przypadku inwestorów zagranicznych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rewolucyjny projekt przepisów o zapasach obowiązkowych

Według doniesień prasy, Ministerstwo Gospodarki pracuje nad nowelizacją przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych paliw płynnych. Nowy projekt, który ma przenieść obowiązek gromadzenia rezerw na agendę rządową i zdjęć to obciążenie ze spółek paliwowych ma być gotowy w czerwcu. Według jego założeń specjalna instytucja wykupiłaby także zgromadzone już zapasy obowiązkowe od poszczególnych firm, a w tym celu posiłkowałaby się kredytem z międzynarodowej instytucji finansowej. Koncerny paliwowe musiałyby tylko na wzór rozwiązań niemieckich czy węgierskich uiszczać opłaty celowe za utrzymanie tych zapasów. Wejście w życie takich rozwiązań byłoby bez wątpienia pozytywne dla Orlenu i Lotosu, nie tylko ze względu na wyeliminowanie tak dużych wahań EBIT implikowany przez efekt LIFO w środowisku zmiennej ceny ropy (widoczny również na nierotujących zapasach obowiązkowych), ale przede wszystkim poprzez uwolnienie ogromnych zasobów gotówkowych zamrożonych obecnie w kapitale obrotowym (także brak konieczności zwiększenia kapitału obrotowego przez Lotos w 2011, kiedy zapasy obowiązkowe będzie trzeba tworzyć od zwiększonej sprzedaży z roku 2010). Przypominamy, że koncerny muszą utrzymywać zapasy w wysokości 76 dni sprzedaży paliw, częściowo w ropy (około 65%) a częściowo w produktach gotowych (35%). Wartość zgromadzonych rezerw w Płocku to około 3,9-4 mld PLN, natomiast w Lotosie około 1,5-1,7 mld PLN (relatywnie więcej ze względu na wysoki poziom działalności importowej). Obecne otoczenie makro wydaje się sprzyjające do wykupu tych zapasów, gdyż ich wartość przy tych cenach ropy jest niska. Z drugiej strony znaczna część (ponad 60%) tych rezerw w koncernach była budowana do roku 2006, a więc po cenach zbliżonych (średnio) do obecnych. Można mieć zastrzeżenia oczywiście do tego, że na pozostałej części koncerny zanotowały stratę po spadku notowań ropy, ale ten fakt został już zdyskontowany w kursach akcji. Pozostaje teraz tylko czekać na konkretne kroki ze strony ministerstwa i rządu, bo wiadomo że dyskusja nad tym tematem trwa już od dawna i na razie nic się nie zmieniło. Resort Gospodarki potwierdził, że prace nad tym projektem zostały przyspieszone w związku z wysokim prawdopodobieństwem wejścia w życie dyrektywy KE, do której państwa członkowskie będą musiały się dostosować.

MSP potwierdza prace nad przejęciem zapasów obowiązkowych

Minister Krzysztof Żuk potwierdził doniesienia prasowe o planach przejęcia przez państwo obowiązku magazynowania rezerw paliw, a MSP liczy iż w tym roku uda się rozwiązać kwestię finansowania tego przedsięwzięcia. Według resortu ten rok powinien być przełomowy dla tej kwestii.

Fitch obniżył rating

Agencja ratingowa Fitch obniżyła międzynarodowy długoterminowy rating kredytowy Orlenu z

BB-/negative outlook na BB+. Obniżony został także rating krótkoterminowy z F3 na B. Powodem zmian były wzrost zadłużenia netto w 4Q'08 oraz plany wydatków inwestycyjnych na lata 2009-13 w kontekście oczekiwanego pogorszenia się warunków rynkowych. Ratingi pozostają pod obserwacją w związku z naruszeniem przez Spółkę kowenantów kredytowych i ryzykiem postawienia niektórych kredytów w stan wymagalności. Obniżenie ratingów nie jest zaskoczeniem i wynika ze specyfiki funkcjonowania agencji ratingowych. Obniżenie wyników PKN w 4Q'08 i wzrost długu netto jest w dużej mierze rezultatem czynników niegotówkowych, tak więc w żaden sposób w naszej opinii nie zmienia sytuacji fundamentalnej Spółki w relacji do poprzedniego kwartału. Wpływ obniżenia ocen inwestycyjnych przez Fitch może mieć jednak negatywne skutki w kontekście prowadzonych z bankami negocjacji w sprawie naruszonych warunków umów kredytowych. Będzie to bowiem kolejny argument dla kredytodawców za podniesieniem marż.

Nie będzie podwyżek, porozumienie ze związkami

Zarząd PKN Orlen osiągnął porozumienie ze związkami zawodowymi, z którego wynika że w 2009 roku fundusz wynagrodzeń w Spółce zostanie utrzymany na niezmienionym poziomie. Związkowcy wycofali swoje roszczenia wzrostu płac o 10%. Uzgodniono, że pracownicy otrzymają tradycyjne świadczenia w postaci nagród jednorazowych: 500 PLN na Wielkanoc, 500 PLN na Boże Narodzenie, 3000 PLN na Dzień Chemika oraz 1500 PLN na 10-lecie koncernu. Łączna wysokość tych wypłat sięgnie 5500 PLN, czyli mniej niż w roku 2008 kiedy to wynosiły one 6700 PLN.

MSP dementuje pogłoski o wznowieniu prac nad fuzją Orlenu i Lotosu

Wiceminister skarbu Krzysztof Żuk zdementował pogłoski, iż resort wrócił do prac nad koncepcją fuzji polskich koncernów paliwowych, co sugerowała prasa w kontekście rozpoczęcia prac nad aktualizacją strategii dla sektora. Taka fuzja jest obecnie mało prawdopodobna. Nadal obowiązujące jest stanowisko Nafty Polskiej, że po zakończeniu programu 10+, Lotos będzie mógł szukać inwestora strategicznego.

Nafta Polska do końca 2009 przekaże do resortu akcje Orlenu

Według wiceministra skarbu Krzysztofa Żuka, Nafta Polska (w 100% zależna od MSP Spółka zajmująca się prywatyzacją polskiego sektora chemicznego) ma zostać rozwiązana do połowy 2010 roku. Wcześniej, bo do końca tego roku, Nafta Polska ma przekazać do MSP udziały w polskich spółkach paliwowych, czyli 17,3% akcji Orlenu i 51,9% akcji Lotosu.

Spada sprzedaż paliw na Litwie

Według przedstawicieli rafinerii w Możejках oraz litewskiego ministerstwa finansów sprzedaż paliw w tym kraju spadła w lutym o 24%. Wynikało to zarówno z podniesienia przez litewski rząd akcyzy na paliwo, jak i osłabienia złotego względem litewskiego lita, który jest powiązany sztywno z euro. W efekcie ceny detaliczne paliw w tym kraju są obecnie droższe niż w Polsce o około 46 groszy. Udział Możejek w detalicznym rynku na Litwie jest znikomy i wynosi 5%. Sprzedaż hurtowa na tamtym rynku stanowi około 20-25% w przychodach tej rafinerii. Spadek wolumenów na Litwie nie stanowi więc w naszej opinii dużego zagrożenia dla rentowności Orlenu.

Uгода z rządem Litwy w sprawie opcji sprzedaży pakietu Możejek

Zarząd Orlenu porozumiał się z litewskim rządem w sprawie realizacji opcji sprzedaży pakietu 10% akcji Możejek. Zgodnie z tym porozumieniem koncern niezwłocznie dokona przelewu 20% ceny (57 mln USD) na rachunek zastrzeżony, a pozostała część kwoty zostanie zapłacona do 30 kwietnia wraz z odsetkami wg. 6M LIBOR liczonymi od 20 marca. Łączna cena wspomnianego pakietu wynikająca z wcześniejszych umów to 284,5 mln USD.

Możejki mają zwolnić 250 pracowników

Według informacji lokalnej prasy, Możejki mają zamiar zwolnić 250 pracowników remontowych, którzy mieliby założyć własną spółkę świadczącą usługi dla koncernu. Zwolnienia obejmą w naszej opinii wszystkie spółki z Grupy Orlen i w tej chwili prowadzone są negocjacje na ten temat ze związkami zawodowymi. Spadku kosztów z tym związanych należy jednak oczekiwać dopiero w przyszłym roku. W 2009 efekt ten zostanie zneutralizowany przez wypłacane odprawy.

Plany reorganizacji zatrudnienia

Zarząd Orlenu zamierza dokonać uporządkowania stanowisk pracowniczych w Spółce i ujednolicenia zatrudniania oraz oceny kadry, co będzie wiązało się z degradacją znacznej części pracowników. Pracownicy mają otrzymać 1 kwietnia tzw. wypowiedzenia zmieniające, na podstawie których zostaną im przyporządkowane nowe stanowiska, ale przy braku zmiany dotychczasowych obowiązków. Te zmiany nie będą wiązać się ze zmianą wynagrodzenia, ale mogą przynieść oszczędności w kolejnych latach ze względu na brak konieczności podwyżek przy wyrównywaniu płac wg. uzgodnionej ze związkami siatki płac. Prasa twierdzi, że oszczędności te mogłyby sięgnąć 180 mln PLN, ale decyzje Zarządu mogą zostać zaskarżone do sądu przez związki. Trudno w tej chwili oceniać wiarygodność tych wyliczeń.



Police (Trzymaj)

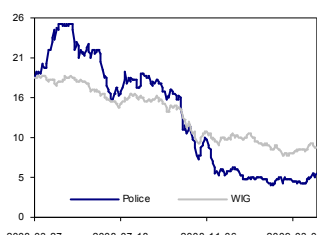
Cena bieżąca: 5,7 PLN

Cena docelowa: 6,2 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-16

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,7	31,8%	1 604,8	-33,2%	1 959,7	22,1%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	235,1	229,3	-2,5%	-6,3		114,8		MC (cena bieżąca)	426,8
marża EBITDA	12,9%	9,5%		-0,4%		5,9%		EV (cena bieżąca)	528,0
EBIT	187,5	163,2	-13,0%	-67,5		53,8		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,8	-85,9%	-98,8		40,7			
P/E	2,1	14,8				10,5		Zmiana ceny: 1m	24,8%
P/CE	1,7	4,5				4,2		Zmiana ceny: 6m	-63,4%
P/BV	0,5	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-69,5%
EV/EBITDA	1,2	1,9				3,7		Max (52 tyg.)	25,3
Dyid (%)	7,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Akcje Polic po bardzo dobrym lutym, w marcu również zachowywały się dobrze, choć przebiły indeks WIG już tylko nieznacznie (o niecały 1%). W naszej opinii w najbliższych miesiącach trudno będzie Spółce uzasadnić ten wzrost kursu poprzez wyniki finansowe czy pozytywne informacje z rynku. Ten rok raczej upłynie dla Polic pod znakiem restrukturyzacji i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Oczekujemy, że wyniki za 1Q'09 mogą jeszcze rozczarować rynek ze względu na kolejne przeszacowania zapasów.

Część środków z emisji na kapitał obrotowy

Zarząd Polic poinformował w komunikacie, że część środków z emisji w kwocie 37,5 mln PLN, które miały stanowić finansowanie inwestycji zostanie tymczasowo wykorzystanie na zasilenie kapitału obrotowego. Spółka prowadzi również negocjacje z bankami dotyczące pozyskania finansowania obrotowego pod zastaw aktywów i wkrótce powinny być one sfinalizowane. Przypominamy, że Spółka na koniec roku miała około 177 mln PLN zobowiązań przeterminowanych do dostawców materiałów, a gotówkę wiązały ogromne zapasy przekraczające 600 mln PLN. Mimo zapowiedzi zwiększenia wykorzystania mocy w nawozach do 80% uważamy, że wyniki spółki za 1H'09 będą się znajdowały pod presją niskich cen i niewykluczone, że jeszcze część zapasów z magazynów zostanie sprzedana poniżej kosztów wytworzenia.

Program dobrowolnych odejść

Pod koniec marca rozpoczął się program dobrowolnych odejść dla pracowników ZCH Police. Zarząd proponuje osobom odchodzącym z firmy odprawę w wysokości 2-7 miesięcznych pensji (średnie wynagrodzenie 4,3 tys. PLN) w zależności od stażu pracy. Kierownictwo spodziewa się, że program może objąć około 10% załogi (w jednostce dominującej pracuje około 3,2 tys. osób, a w całej grupie 3,6 tys. osób). Program to jeden z niezbędnych elementów restrukturyzacji Spółki. Jego koszty w tym roku można szacować na 7-8 mln PLN, a roczne oszczędności w kolejnych latach na 16-17 mln PLN.



ZA Puławy (Trzymaj)

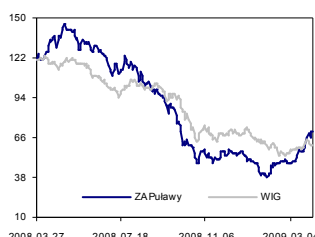
Cena bieżąca: 70 PLN

Cena docelowa: 65,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(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 (mln)	19,1
EBITDA	432,8	372,0	-14,0%	178,6	-52,0%	167,9	-6,0%	MC (cena bieżąca)	1 338,1
marża EBITDA	17,3%	15,7%		8,2%		7,0%		EV (cena bieżąca)	1 039,2
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	4,0	7,9		12,2		19,8		Zmiana ceny: 1m	44,6%
P/CE	3,3	5,5		6,8		8,1		Zmiana ceny: 6m	-8,5%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-42,9%
EV/EBITDA	1,9	2,3		5,8		7,0		Max (52 tyg.)	145,9
Dyid (%)	2,4	6,1		3,9		2,5		Min (52 tyg.)	38,1



Od momentu wydania naszej rekomendacji akumuluj kurs akcji ZAP wzrósł o ponad 40% i przekroczył już naszą cenę docelową dlatego obniżamy wskazanie inwestycyjne do trzymaj. W naszej opinii w kolejnych miesiącach może brakować wsparcia dla dalszych wzrostów kursu, tym bardziej że Zarząd w ostatnich miesiącach raczej rozgrzewał oczekiwania. Z sygnałów jakie do nas docierają wynika, że sytuacja popytowa na głównych rynkach produktowych Spółki po bardzo obiecującym początku roku teraz się ustabilizowała i nie należy raczej się spodziewać jej dalszej poprawy. Ponadto, oczekiwania poprawy rentowności po zapowiadanej obniżce cen gazu przez URE są już w naszych prognozach na rok 2009/10 uwzględniane i w związku z możliwą podwyżką tarif przesyłowych Gaz-Systemu wydaje się że trudno będzie również w tej kwestii o pozytywne zaskoczenie. Podsumowując, obecna cena akcji nie zachęca już do zakupów i może być wykorzystana do realizacji krótkoterminowych zysków.

Będzie zysk w 3Q'08/09?

Dyrektor finansowy Wojciech Szmyła zapowiedział, że z dużym prawdopodobieństwem Spółka, mimo strat na hedgingu, wykaże zysk netto w bieżącym kwartale roku obrotowego, choć oczywiście nie będzie on porównywalny ze 157 mln PLN z 1Q'08/09. Według naszych wstępnych szacunków wynik netto w 3Q08/09 powinien oscylować w okolicach zera.

ZAP zainteresowane prywatyzacją Bogdanki

Prezes ZAP Paweł Jarczewski powiedział, że Spółka przygląda się procesowi prywatyzacyjnemu kopalni w Bogdanie i w związku z planowanymi wspólnymi projektami w zakresie zgazowania węgla, nie wyklucza powiązań kapitałowych pomiędzy obiema firmami. Jest to pierwsza tego typu deklaracja ZAP. Trudno w tej chwili bez znajomości szczegółów oceniać ten pomysł, aczkolwiek wydaje się że dodatkowo utrudniłoby to sfinansowanie projektu zgazowania, w którym Bogdanka również miała uczestniczyć kapitałowo.

Zwiększenie produkcji kaprolaktamu do 100%

Zarząd ZAP poinformował, że dzięki podpisanym dwóm dużym kontraktom na dostawy kaprolaktamu na rynek azjatycki o łącznej wartości 20 mln USD, Spółka zwiększy wykorzystanie mocy wytwórczych tego produktu do 100%. Produkcja kaprolaktamu odbudowywała się od początku roku z poziomu 50% na przełomie listopada i grudnia 2008. Komunikat o pełnym wykorzystaniu mocy to bardzo dobra informacja potwierdzająca siłę sprzedażową Spółki. Na razie rentowność tej sprzedaży nie będzie zapewne wysoka, ale powinna już w pełni pokrywać koszty stałe.

Spekulacje na temat zmian w zarządzie

Prasa spekuluje na temat możliwych zmian w zarządzie ZAP. Podobno już poszukuje się następcy prezesa Jarczewskiego, a oficjalnym powodem odwołania ma być kwestia opcji walutowych. Wymieniane powody nie wydają się być racjonalne, gdyż Puławy mają jedną z bardziej konserwatywnych strategii hedgingowych wśród giełdowych spółek chemicznych (zabezpieczały przepływy w krótkim terminie- teraz ostatnie kontrakty wygasają we wrześniu). Spekulacje na temat zmian w zarządzie pojawiają się już jednak nie po raz pierwszy. W naszej opinii ewentualna decyzja tego typu mogłaby być przyjęta negatywnie.

Telekomunikacja



Netia (Kupuj)

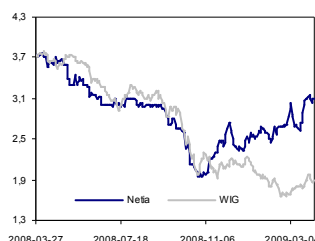
Cena bieżąca: 3,1 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln 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)	1 198,6
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	892,6
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		5,2				27,7		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	212,6	2,4		4,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	16,7%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-17,9%
EV/EBITDA	7,2	5,9		3,8		2,8		Max (52 tyg.)	3,8
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	2.0



Naszym zdaniem wyjście z inwestycji Novatora i przejęcie kontroli przez fundusze inwestycyjne może przyspieszyć wejście do spółki inwestora branżowego. Na chwilę obecną Netia jest jedynym podmiotem, który w istotny sposób (na skalę ogólnopolską) jest w stanie wykorzystywać liberalizację rynku w telefonii stacjonarnej (udział w BSA 61,5%, WLR 71,5%), posiada atrakcyjną z punktu widzenia inwestorów branżowych infrastrukturę światłowodową oraz jest w stanie konsolidować rynek. Wyniki spółki będą poprawiały się w olejnych kwartałach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

S&P wycofuje rating

Standard & Poor's Ratings Services podtrzymała długoterminowy rating korporacyjny Netii na poziomie "B" ze stabilną perspektywą. Jednocześnie, na życzenie spółki, agencja wycofała ratingi spółki. Netia nie ma obecnie długu objętego ocenami ratingowymi stąd decyzja spółki o wycofaniu oceny, która kosztuje. Bez wpływu na kurs. Netia podała w lutym, że na koniec 2008 r. miała dostępne środki pieniężne netto w wysokości ponad 192,5 mln PLN i otwarte linie kredytowe na 375,0 mln PLN.

Netia na razie nie płaci TP za Tele2

Sąd Okręgowy w Warszawie wydał postanowienie, w którym wstrzymał wykonanie nakazu zapłaty kwoty 3,3 mln PLN na rzecz TPSA, wydanego przeciwko Tele2 Polska (obecnie połączona z Netią) oraz przywrócił termin do złożenia sprzeciwu od nakazu zapłaty. TPSA domaga się od operatorów alternatywnych korzyści, które uzyskali na skutek stosowania się do decyzji regulatora, które zostały potem uchylone. W tym przypadku za korzystanie przez Tele2 z opłat ryczałtowych w rozliczaniu ruchu między sieciami obu operatorów. TPSA naliczyła łączną kwotę należności od Tele2 na 70 mln PLN. Pozytywna informacja dla akcjonariuszy. Już wcześniej sygnalizowaliśmy, że na wypadek przegranej sprawy w sądzie Netia ma zagwarantowany zwrot kwoty od sprzedającego Tele2.



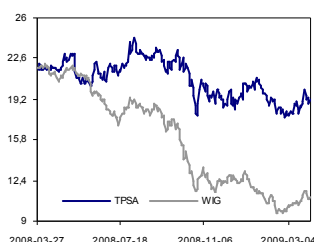
TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 19,2 PLN Cena docelowa: 20,5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-01-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	18 141,2	-0,1%	18 244,4	0,6%	Liczba akcji (mIn)	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)	25 684,5
marża EBITDA	42,3%	42,0%		40,9%		39,9%		EV (cena bieżąca)	29 964,9
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	11,8	12,0		10,3		9,7		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE	4,0	4,0		3,9		3,9		Zmiana ceny: 6m	-15,8%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-12,4%
EV/EBITDA	4,2	4,2		4,0		4,0		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	9,9	8,9		8,9		9,7		Min (52 tyg.)	17,7



Cena akcji TP oscyluje na poziomie naszej ceny docelowej (20,50 PLN) dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną. W perspektywie najbliższych dwóch kwartałów należy liczyć się z tym, że w wynikach spółki mogą pojawić się zwiększone rezerwy na nieściągalne należności (+150-200 mln PLN w ujęciu rocznym) – analogicznie do poprzedniego kryzysu. Ponownemu przyspieszeniu może również ulec liczba odłączeń w telefonii stacjonarnej. Podtrzymujemy opinię, że nie dojdzie do podziału TPSA w formie proponowanej przez UKE – ostatecznie zostanie przyjęta zmodyfikowana Karta Równowagi. Ostateczna decyzja w tej sprawie zapadnie na jesieni br.

TPSA bez własnego MVNO

TPSA do której należy portal Wirtualna Polska, zdecydowała, że nie będzie utrzymywać marki MVNO - WPmobi, która w szczytowym okresie miała ok. 2,5 tys. aktywnych użytkowników. Ostatnio ich liczba spadła poniżej 1 tys. W ubiegłym tygodniu pojawiły się informacje, że do sprzedaży lub likwidacji marki Mobilking przystępuje jego właściciel fundusz Penta Investments. Na koniec 2008 roku MVNO w Polsce mieli zaledwie 95 tys. użytkowników, co stanowi 0,22% całej bazy. Po agresywnych obniżkach cen przez P4 operatorzy MVNO znaleźli się w jeszcze trudniejszej sytuacji. Poza Mobilkingiem do większych sieci MVNO należy operator pod marką mBanku i Carrefoura. Z punktu widzenia TPSA utrzymywanie MVNO, który został uruchomiony tylko na wyłączność powodzenia innych projektów konkurencji (jako alternatywa) nie ma sensu, kiedy konkurencji nie rozwinęli się. Pozytywna informacja dla TP, skala na tyle niewielka, że nie wpływa na wycenę.

1,5 PLN na dywidendę

Zarząd TPSA zaleca wypłatę dywidendy w wysokości 1,50 PLN na akcję. Informacja zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu przy okazji wyników za 4Q2009. Oczekujemy, że spółka zdecyduje się również na skup akcji własnych na kwotę co najmniej 500 mln PLN.

Odpowiedź na podział

TPSA przedstawiła Kartę Równowagi, która zawiera propozycje alternatywne wobec planu podziału strukturalnego operatora nad którym pracuje UKE. Wg TPSA Karta Równowagi pozwoli operatorom alternatywnym na weryfikację, czy są obsługiwani w taki sam sposób jak wewnętrzne jednostki TP obsługujące klientów detalicznych. Rozwiązania zaproponowane w Karcie mogą być szybko wdrożone i są nieporównywalnie tańsze niż proponowana przez regulatora wątpliwa prawnie i ekonomicznie separacja funkcjonalna. TPSA ocenia, że plan wprowadzenia Karty Równowagi wyniesie 110-300 mln PLN w ciągu dwóch lat, czyli 80% mniej niż koszt podziału strukturalnego firmy w wersji zaproponowanej przez regulatora. Część jawna dokumentu liczy 200 stron, a część niejawną - 500 stron. W zamian za odstąpienie od tego planu, TPSA proponuje m.in. wprowadzenia 'chińskich murów' pomiędzy działami spółki, odpowiednie zmiany w programach motywacyjnych, szkolenia z kultury niedyskryminacji, nadzór nad realizacją zobowiązań (spółka ma publikować szereg wskaźników wskazujących na to jak traktowani są operatorzy alternatywni), powołanie Forum Telekomunikacyjnego, w ramach którego rozwiązywano by problemu z zakresu współpracy operatorskiej. Plan nie zakłada jednak całkowitego rozdziału systemów IT, a także rebrandingu usług hurtowych. UKE ma w kwietniu przeprowadzić konsultacje projektów dotyczących podziału TPSA (lub działań alternatywnych) z rynkiem, na maj i czerwiec zaplanowano spotkanie trójstronne. Przedstawiciele TPSA oceniają, że regulator powinien pozytywnie odnieść się do ich propozycji, m.in. dlatego, że powstawały one w oparciu o konsultacje w zespołach roboczych.

Podwyższona perspektywa ratingu

S&P Rating Services podwyższyła perspektywę ratingową TPSA ze stabilnej do pozytywnej. Równocześnie podtrzymany został rating długoterminowej wiarygodności kredytowej na



poziomie BBB+. Podwyższenie perspektywy ratingu wynika z konserwatywnej polityki finansowej operatora, a także odporności wyników operacyjnych i korzystnych perspektyw TP - pomimo trudnych warunków operacyjnych i gospodarczych w Polsce. Pomimo wyzwań, jakie stwarza obecna sytuacja makroekonomiczna, a także poważnej presji ze strony regulatora i konkurencji, TP S.A. nadal skutecznie wykorzystuje swoją silną pozycję na rynku polskim.

Media



Agora (Kupuj)

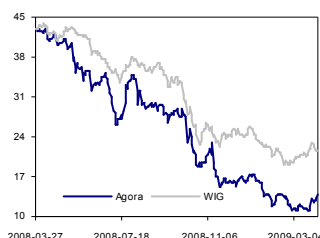
Cena bieżąca: 13,9 PLN Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 152,0	1 277,7	10,9%	1 282,2	0,4%	1 333,0	4,0%	Liczba akcji (mIn)	55,0
EBITDA	198,6	155,6	-21,7%	160,6	3,2%	195,9	22,0%	MC (cena bieżąca)	764,2
marża EBITDA	17,2%	12,2%		12,5%		14,7%		EV (cena bieżąca)	631,9
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	7,6	32,8		10,4		7,4		Zmiana ceny: 1m	20,1%
P/CE	4,3	7,1		5,1		4,3		Zmiana ceny: 6m	-49,2%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-67,6%
EV/EBITDA	2,7	4,2		3,9		3,1		Max (52 tyg.)	42,9
Dyid (%)	10,8	16,3		11,4		10,2		Min (52 tyg.)	11,0



Przed spółką okres słabych wyników związany ze spadkiem wydatków reklamowych, które w największym stopniu dotkną prasy (nawet -15 r/r). Podtrzymujemy opinię, że rynek zdyskontował już słabe wyniki 2009. Kryzys powoduje, że konkurencyjne ogólnopolskie dzienniki opiniotwórcze znajdują się w dużo trudniejszej sytuacji niż Gazeta, o czym najlepiej świadczą informacje napływające z Rzeczpospolitej. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki.

Rzeczpospolita nie dla Axel Springer

Platforma Mediowa Point Group (PMPG) oraz Zjednoczone Przedsiębiorstwa Rozrywkowe (ZPR), złożyły w terminie oferty wiążące na zakup akcji spółki Przedsiębiorstwo Wydawnicze Rzeczpospolita, poinformowało Ministerstwo Skarbu Państwa. Oznacza to, że z ubiegania się o udział w prywatyzacji firmy zrezygnowały Axel Springer i czeski Respekt Media, które przystąpiły do due diligence firmy. W ciągu tygodnia zapadnie decyzja, który z inwestorów zostanie dopuszczony do dalszych rozmów. PW Rzeczpospolita jest właścicielem m.in. 49% udziałów spółki Presspublica - wydawcy Rzeczpospolitej, Gazety Giełdy Parkiet oraz Życia Warszawy. ZPR są właścicielem m.in. Grupy Radiowej Time (Radio Eska, Eska Rock, VOX FM), wydawnictwa Mator S.A. (m.in. "Super Express", "Mator"). Grupa ZPR posiada ponad m.in. niespełna 20 proc. udział w polskim rynku hazardu (spółki grupy prowadzą sieć ponad 130 kasyn i salonów gier oraz obsługują ok. 1200 punktów gier niskohazardowych). PMPG to m.in. magazyny "Film", "Machina", "Dlaczego", "Machina Design", "Machina Sport&Style" oraz portale Sport24.pl, Pilka24.pl, Korba.pl, Ukraj.pl, Bulvar.pl, Kulisy.pl. Cena którą spółka PMPG zaproponowała Skarbowi Państwa za kupno udziałów w prywatyzowanym PWR jest niższa niż zakładano przed przeprowadzeniem badania spółki, wynika z komunikatu firmy. Z punktu widzenia Agory najkorzystniejszym rozwiązaniem byłby zakup Rzeczpospolitej przez Axel Springer i ewentualne „skonsolidowanie” tytułu z Dziennikiem, co jednak się nie stanie. Sam fakt, że Axel nie złożył oferty świadczyć może o dwóch rzeczach: nigdy nie chciał tego zrobić a dziś posiada wiedzę o konkurencie lub wydawca ma bardzo poważne problemy – o czym może świadczyć program zwolnienia 200 z 700 pracowników. Naszym zdaniem dwa pozostałe podmioty zainteresowane inwestycją mogą być za słabe kapitałowo, aby toczyć równorzędną walkę z Agorą i Axel Springer na polu dzienników opiniotwórczych, tym bardziej, że wydawcę czeka głęboka restrukturyzacja w okresie kryzysu na rynku reklamowym.

Zwolnienia w Rzeczpospolitej

W nieoficjalnych informacji Zarząd Presspubliki zaproponował redukcję zatrudnienia o ponad 200 osób - w tym ok. 100 pracowników z redakcji Rzeczpospolitej, Gazety Giełdy Parkiet i Życia Warszawy. W całym wydawnictwie jest ok. 700 etatów. Wydawca szuka oszczędności rzędu kilkunastu milionów złotych rocznie. Sytuację w Presspublice najlepiej opisuje fakt, że wydawca dopiero teraz zdecydował się na ustanowienie stanowiska dyrektora finansowego!



Cyfrowy Polsat (Kupuj)

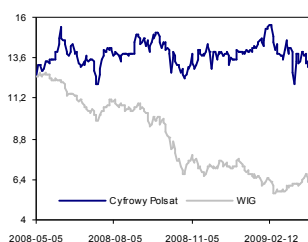
Cena bieżąca: 13,7 PLN

Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-26

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 129,4	41,8%	1 336,8	18,4%	1 424,8	6,6%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	165,9	346,1	108,6%	458,0	32,3%	516,9	12,9%	MC (cena bieżąca)	3 670,7
marża EBITDA	20,8%	30,6%		34,3%		36,3%		EV (cena bieżąca)	3 417,6
EBIT	145,1	323,5	122,9%	427,1	32,0%	485,5	13,7%	Free float	27,9%
Zysk netto	113,4	270,6	138,6%	351,4	29,9%	403,8	14,9%		
P/E	32,4	13,6		10,4		9,1		Zmiana ceny: 1m	-6,3%
P/CE	27,4	12,5		9,6		8,4		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	60,0	12,4		7,8		5,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	22,6	10,2		7,5		6,4		Max (52 tyg.)	15,5
Dyid (%)	0,0	1,0		4,9		6,3		Min (52 tyg.)	12,0



Przejściowe zachwiania kursu jakie miały miejsce po ogłoszeniu transakcji zakupu udziałów w Sferisie stosunkowo szybko minęły dzięki odwołaniu transakcji. Mimo to akcje Cyfrowego Polsatu zachowywały się w całym marcu bardzo słabo tracąc na wartości 3,7% mimo dużych wzrostów na rynkach, co było zgodne z naszymi założeniami i wynikało w dużej mierze z defensywnego charakteru spółki. W kwietniu notowania Cyfrowego Polsatu powinny wspierać informacje o szybkim tempie rozwoju bazy abonenckiej, które mimo spowolnienia gospodarczego w kraju utrzymuje wysokie wartości. Z drugiej strony w kwietniu, w związku z wygaśnięciem części struktur zabezpieczających spółka wkracza w okres zwiększonej ekspozycji na ryzyko walutowe, co przy utrzymujących się wysokich poziomach kursu dolara i euro może budzić obawę o możliwość utrzymania poziomu wyników po pierwszym kwartale. Pozostajemy optymistycznie nastawieni na długookresowe perspektywy spółki, jednak w miesięcznym horyzoncie inwestycyjnym zalecamy niedoważanie akcji Cyfrowego Polsatu w portfelu.

Cyfrowy Polsat chwilowo w Sferii

Cyfrowy Polsat objął nową emisję spółki Sferia, które stanowią około 11% w podwyższonym kapitale zakładowym tej firmy. Infrastruktura telekomunikacyjna Sferii ma zapewnić Cyfrowemu Polsatowi umożliwienie uzupełnienia usług DTH i MVNO o szerokopasmowy internet. Cyfrowy Polsat zdecydował się na współpracę ze Sferią m.in. ze względu na licencję w paśmie 850MHz, nowoczesną technologię radiową dostosowaną do koncentracji bazy abonenckiej Cyfrowego Polsatu, uruchomiony proces inwestycyjny, (który jeszcze może być dopasowany do potrzeb Cyfrowego Polsatu), możliwość zaoferowania usługi w wybranych strefach numeracyjnych jeszcze w 2009 roku oraz możliwość rozwoju dodatkowych usług w oparciu o własną infrastrukturę. Platforma na koniec ub.r. dysponowała bazą 2,72 mln abonentów. Po dwóch dniach od transakcji pod wpływem opinii inwestorów spółka wycofała się z transakcji. Strategicznie krok wykonany przez Cyfrowy Polsat oceniamy jako bardzo dobry, szczególnie biorąc pod uwagę nawiązaną współpracę N-ki z Netią i Cyfry+ z TPSA. Niemniej cena jaką przyszyboby zapłacić za pakiet akcji oraz fakt, że udział w akcjonariacie nie zapewniłby kontroli nad Sferią powodują, że transakcja nie tworzyła wartości dodanej dla akcjonariuszy.

Sprzedaż dekoderów w pierwszym kwartale

Według wypowiedzi prezesa Dominika Libickiego sprzedaż dekoderów w pierwszym kwartale bieżącego roku jest jak do tej pory o kilkanaście procent wyższa od zeszłorocznej sprzedaży w tym samym okresie. W pierwszym kwartale 2008 roku spółka pozyskała 118,9 tys. nowych abonentów. Należy jednak zwrócić uwagę, że prezes wypowiada się o sprzedanych dekodernach a zatem o przyłączeniach brutto. Od podanej wartości należałoby więc odjąć przewidywany churn pomnożony przez liczbę abonentów ogółem. Zeszłoroczny churn wyniósł 7,5%, podczas gdy w samym pierwszym kwartale zeszłego roku wyniósł 1,8%. Zakładając utrzymanie churnu w tym roku na poziomie 7,5% oraz uwzględniając różnice w porównaniu do 1Q2008 oraz zmianę bazy abonentów od której liczona jest wartość odpływu abonentów (2,19 mln abonentów na koniec 1Q2008, 2,73 mln abonentów na koniec 4Q2008) można przyjąć, że przyrost liczby abonentów netto powinien być nieco niższy niż w zeszłym roku, co i tak będzie bardzo dobrym osiągnięciem dla spółki.

Rating BBB dla Cyfrowego Polsatu

EuroRating przyznało Cyfrowemu Polsatowi rating BBB z perspektywą stabilną. Rozpoczęcie oceny ratingowej tej spółki związane jest z włączeniem jej przez warszawską GPW w skład indeksu WIG20. Rating BBB plasuje Cyfrowy Polsat mniej więcej w medianie spółek z WIG20 i jest odzwierciedleniem dobrej sytuacji płynnościowej w spółce.



TVN (Kupuj)

Cena bieżąca: 8,4 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%	1 955,2	3,1%	2 055,9	5,2%	Liczba akcji (mIn)	349,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	634,7	-10,8%	650,7	2,5%	MC (cena bieżąca)	2 917,4
marża EBITDA	35,5%	37,5%		32,5%		31,7%		EV (cena bieżąca)	4 387,6
EBIT	480,5	631,9	31,5%	543,6	-14,0%	549,5	1,1%	Free float	40,9%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	338,1	-7,0%	330,3	-2,3%		
P/E	12,0	8,0		8,6		8,8		Zmiana ceny: 1m	-16,7%
P/CE	9,2	6,6		6,8		6,8		Zmiana ceny: 6m	-53,3%
P/BV	2,0	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-64,6%
EV/EBITDA	6,5	5,5		6,9		7,1		Max (52 tyg.)	23,6
Dyid (%)	4,5	4,1		6,2		5,8		Min (52 tyg.)	8,4



Informacja o zakupie kolejnego pakietu w platformie cyfrowej 'n' nie przysłużyła się notowaniom TVN. Spółka straciła na wartości blisko 6%, podczas gdy główny indeks wzrósł w tym samym czasie o 10,8%. Naszym zdaniem transakcja, choć niekorzystna z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych, nie ma aż dużego przełożenia na wartość spółki jaką implikuje skala przeceny, która miała miejsce od momentu ogłoszenia transakcji. Spadek do zera dynamiki wzrostu przychodów jakiego można się spodziewać się w tym roku również naszym zdaniem jest uwzględniany w decyzjach inwestycyjnych giełdowych graczy. Dlatego sądzimy, że z czasem TVN powinien odzyskiwać część luki do indeksu jaka powstała w marcu i zalecamy przeważanie w portfelu akcji spółki.

Oglądalność TVN w lutym

Łączna oglądalność stacji z grupy TVN, liczona całodobowo, wyniosła w lutym 20,5% w stosunku do 21,5% przed rokiem a w "peak time" (18:00-23:00) 22,7% wobec 24,0%. Oglądalność głównego kanału TVN - wyniosła w lutym, 15,3% całodobowo (-1,1 pkt) a w "peak time" 18,4% (-1,5 pkt). Udział stacji z grupy TVN w komercyjnej grupie docelowej (16-49 lat) spadł o 0,9 pkt r/r do 21,2% licząc całodobowo. W "peak time" udział stacji z grupy TVN spadł o 1,5 pkt. r/r do 22,9%. Udział kanału TVN w grupie docelowej wyniósł całodobowo 16,3%, co oznacza spadek o 0,6 pkt r/r, a w "peak time" spadł o 1,2 pkt r/r do 18,9%. Udział kanału informacyjnego TVN 24 w jego grupie docelowej (mieszkańcy miast pow. 100 tys., pow. 25 lat o przychodach powyżej średniej) wyniósł w lutym 5,1% wobec 4,8% rok wcześniej. W "peak time" wynik wyniósł 4,1% wobec 3,6% w lutym 2008 r. Słabsze dane o oglądalności są po części zaplanowanym działaniem spółki, która steruje ramówką w zależności od koniunktury na rynku reklamowym. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TVN. Można oczekiwać, że zarząd przedstawi plan redukcji kosztów w okresie kryzysu, co powinno zostać pozytywnie przyjęte przez inwestorów.

Wpływy cennikowe TVN w lutym

Wpływy cennikowe z reklam stacji TVN spadły w lutym o 4,7% r/r do 133,15 mln, wynika z raportu Wirtualnemedia.pl opartego na danych TNS OBOP. Liderem rynku był Polsat. Wpływy reklamowe Polsatu wyniosły w lutym 143,64 mln PLN i były o 12,3% niższe niż przed rokiem, wynika z raportu. Rosły za to wpływy obu stacji telewizji publicznej: TVP1 o 16,9% r/r do 119,37 mln PLN, a TVP2 o 23,8% do 79,15 mln PLN. Dane nie uwzględniają rabatów, dlatego ich wartość jest ograniczona i nie stanowi wsparcia prognostycznego – szczególnie w okresie kiedy rabaty udzielane przez stacje mogą odgrywać większe znaczenie niż dotychczas.

Przejęcie kontroli nad platformą 'n'

Spółka poinformowała w komunikacie o nabyciu dalszych 26% akcji ITI Neovision, operatora telewizji 'n', który daje TVN łącznie 51% udział w akcjonariacie platformy. W zamian za powyższy pakiet oraz 26% udział w pożyczkach dla platformy spółka zapłaci swojemu głównemu akcjonariuszowi, ITI, 46,2 mln euro. Dodatkowo TVN zobowiązał się dostarczyć platformie środki finansowe w kwocie 25,1 mln euro, z których część jednak będzie skompensowana z główną kwotą zobowiązania tak, że kwota otrzymana bezpośrednio przez ITI wyniesie 30,7 mln euro. Cena zapłaty może być dodatkowo podniesiona w 2011 roku jeżeli w 2010 roku platforma 'n' osiągnie następujące cele: 1) pozytywna EBITDA, 2) liczba abonentów przekraczająca 848 tys., 3) ARPU na poziomie powyżej 60,48 PLN, 4) wpływy abonamentowe wyższe niż 555 mln PLN. W takim przypadku TVN zapłaci 0,3214 euro za każde 1 PLN dodatkowych przychodów abonamentowych. W maju zeszłego roku za 25% udział w EV platformy TVN zapłacił 95 mln euro. Ponieważ walutą raportowania TVN i osiągania przychodów przez platformę 'n' jest polski złoty uważamy, że euro jest jedynie jednostką umowną i oceny obu transakcji należy dokonywać w środowisku polskiej waluty. W maju 2008

roku średni kurs euro wynosił około 3,40 EUR/PLN, co oznacza, że 25% pakiet w 'n' kosztował wtedy 323 mln PLN, co z kolei przekładało się na implikowaną wycenę całej platformy na poziomie 1,292 mld PLN. W przypadku obecnej transakcji średni kurs euro wynosi około 4,63 EUR/PLN, co implikuje cenę 214 mln PLN za 25% pakiet i 823 mln PLN za całą platformę. Nie ulega więc wątpliwości, że warunki transakcji są zdecydowanie korzystniejsze niż to miało miejsce w ubiegłym roku tym bardziej, że tym razem w grę mogłaby wchodzić premia za przejęcie kontroli nad platformą. W porównaniu do spółek porównawczych parametry transakcji wciąż wydają się jednak wysokie po wskaźnikach z 2008 roku. ITI nie opublikowało sprawozdania za czwarty kwartał, dlatego nie dysponujemy dokładnymi wynikami telewizji 'n' za 2008 rok. Na podstawie zamieszczonego w komunikacie zestawienia przedstawiającego potencjalny wpływ konsolidacji 'n' na zeszłoroczne wyniki TVN oraz faktu, że sprzedaż wewnętrzna pomiędzy TVN i ITI Neovision wyniosła ok. 48 mln PLN przychody platformy za miniony rok szacujemy na 250 mln PLN. Daje to wskaźnik EV/S na poziomie 3,3 podczas gdy Cyfrowy Polsat notowany jest po wskaźniku 2,9 (po 8,4% spadku spowodowanym informacją o zakupie udziałów w Sferii). Premia 'n' wynosi zatem 12,8%, podczas gdy w związku z nierentownością należałoby się spodziewać sporego dyskonta w stosunku do Cyfrowego Polsatu. Należy tu jednak uwzględnić specyficzny moment w jakim znajduje się platforma 'n' – 2008 był dla niej pierwszym rokiem tak intensywnego wzrostu liczby abonentów, co będzie skutkowało znacznym wzrostem przychodów w roku bieżącym. Szacujemy, że za 2009 rok 'n' osiągnie przychody na poziomie minimum 400 mln PLN, co da wskaźnik EV/S wynoszący 2,05 i 15,4% dyskonto w stosunku do analogicznego wskaźnika dla Cyfrowego Polsatu. Dyskonto to jednak wciąż nie uwzględnia w pełni nierentowności platformy 'n', która naszym zdaniem utrzyma się również w 2009 roku. Szacujemy, że w 2010 roku EBITDA spółki wyniesie około 80 mln PLN, co przy wskaźnikach analogicznych dla Cyfrowego Polsatu sprzed informacji o zakupie pakietu w Sferii (7,7) dawałoby wycenę na poziomie ok. 558 mln PLN. Za 2011 rok zysk EBITDA powinien osiągnąć wartość 120 mln PLN, co na analogicznych zasadach (EV/EBITDA 2011 = 7,0) uzasadniałoby wycenę 'n' na poziomie 837 mln PLN, a zatem na poziomie nieco wyższym niż wycena implikowana transakcją. Podsumowując, mimo widocznych chęci ze strony ITI i TVN, by druga transakcja nie spotkała się z tak negatywnym odbiorem ze strony inwestorów jak to miało miejsce w zeszłym roku ustalona cena odkupu wciąż kształtowała się naszym zdaniem nieco powyżej wyceny rynkowej. Nadpłata jednak jest już tym razem niewielka i przynajmniej fundamentalnie nie powinna wpływać na notowania TVN.

1,5 mln abonentów N w 2012

Plany platformy "n" zakładają, że w 2012 r. będzie miała 1,477 mln abonentów a ARPU ma wynieść 86,5 z PLN wobec 50,0 PLN w 2008 r. Pozytywny wynik EBITDA na mieć miejsce w 2010 r. Na koniec 2009 r. N będzie miała 766 tys. abonentów, wobec 500 tys. abonentów na koniec 2008 r. W 2010 r. liczba abonentów ma wzrosnąć do 1,017 mln. TVN ocenia, że w 2012 r. polski rynek telewizji DTH osiągnie 7,5 mln abonentów wobec 4,7 mln abonentów na koniec 2008 r. Realizacja planu skupu akcji własnych, na który TVN przeznaczył 500 mln PLN, zależy od wyników spółki w poszczególnych kwartałach a transakcja zakupu udziałów w platformie 'n' nie będzie miała wpływu na wypłatę dywidendy. Obecnie TVN realizuje drugi etap skupu akcji własnych na który przeznaczył 50 mln PLN.

Dług pod obserwacją

Standard&Poor's umieściła długoterminowy rating "BB" dla TVN na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym. Na liście obserwacyjnej umieszczono także rating BB- dla obligacji TVN wartych 215 mln euro i wyemitowanych przez TVN Finance PLC. Powodem umieszczenia ratingu na tej liście jest opublikowany przez spółkę komunikat o chęci zwiększenia udziałów w polskiej platformie cyfrowej "n" do 51% z obecnych 25%.

Wg. Polsatu reklama TV nie skurczy się w 2009

Polsat spodziewa się stabilizacji rynku reklamy telewizyjnej w 2009 roku. Spółka podtrzymuje plany uruchomienia w tym roku trzech nowych kanałów tematycznych; dziecięcy i filmowy. Obecnie w portfolio spółki znajdują się stacje tematyczne: Polsat News, Polsat Cafe, Polsat Play, Polsat Sport, Polsat Sport HD i Polsat Sport Extra. W ostatnim czasie rynek dyskontuje niewielki spadek rynku reklamy również w TV. Potwierdzenie założeń Polsatu byłoby pozytywnym zaskoczeniem.



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	194,5	-13,5%	190,6	-2,0%	192,5	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	53,5	54,6%	46,4	-13,1%	47,1	1,3%	MC (cena bieżąca)	325,6
marża EBITDA	15,4%	27,5%		24,4%		24,4%		EV (cena bieżąca)	283,2
EBIT	29,8	49,8	66,8%	42,1	-15,3%	42,5	1,0%	Free float	36,6%
Zysk netto	49,2	41,5	-15,6%	35,6	-14,0%	35,7	0,2%		
P/E	7,1	7,9		9,1		9,1		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	6,4	7,2		8,1		8,1		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	2,8	2,7		2,9		2,9		Zmiana ceny: 12m	-12,3%
EV/EBITDA	8,0	5,1		6,1		6,1		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Zgodnie z oczekiwaniami na wzrostowym rynku WSiP radziły sobie znacznie słabiej od indeksu WIG. Ich kurs wzrósł co prawda o 2,3% jednak było to za mało wobec dużej siły polskiego rynku w marcu. W kwietniu również nie spodziewamy się, by Wydawnictwa były w stanie konkurować na stopy zwrotu z indeksem, gdyż w najbliższym czasie brak będzie mocnych czynników wzrostu w tej spółce. Decyzja o przeznaczeniu na buyback kwoty do 44 mln PLN przerasta nasze wcześniejsze oczekiwania jednak skup ma mieć miejsce dopiero w październiku co na pewno będzie w odpowiedni sposób zdyskontowane przez inwestorów. Zalecamy niedowierzanie akcji Wydawnictw w perspektywie najbliższego miesiąca.

W tym roku 44 mln PLN na buyback?

Decyzją walnego zgromadzenia akcjonariuszy WSiP skupi własne akcje za maksymalnie 44 mln PLN poprzez wezwanie. Wezwanie ma zostać ogłoszone najpóźniej 30 października 2009 roku. Przewidujemy, że spółka wypłaci całość wypracowanego zysku w postaci buybacku lub dywidendy. Wykorzystanie całej puli 44 mln PLN na skup akcji automatycznie oznaczałoby, że spółka nie będzie wypłacała w tym roku dywidendy, jednak i tak kwota wypłacona akcjonariuszom przekraczałaby nasze wcześniejsze oczekiwania. Pozytywna informacja.

Sektor IT

Asseco Slovakia

10 mln euro dywidendy z zysku za 2008 rok

WZA Asseco Slovakia zdecydowało o wypłacie 0,47 euro dywidendy na akcję. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy 10,04 mln euro z zysku za 2008 rok w wysokości 11,15 mln euro. Dniem ustalenia prawa do dywidendy był 19 marca, a dniem wypłaty 4 maja.

Asseco Poland

W tym roku 70 mln PLN dywidendy

Według wypowiedzi Prezesa Górala dywidenda za 2008 rok ma wynieść 70 mln PLN. Prezes wypowiedział się również na temat bieżącego roku wyrażając nadzieję, że bardzo dobre wyniki zeszłego roku uda się poprawić mimo gorszej sytuacji gospodarczej, w czym ma pomóc bardzo duży portfel kontraktów, który na początku marca wynosił już na poziomie Grupy 1653 mln PLN, z czego oprogramowanie i usługi własne stanowiły aż 1,386 mln PLN. Prezes wyraził opinię, że w segmencie integracji możemy zaobserwować spowolnienie, natomiast segment oprogramowania powinien z nadwyżką pokryć te ubytki doprowadzając do poprawy wyników. Wcześniej zarząd spółki informował, że dywidenda przekroczy 60 mln PLN, obecnie mamy większe uściślenie kwoty, o którą może chodzić. Istotną kwestią będzie sposób potraktowania akcji własnych posiadanych przez Asseco. Na koniec roku na 77,6 mln wyemitowanych akcji 9,3 mln stanowiły akcje własne. Rozsądnym krokiem byłoby wyłączenie tych akcji z dywidendy tak, by nie tworzyć niepotrzebnego obowiązku podatkowego. W takim wypadku dywidenda wyniosłaby 1,02 PLN na akcję, co implikowałoby stopę dywidendy na poziomie 2,28%. Bardzo imponująco przedstawia się wypracowany backlog, który sięga już 60% zeszłorocznych przychodów, co daje nadzieję, że przez kryzys spółka może przejść niedrażnięta.

Dalsze plany akwizycyjne

W wypowiedzi dla PAP prezes Góral stwierdził, że Asseco nie zamierza zwalniać tempa akwizycji ze względu na kryzys gospodarczy, przy czym większość przejęć ma być realizowana w czwartym kwartale 2009 roku. Duża instytucja finansowa ma wejść do ASEE i zasili ją w środki na dalsze przejęcia. Plany dotyczą też dalszych przejęć w Skandynawii, Hiszpanii i Niemczech. Prezes wypowiedział się również na temat sytuacji w sektorze bankowym stwierdzając, że mimo dużego pesymizmu wśród jego przedstawicieli wciąż prowadzone są negocjacje i podpisywane nowe umowy. Najciekawszym punktem informacji jest wejście „dużej instytucji finansowej” do ASEE. Z dalszej części wywiadu wynika, że nie jest to alternatywa dla publicznej oferty, lecz po prostu jeden z potencjalnych jej uczestników. Uważamy, że akwizycje w okresie spowolnienia gospodarczego, a zatem również atrakcyjniejszych wycen są okazją do wykreowania wartości dla spółki.

Dywidenda z ABS i ABG

Według wypowiedzi prezesa Asseco Poland Adama Górala dywidenda w Asseco Business Solution wyniesie 14 mln PLN, a z ABG 25 mln PLN. Zdaniem prezesa środki ściągnięte z dywidendy od spółek zależnych wystarczą na zapłacenie dywidendy Asseco, która według wczorajszej informacji ma wynieść 70 mln PLN.

Comarch

Plany na 2009 rok

Comarch nie planuje wypłacić dywidendy za rok 2008. Spółka zamierza w najbliższym czasie kupić się na przejmowaniu małych, niszowych spółek. Zarząd właśnie negocjuje przejęcie niemieckiej firmy. Transakcja mogłaby dokonać się jeszcze w marcu. Comarch otwiera oddziały w Wietnamie i Chinach, co może przełożyć się na wyższe koszty marketingu. W tym roku przychody grupy mają wzrosnąć o 5%, przy zachowaniu rentowności na poziomie 6-7%. Prezes rozważa skup akcji własnych.



AB (Trzymaj)

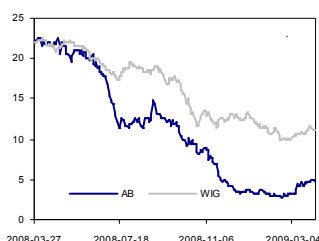
Cena bieżąca: 4,8 PLN

Cena docelowa: 12,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 585,6	-14,2%	2 691,7	4,1%	2 905,4	7,9%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	28,3	-28,2%	29,8	5,2%	36,2	21,4%	MC (cena bieżąca)	75,8
marża EBITDA	1,3%	1,1%		1,1%		1,2%		EV (cena bieżąca)	248,0
EBIT	35,2	23,1	-34,3%	24,5	6,0%	30,8	25,7%	Free float	51,3%
Zysk netto	16,1	5,4	-66,6%	7,4	37,4%	13,0	75,7%		
P/E	4,7	14,1		10,3		5,8		Zmiana ceny: 1m	51,3%
P/CE	3,7	7,1		6,0		4,1		Zmiana ceny: 6m	-56,4%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m	-78,9%
EV/EBITDA	7,0	8,8		8,3		7,0		Max (52 tyg.)	22,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Mimo znacznej zwyżki notowań w marcu wydaje nam się, że skala przeceny jaka miała wcześniej miejsce w przypadku AB w połączeniu z solidnymi wynikami spółki za pierwsze półrocze jej roku obrotowego predestynuje spółkę do tego, by na fali poprawy sentymentu na rynku kontynuować dobrą postawę na tle WIG. Z tego rekomendujemy w miesięcznym horyzoncie inwestycyjnym przeważanie AB względem szerokiego indeksu giełdowego.



Action (Akumuluj)

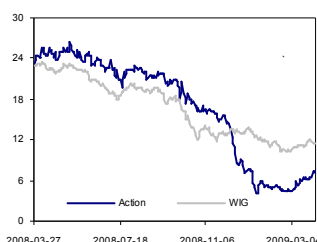
Cena bieżąca: 7,2 PLN

Cena docelowa: 24 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 339,7	30,2%	4 568,6	95,3%	3 310,4	-27,5%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	61,6	63,5%	128,6	108,7%	93,1	-27,7%	MC (cena bieżąca)	124,1
marża EBITDA	2,1%	2,6%		2,8%		2,8%		EV (cena bieżąca)	278,7
EBIT	30,4	53,7	76,7%	113,4	111,4%	81,7	-27,9%	Free float	40,9%
Zysk netto	22,0	34,5	56,8%	75,9	119,7%	49,7	-34,5%		
P/E	5,4	3,6		1,6		2,5		Zmiana ceny: 1m	60,0%
P/CE	4,0	2,9		1,4		2,0		Zmiana ceny: 6m	-63,6%
P/BV	0,8	0,7		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-70,6%
EV/EBITDA	4,7	4,6		2,2		2,9		Max (52 tyg.)	26,5
Dyid (%)	0,0	3,6		5,6		12,2		Min (52 tyg.)	4,1



W marcu notowania akcji Actionu wzrosły o 62%, czemu towarzyszyła publikacja wyników kwartalnych pozwalających zniwelować stratę z pierwszego kwartału roku obrotowego, które poza ogólną poprawą nastrojów wśród inwestorów była głównym czynnikiem wzrostu w spółce. Wydaje nam się, że efekt dobrych wyników został już w dużej mierze zdyskontowany i kwiecień w naszej opinii powinien stać pod znakiem przynajmniej częściowego oddania premii do indeksu wypracowanej w ostatnich tygodniach. Zalecamy niedowierzanie akcji spółki w ciągu najbliższego miesiąca.

Wyniki 2Q2008/2009

W opublikowanym raporcie półrocznym inwestorzy poznali po raz pierwszy wyniki drugiego kwartału obrotowego. I tak, zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzedaż we wspomnianym okresie zanotowała nieco wyższy spadek r/r w porównaniu do naszych prognoz (z 701,3 mln PLN do 657,0 mln PLN vs 659,2 mln PLN naszej prognozy). Spadek sprzedaży jest wyraźnym sygnałem świadczącym o spowolnieniu w branży i wynikał ze słabszego popytu konsumenckiego w okresie Świąt Bożego Narodzenia. Duża deprecjacja złotego w minionych miesiącach doprowadziła do strat na wycenie sald zobowiązań, pozostawiając jednak jednocześnie duże ilości zalegających tanich zapasów. Dzięki nim spółce udało się osiągnąć znakomitą marżę brutto sięgającą 12,4%, co przy tylko nieco wyższych kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu znacznie poprawiło wynik na sprzedaży. Kontynuacja trendu na rynkach walutowych spowodowała, że spółka najprawdopodobniej ponownie zanotowała wysokie straty na ujemnych różnicach kursowych z wyceny sald, o czym mogą świadczyć wysokie pozostałe koszty operacyjne. Na poziomie EBIT uzyskany wynik różni się mocno od przez nas oczekiwanego (26,6 mln PLN vs 16,3 mln PLN naszej prognozy). Być może jest to spowodowane faktem, że przychody z zabezpieczeń walutowych umieściliśmy na poziomie kosztów finansowych, podczas gdy w spółce najprawdopodobniej pomniejszono o hedging pozostałe koszty operacyjne. Teza ta wymaga jednak weryfikacji. Po uwzględnieniu poziomu finansowego sprawozdania i podatków wynik netto spółki ukształtował się na poziomie 21,2 mln PLN przy 15,3 mln PLN przed rokiem i 18,9 mln PLN naszej prognozy. W bilansie uderzającą zmianą jest znaczne zmniejszenie zadłużenia odsetkowego w porównaniu do 1Q08/09 ze 144,5 mln PLN do 84,5 mln PLN, które wynika ze zmniejszenia kapitału obrotowego w spółce (skrócenie cyklu należności).



ASBIS (Trzymaj)

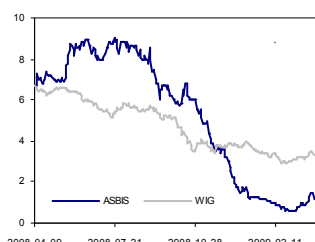
Cena bieżąca: 1,2 PLN

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 (mIn 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%	8,1	-57,9%	15,5	91,5%	MC (cena bieżąca)	66,0
marża EBITDA	2,0%	1,3%		0,6%		1,2%		EV (cena bieżąca)	73,5
EBIT	25,7	16,3	-36,5%	5,2	-68,2%	12,5	141,4%	Free float	32,8%
Zysk netto	18,7	7,5	-59,8%	-1,7		5,8			
P/E	1,0	2,6				3,3		Zmiana ceny: 1m	101,7%
P/CE	0,9	1,9		16,0		2,2		Zmiana ceny: 6m	-79,5%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	2,3	4,1		9,1		4,8		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	14,3	49,6		0,0		13,5		Min (52 tyg.)	0,6



Lepszy sentyment na rynku od razu przełożył się na notowania Asbisu. Spółka zyskała na wartości blisko 107% częściowo niwelując dyskonto wynikające z rozgrywania przez inwestorów scenariusza bankructwa spółki. Naszym zdaniem kwiecień nie powinien raczej stać pod znakiem częściowej realizacji zysków mimo, że przynajmniej pierwszy kwartał spółka nie powinna zaliczyć do bardzo udanych i tym samym zabraknie czynników, które mogłyby podtrzymywać kurs w bieżącym miesiącu. Obecna wycena nadal uwzględnia bardzo wysokie dyskonto do wartości likwidacyjnej spółki, które w miarę wyjaśniania się sytuacji spółki na rynkach wschodnich powinno być niwelowane. Z tego względu zalecamy przeważanie Asbisu w perspektywie najbliższego miesiąca.

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 zrekompensować gorsze wyniki sprzedaży w niektórych krajach (Ukraina, Rosja), sprzedażą 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.

Redukcje kosztów wpłyną na poprawę wyników?

Spółka w ciągu dwóch pierwszych miesięcy roku podpisała 5 nowych umów dystrybucyjnych, które mają pomóc zdywersyfikować portfel produktów. Spółka realizuje program oszczędnościowy. Przeniesienie centrum dystrybucyjnego z Amsterdamu do Pragi ma przynieść 1,4 mln USD oszczędności w 2009 roku. Zdaniem zarządu, ustabilizowanie sytuacji na rynkach walutowych i zwiększenie udziału sprzedaży denominowanej w USD powinno pozytywnie przełożyć się na wyniki grupy. Asbis planuje zwiększyć udział marek własnych Prestigio i Canyon z 5% w 2008 roku do 10% za 2-3 lata.



Komputronik (Akumuluj)

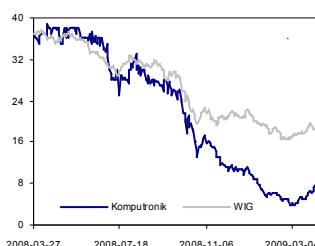
Cena bieżąca: 7,6 PLN

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	773,9	49,0%	847,7	9,5%	972,2	14,7%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	12,1	13,0	8,0%	10,2	-21,7%	17,4	70,1%	MC (cena bieżąca)	61,9
marża EBITDA	2,3%	1,7%		1,2%		1,8%		EV (cena bieżąca)	84,1
EBIT	10,3	7,6	-26,1%	4,5	-41,4%	11,6	158,7%	Free float	20,3%
Zysk netto	10,3	7,6	-26,1%	4,5	-41,4%	11,6	158,7%		
P/E	5,4	8,1		13,9		5,4		Zmiana ceny: 1m	88,8%
P/CE	4,7	4,8		6,1		3,6		Zmiana ceny: 6m	-70,7%
P/BV	0,6	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-79,0%
EV/EBITDA	2,0	6,1		8,2		5,1		Max (52 tyg.)	38,7
Dyid (%)	0,9	0,0		0,0		1,4		Min (52 tyg.)	3,8



Notowania Komputronika wzrosły w marcu o 88% przy 10,8% wzroście całego rynku. Tym samym był on po Asbisie dystrybutorem informatycznym o najwyższej stopie zwrotu w tym okresie. Naszym zdaniem jakość wyników czwartego kwartału, ani perspektywy pierwszego nie usprawiedliwiają aż tak gwałtownego wzrostu kursu i spodziewamy się, że w kwietniu dojdzie do choćby częściowej realizacji zysków. Dlatego też zalecamy w kwietniu niedoważanie akcji spółki względem szerokiego indeksu giełdowego.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 61 PLN

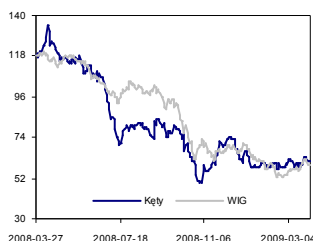
Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%	MC (cena bieżąca)	562,7
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	867,9
EBIT	141,9	128,3	-9,5%	108,1	-15,8%	119,6	10,7%	Free float	46,0%
Zysk netto	97,8	63,4	-35,2%	64,4	1,7%	77,3	19,9%		
P/E	5,8	8,9		8,7		7,3		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE	3,8	4,5		4,4		4,0		Zmiana ceny: 6m	-22,0%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-49,1%
EV/EBITDA	4,7	4,9		5,1		4,5		Max (52 tyg.)	134,8
Dywid (%)	6,6	7,4		7,6		7,9		Min (52 tyg.)	49,5



Jeżeli w dalszej części roku nie nastąpi umocnienie PLN spółka będzie musiała skorygować roczną prognozę zysku netto (60 mln PLN). Na poziomie EBITDA wyniki mogą być lepsze niż oczekiwania zarządu. Wydaje się, że najsłabszy kwartał roku już za Kętami. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wstępne wyniki za 1Q2009

W pierwszym kwartale 2009 zarząd spodziewa się osiągnąć ok. 240 - 245 mln PLN przychodów ze sprzedaży (- 17% r/r). Głównymi czynnikami wpływającymi na niższy poziom był spadek cen aluminium na światowych rynkach oraz spadek sprzedaży ilościowej w Segmencie Wyrobów Wyciskanych. Segment Opakowań Giętkich nieznacznie przekroczył sprzedaż z ubiegłego roku, osiągając poprawę wyników finansowych. Pozostałe segmenty zanotowały spadek sprzedaży poza Grupę na poziomie 4-15%. Zarząd spodziewa się, iż skonsolidowany zysk operacyjny wyniesie ok. 24-26 mln PLN, a skonsolidowany zysk netto wyniesie ok. 2 - 4 mln PLN. Główny wpływ na zysk netto ma czynnik jednorazowy, jakim jest ujemna wycena bilansowa kredytów walutowych w wysokości około 15 mln PLN prezentowana w działalności finansowej. Na koniec pierwszego kwartału 2009 roku prognozuje się, iż dług netto Grupy Kapitałowej zmniejszy się o około 6% w stosunku do końca 2008 roku i wyniesie ok. 340 mln PLN. Wynik operacyjny powinien ukształtować się na poziomie 4Q2008 – sezonowo dużo lepszego niż 1Q. Przy spadających wolumenach sprzedaży spółce pomaga relacja Euro/USD. Należy również pamiętać, że w ujęciu r/r spółka raportuje wyższą o ok. 3,5 mln PLN amortyzację. Prognoza została przygotowana przy założeniu, że na koniec miesiąca kursy walutowe ukształtują się na poziomie: PLN/EUR 4,49; PLN/USD 3,44. Ostatecznie są nieco wyższe, co może oznaczać dodatkowe 2,5-3 mln PLN straty finansowej (26% kredyty w Euro, 4% w USD 4% w CHF).



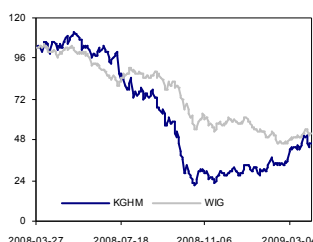
KGHM (Akumuluj)

Cena bieżąca: 46,5 PLN Cena docelowa: 49,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(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)	9 290,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		15,3%		12,6%		EV (cena bieżąca)	7 537,4
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	2,4	3,2		15,9		22,1		Zmiana ceny: 1m	25,5%
P/CE	2,2	2,7		8,8		10,4		Zmiana ceny: 6m	-5,2%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-54,5%
EV/EBITDA	1,3	1,8		6,6		8,1		Max (52 tyg.)	111,8
Dywid (%)	36,6	19,4		5,9		2,5		Min (52 tyg.)	21,4



Cena akcji spółki osiągnęła naszą cenę docelową wyznaczoną w listopadzie 2008. Momentum jest nadal pozytywne dla rynku metali przemysłowych, który w marcu wszedł w okres sezonowego wzrostu popytu (powinien potrwać do czerwca), który w tym roku może być dodatkowo wzmocniony efektem odbudowywania zapasów przed odbiorców miedzi, którzy w okresie największego spowolnienia sprzedaży przełom (4Q2008/1Q2009) zmniejszali zapasy wyrobów gotowych. Na obecną chwilę nie sposób ocenić jak szybko inwestorzy będą dyskontowali scenariusz inflacyjny w 2010 roku i prawdopodobne osłabienie USD, co będzie przekładało się na wzrost cen miedzi. Widzimy potencjał do podwyższenia ceny docelowej, dlatego utrzymujemy pozytywną rekomendację inwestycyjną dla akcji KGHM pomimo silnego wzrostu cen. Obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

KGHM na zakupach

Zarząd KGHM rozpatruje obecnie jeden projekt zakupu złoża miedzi za granicą i w tym półroczu zamierza przedstawić go do zaopiniowania radzie nadzorczej. Do końca przyszłego kwartału ma powstać krótka lista potencjalnych celów do przejęcia – w grę wchodzi Ameryka Południowa i Północna. W 2010 roku KGHM planuje też kolejną, większą akwizycję. Dzięki zakupom koncern ma zwiększyć moce produkcyjne z własnych surowców z 488 tys. do 700 tys. ton rocznie. Informacje już podawane przez zarząd wcześniej, bez wpływu na kurs. Podtrzymujemy opinię, że to dobry czas na zakupy złóż dla spółek takich jak KGHM (dysponujących nadwyżką środków finansowych).

Związkowcy grożą, płace zamrożone

Dwa największe związki zawodowe działające w KGHM rozważają spór zbiorowy. Związkowcy nie zgadzają się z decyzją zarządu o zamrożeniu wzrostu wskaźnika płac w tym roku. Po raz pierwszy w giełdowej historii spółki zarząd odważył się zamrozić wzrost wynagrodzeń, co oczywiście interpretujemy bardzo pozytywnie ale co wywołuje oczekiwaną reakcję związków zawodowych. Po analizie wyników za I kwartał, w okolicach 20 kwietnia, zarząd KGHM prawdopodobnie powróci do negocjacji płacowych ze związkami zawodowymi - Józef Czyczerski, szef Rady Sekcji Krajowej Górnictwa Rud Miedzi NSZZ Solidarność. Związkowcy spotkali się z zarządem KGHM, by rozmawiać m.in. o podwyżkach wynagrodzeń. W naszych prognozach zakładaliśmy, że do takiej sytuacji dojdzie w 3Q, jednak czynniki makro układają się dla spółki bardzo korzystnie więc oczekujemy, że już po 1Q2009 spółka może zrealizować całoroczną prognozę zysku netto (480 mln PLN).

KGHM nie potwierdza szybkiej sprzedaży Dialogu

KGHM nie rozpatruje wyjścia z Telefonii Dialog jeszcze w tym roku – potwierdza natomiast harmonogram, który zakłada sprzedaż w spółki w ciągu 2-3 lat. Spekulacje o szybkim wyjściu z Dialogu można było interpretować jako chęć uzyskania tarczy podatkowej przed sprzedażą Polkomtela – jeszcze w tym roku. Deklaracja zarządu oddala tą tezę, chociaż całkowicie jej nie przekreśla.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w lutym

Produkcja budowlano-montażowa w lutym okazała się o 1,9% wyższa niż w roku ubiegłym i o 17,2% wyższa niż w styczniu 2009 roku. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła 2,3% r/r i 0,5% m/m.

Oslabienie koniunktury łagodniejsze niż w innych działach przemysłu

Marek Michałowski, prezes Budimexu oraz Polskiego Związku Pracodawców Budownictwa, uważa, że spowolnienie w budownictwie będzie mniejsze niż w innych branżach. Według niego wzrost per saldo dla całego sektora budownictwa w 2009 roku wyniesie około 0 proc. Najbardziej kryzys odczuwają segmenty mieszkaniowy i biurowy, natomiast budownictwo infrastrukturalne wciąż będzie notować dobre wyniki.

Budownictwo drogowe

Może zabraknąć 8 mld PLN na budowę dróg?

8 mld PLN może zabraknąć w budżecie na budowę i utrzymanie dróg, jeśli rząd nie przyjmie ustawy dotyczącej Krajowego Funduszu Drogowego. Prace nad ustawą utknęły w martwym punkcie. Na realizację budowy dróg przewidziano na ten rok 29 mld PLN, z tego 11 mld PLN ma pochodzić z budżetu państwa, zaś 10 mld ze środków UE. Rząd zapowiedział, że brakujące 8 mld PLN zapewni Krajowy Fundusz Drogowy pozyskując kredyt od Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

Prezes Jaskóła o zaliczkach na kontrakty drogowe

Konrad Jaskóła, prezes Polimexu Mostostalu, w wywiadzie skomentował, że przyjęcie rozporządzenia umożliwiającego GDDKiA wypłatę zaliczek na kontraktach drogowych usprawniłoby i przyspieszyłoby ich realizację.

Prezes Michałowski o sytuacji w budownictwie infrastrukturalnym

Zdaniem prezesa Budimexu obecne czasy są dla budownictwa infrastrukturalnego sprzyjające. Pojawiły się pieniądze unijne, z powodu braku zatrudnienia do kraju wracają fachowcy z zagranicy, nie ma też problemu z zakupem lub leasingiem maszyn. W 2008 roku GDDKiA wydała 16 mld PLN, nawet jeśli w tym roku wydatki sięgną 24 mld PLN (plany: 28 mld PLN), będzie to wzrost o 50%. Do tego trzeba jeszcze dodać wydatki infrastrukturalne samorządów. Firmy z branży pracują na 60-80% swoich mocy (Budimex: 80%), są więc jeszcze spore rezerwy. Faktycznie, przetargami zaczynają się interesować nowe firmy, jednak firmy obecne już na rynku mają nad nimi przewagę. Prezes przyznaje, że na różnice między kosztorysem inwestora a ceną zgłaszaną przez wykonawcę przeważający wpływ ma przewidywana dynamika kosztów w budownictwie.

Budownictwo infrastrukturalne pozostałe

Niepewny los drugiej linii metra w Warszawie

Pomimo, że konsorcjum Astaldi i Gulermak złożyło najtańszą ofertę w przetargu (4,1 mld PLN, oferta o 10% tańsza od kolejnej), oferta firm prawdopodobnie zawiera błąd. Konsorcjum uczyniło beneficjentem wadium w postaci gwarancji bankowych spółkę Metro Warszawskie, nie zaś inwestora – miasto stołeczne Warszawa. Błąd może wynikać z nieprecyzyjnych informacji udzielonych przez miejskich urzędników.

Budownictwo kubaturowe

Kongres Budownictwa o branży deweloperskiej

Zgodnie z szacunkami Kongresu Budownictwa, liczba wstrzymanych inwestycji w budownictwie mieszkaniowym sięga 80-90%.

Energoinstal

Ambitne plany zarządu

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, portfel zamówień na ten rok jest zapełniony, zaś całkowita jego wartość to 250 mln PLN. Prezes zapowiada wygenerowanie w tym roku przynajmniej 250 mln PLN przychodów. Wyniki Q1 2009 powinny być bardzo dobre. Duże inwestycje w Europie Zachodniej, takie jak budowa elektrociepłowni gazowej, zostały wyhamowane, dlatego spółka czeka na zamówienia z rynku polskiego. Obecnie spółka negocjuje umowę na dostawę i montaż kotła w Niemczech (14 mln PLN). Przymierza się też do udziału w krajowym przetargu o wartości 300 mln PLN. Na koniec roku prezes spodziewa się wzrostu wyniku netto o kilkadziesiąt procent r/r. W Q3 2009 spółka ma zakończyć zapowiadane akwizycje. Spółkę interesuje przejęcie firmy z branży automatyki, jak i specjalizujące się w remontach i obsłudze

turbin. Obie spółki są rentowne i mają około 15 mln PLN przychodów. Przejęcie tych spółek pozwoliłoby nawet na przekroczenie planowanych przychodów w wysokości 250 mln PLN. Na przejęcia przeznaczone jest około 10 mln PLN.

Energomontaż Południe

Dobre perspektywy na najbliższe lata

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, firma negocjuje zlecenia zagraniczne na kilkaset mln PLN, głównie w Niemczech, w ciągu kilku miesięcy zaś planuje wypełnić portfel na rok 2010 do wysokości powyżej 300 mln PLN. Zamówień spółce nie brakuje, choć z drugiej strony zauważalny jest także wzrost konkurencji. Firma pilnie potrzebuje spawaczy. Stara się zatrudniać osoby z Białorusi i Ukrainy, co ma pozwolić na utrzymanie przewagi kosztowej i utrzymanie kilkunastoprocentowych marż brutto na sprzedaży. Już teraz 10-15% kadry spółki to pracownicy zagraniczni. Energomontaż nie opublikuje tegorocznych prognoz, jednak przyznaje, że zysk w Q1 2009 powinien być zbliżony do zysku z Q1 2008, gdy spółka zarobiła 0,5 mln PLN netto.

Energomontaż Północ

Już 355 mln PLN w portfelu na rok 2008

Energomontaż Północ zawarł za pośrednictwem spółki zależnej Energomontaż Północ Gdynia umowę z Oilwell Varco na wykonanie wieży obsługowej (9,1 mln PLN, 2,8% przychodów w 2008 roku). Energop Sochaczek zaś podpisał umowę na dostarczenie konstrukcji wsporczej i zamocowań dla elektrowni atomowej w Flamanville (7,7 mln PLN, 2,4% przychodów w 2009 roku). W efekcie, wartość portfela zleceń na 2009 roku wzrosła do 355 mln PLN. Zarząd zapowiada, że wszystkie kontrakty charakteryzują się satysfakcjonującymi marżami.

Hydrobudowa Polska

Najtańsza oferta na budowę Baltic Arena

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z Alpine Bau złożyła najtańszą ofertę na budowę Baltic Arena (427,7 mln PLN). Kolejna była oferta Budimexu (471,2 mln PLN), Baugesellschaft Walter Hellmich i Pol-Aqua (477 mln PLN), Polimex Mostostal i J&P Avax (486,7 mln PLN), Hochtief i Warbud (490,8 mln PLN), PORR, Strabag i Zeman Dachy Fasady (491,4 mln PLN) oraz konsorcjum chińskiego (520,5 mln PLN).

Mostostal Export

Mostostal zawiesza negocjacje z inwestorem branżowym

Mostostal Export zawiesił negocjacje z inwestorem branżowym. Przyczyną tego jest kryzys finansowy. Spółka nie przejmie także innego podmiotu działającego w zakresie ochrony środowiska (firma nie spełniła postawionych przez Mostostal warunków).

Mostostal Zabrze

Oczekiwany kontrakt na A1 dołączył do portfela

Zawarta została umowa z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 na Śląsku (od węzła Sośnica do węzła Maciejów). Wartość kontraktu to około 900 mln PLN, z tego 393 mln PLN przypadają na Polimex Mostostal, zaś 84,3 mln PLN na Mostostal Zabrze.

W branży konstrukcji stalowych na razie nie jest tak źle

Prezes Mostostalu Zabrze uważa, że w branży konstrukcji stalowych na chwilę obecną sytuacja nie wygląda wcale najgorzej, choć obawa o dalszy rozwój sytuacji pozostaje. Spółka zamierza zaoferować wykonanie konstrukcji stalowych na pięć stadionów budowanych w Krakowie, Chorzowie, Wrocławiu, Warszawie i Gdańsku. W ciągu miesiąca rozstrzygnie się udział w budowie wrocławskiego obiektu. Spółka stawia także na sektor energetyczny, licząc na dwa przetargi na instalacje biomasy w Elektrowni Dolna Odra oraz w Elektrowni Bełchatów. Mostostal nie zamierza publikować prognozy na rok 2009, prezes jednak przyznaje, że ma zmniejszyć się udział eksportu w obrotach (do około 50%). Portfel zleceń jednostki dominującej wynosi około 440 mln PLN (dwukrotność przychodów za rok 2008).

Naftobudowa

Kontrakt na budowę zbiorników dla OLPP za 23,2 mln PLN

OLPP uznał ofertę Naftobudowy za najkorzystniejszą w przetargu na budowę zbiorników magazynowych w Koluszkach. Spółka wyceniła prace na 23,2 mln PLN.

Pol-Aqua

Koncesja na wydobycie złóż granitu

Kampol, spółka z grupy Pol-Aqua, otrzymała 50-letnią koncesję na wydobycie granitu ze złóż w dyspozycji spółki. Zasoby szacowane są na 25,7 ton. Złoże ma być początkowo wykorzystywane do produkcji kruszyw.

Projprzem

Utrzymanie przychodów z 2008 roku

Projprzem otrzymał zlecenie na wykonanie konstrukcji stalowych o wartości 4,7 mln EUR (21 mln PLN). Termin realizacji zamówienia upływa w grudniu 2009. Obecnie portfel w zakresie konstrukcji wypełniony jest do końca 2009 roku, jego wartość zaś wynosi 70 mln PLN. 1/3 przychodów w 2009 roku ma zapewnić segment konstrukcji stalowych, 1/3 produkcja systemów przeładunkowych do magazynów, pozostałą zaś część – sprzedaż mieszkań z bydgoskiego osiedla Fordon i działalność budowlana. Z 63 lokali Projprzem sprzedał kilkanaście. Przychody z budownictwa przemysłowego w 2008 roku wyniosły 50% obrotów, w roku 2009 przychody segmentu mają spaść o kilkadziesiąt procent. Prezes nie zamierza podawać prognozy, lecz zapowiada, że tegoroczne przychody nie powinny być gorsze od przychodów 2008 roku.

Plany rozwoju w zakresie pomostów przeładunkowych

Projprzem rozgląda się za akwizycjami, na które mogą pozwolić znaczne stany gotówki będące w dyspozycji spółki (ponad 40 mln PLN). Przyznaje, że chce się rozwijać w zakresie konstrukcji stalowych i pomostów przeładunkowych. Spółce sprzyja niska cena stali i mocne EUR, spółka dokonała też modernizacji w zakresie mocy wytwórczych, marże więc powinny rosnąć. Ponadto, spółka przejęła marżę handlową, wraz z rozpoczęciem sprzedaży pomostów przeładunkowych pod własną marką.

Remak

Remak wypłaci dywidendę?

Zarząd rekomenduje ZWZA wypłatę dywidendy w wysokości 2,55 mln PLN (0,85 PLN na akcję).



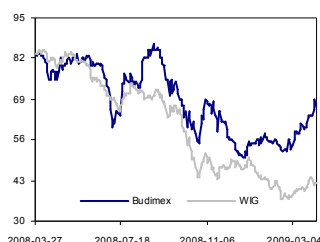
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 66,4 PLN Cena docelowa: 69,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 541,0	5,7%	4 772,0	34,8%	Liczba akcji (mIn)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	201,0	49,8%	177,4	-11,8%	MC (cena bieżąca)	1 693,9
marża EBITDA	1,7%	4,0%		5,7%		3,7%		EV (cena bieżąca)	1 514,7
EBIT	28,0	112,2	300,1%	178,1	58,8%	154,1	-13,5%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	148,1	41,4%	119,5	-19,3%		
P/E	112,4	16,2		11,4		14,2		Zmiana ceny: 1m	23,1%
P/CE	43,8	13,4		9,9		11,9		Zmiana ceny: 6m	-3,7%
P/BV	3,2	2,6		2,5		2,1		Zmiana ceny: 12m	-20,6%
EV/EBITDA	28,2	9,0		7,5		9,9		Max (52 tyg.)	86,8
Dyid (%)	0,0	0,0		6,2		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



W raporcie analitycznym z 2 kwietnia nieznacznie obniżyliśmy cenę docelową Budimexu do 69,1 oraz rekomendację do trzymaj. Związane jest to z wzrostem ceny akcji spółki, który naszym zdaniem dyskontuje w pełni perspektywy Budimexu. Zauważamy, że gotówka netto może w kolejnych latach znacząco się zmniejszyć (słabnący podwykonawcy w budownictwie kubaturowym, konieczność poniesienia nakładu w wysokości 350-400 mln PLN na objęcie 5% udziału w spółce Autostrada Południe). Mieszane uczucia budzi w nas deklaracja zarządu o możliwym wzroście zaangażowania w spółkę powyżej 5%. W efekcie, wysoka dywidenda, która prawdopodobnie będzie wypłacona w 2009 roku, może być czynnikiem jednorazowym. Dostrzegamy także ryzyko związane z realizacją kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 w latach 2011-2012, kiedy prawdopodobnie ceny materiałów budowlanych i usług podwykonawczych będą wyższe niż obecne (dynamika wzrostu ich ceny w przypadku poprawy sytuacji w budownictwie może być większa niż wskaźnik inflacji, który ma być użyty do indeksacji cen w kontrakcie).

Poprawa rentowności, wypłata dywidendy

Prezes Michałowski zapowiada kontynuację starań o przejęcie PRK w Krakowie, w celu wejścia na rynek kolejowy. Portfel spółki na rok 2009 wynosi obecnie 2,6 mld PLN, spółka nie powinna mieć jednak problemu z osiągnięciem wyniku przynajmniej takiego jak w roku ubiegłym. Cały portfel Budimexu liczy około 7 mld PLN (wliczając umowę na budowę odcinka autostrady A1). Celem spółki jest dalsza poprawa rentowności. Prezes chciałby, aby rentowność w tym roku wzrosła do poziomu 3,2%, może nawet 3,3% (szacunki nie uwzględniają potencjalnych odszkodowań od PPPL oraz GDDKiA). Pozycja gotówkowa jest bardzo dobra, po konsultacjach z radą nadzorczą zarząd zadecyduje, czy zaproponuje wypłatę dywidendy na WZA. Wartość dywidendy mogłaby być nawet większa niż 100 mln PLN. Prezes wierzy, że część deweloperska będzie przynosiła zyski, mimo kryzysu. W budowie pozostaje około 2 tys. mieszkań, z czego 1 tys. znalazł już nabywców. Spółka pragnie w najbliższym czasie zaoferować lokale w programie Rodzina na Swoim.

Budimex podzieli się zyskiem za rok 2008

W raporcie rocznym Budimex przyznał, że zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy z zysku podmiotu dominującego grupy. Zysk jednostkowy Budimexu w 2008 roku wyniósł 49,2 mln PLN.

Wygrany proces i zwrot pobranej przez inwestora gwarancji

Sąd Okręgowy w Krakowie wydał wyrok korzystny dla Budimexu Dromexu w sprawie o zapłatę 20,7 mln PLN z odsetkami (sprawa budowy hali sportowej w Czyżynach). Środki te, pobrane w listopadzie 2007 z gwarancji bankowej, zostaną zwrócone Budimexowi.

Sprawa budowy obwodnicy Augustowa skończy się w sądzie

Z uwagi na brak efektu negocjacji z GDDKiA w sprawie odszkodowania za przerwanie prac nad budową obwodnicy Augustowa, Budimex zdecydował o skierowaniu sprawy do sądu. Spółka domaga się 44 mln PLN (10% wartości kontraktu brutto). GDDKiA stoi na stanowisku, że wykonawca nie może ubiegać się o odszkodowanie, gdyż przyczyną odstąpienia od umowy był „ważny interes publiczny” (art. 145 prawa o zamówieniach publicznych).

Sąd arbitrażowy rozstrzyga na korzyść Budimexu

Sąd arbitrażowy przyznał konsorcjum Ferrovial-Budimex 54 mln PLN (udział Budimexu to 40%). Kwota obejmuje zajęte przez Przedsiębiorstwo Państwowe Porty Lotnicze (PPPL) w listopadzie 2007 gwarancje bankowe wraz z odsetkami, opłatami arbitrażowymi i kosztami procesu. Rzecznik PPPL deklaruje, że będzie zaskarżał wyrok sądu. Wyrok ten jest wyrokiem



częściowym. Łącznie PPPL domaga się 137 mln PLN za utracone korzyści w związku z opóźnieniami w budowie terminala na Okęciu, konsorcjum zaś 200 mln PLN za wykonane i niezapłacone prace wraz z odsetkami.

Kontrakt na dostosowanie autostrady A1 na 141,5 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z Aclatel-Lucent Polska na dostosowanie autostrady A2 na odcinku Konin – Stryków do standardów autostrady płatnej. Realizacja prac rozpocznie się 19 października 2009 roku, zaś zakończy 22 października 2010.



Elektrobudowa (Kupuj)

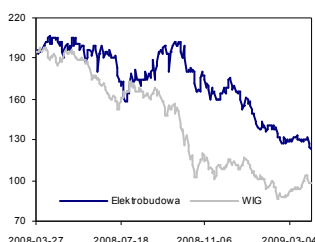
Cena bieżąca: 123 PLN

Cena docelowa: 166,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-09

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	830,8	2,4%	841,8	1,3%	Liczba akcji (mIn)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	70,6	-10,7%	70,3	-0,4%	MC (cena bieżąca)	584,0
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,5%		8,4%		EV (cena bieżąca)	511,9
EBIT	44,2	71,3	61,1%	62,5	-12,3%	61,6	-1,5%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	56,2	-6,7%	56,6	0,7%		
P/E	15,0	9,7		10,4		10,3		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	13,0	8,6		9,1		8,9		Zmiana ceny: 6m	-39,0%
P/BV	4,6	2,3		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-37,2%
EV/EBITDA	10,5	6,3		7,3		6,9		Max (52 tyg.)	207,0
Dyid (%)	1,6	2,0		3,2		3,2		Min (52 tyg.)	123,0



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. Prognoza zarządu (805,8 mln PLN przychodów, 48,1 mln PLN zysku netto) jest niższa od naszej prognozy, zakładającej 830,8 mln PLN przychodów oraz 56,2 mln PLN zysku netto. Niższa rentowność związana jest w znacznej części z założeniami dotyczącymi rynku rosyjskiego (zysk z tego tytułu jest niższy o 4 mln PLN niż założyliśmy w prognozie). Zwracamy uwagę na fakt, że Elektrobudowa pracuje na krótkim portfelu zleceń (zlecenia na produkcję stacji kontenerowych i rozdzielnic wpływają na bieżąco), w efekcie wyniki mogą odchyłać się od prognoz. Prognozy wyników rocznych z lat 2006-2008 cechowały się historycznie wysokim konserwatyżmem (były przekraczane). Nie można wykluczyć, że również prognoza z początku roku 2009 zostanie przekroczona, mimo diametralnie różnej sytuacji gospodarczej. Ewentualną aktualizację prognozy wyników Elektrobudowy planujemy przeprowadzić po wynikach Q1 2009. Sądzymy, że informacja nie zachęca do zakupu akcji Elektrobudowy w krótkim terminie, nie powinna jednak zniechęcić inwestora szukającego inwestycji długoterminowej. Nadal sądzymy, że lata 2009 i 2010 nie zaskoczą nas wzrostem przychodów i poprawą rentowności, lecz spółka posiada bardzo duże szanse poprawy wyników w momencie rozpoczęcia inwestycji w polskiej energetyce w 2011 roku.

Prognoza zarządu na rok 2009

Elektrobudowa opublikowała prognozę wyników na rok 2009. Zgodnie z prognozą, przychody mają wynieść 805,8 mln PLN (2008: 811 mln PLN), zysk netto zaś 48,1 mln PLN (2008: 60,3 mln PLN). Na poziomie jednostkowym przychody mają wynieść 752,7 mln PLN (2008: 786,2 mln PLN), zysk netto zaś 50,1 mln PLN (2008: 56,3 mln PLN). Zgodnie z komunikatem do budżetu, spółka w prognozie niższej rentowności wzięła pod uwagę trudne do przewidzenia i niezależne od Spółki, choć realne zdarzenia, takie jak upadłości zleciodawców oraz zawieszenia części inwestycji. W pozostałych kosztach operacyjnych spółka prognozuje wygenerowanie około 2,9 mln PLN straty. Prognoza skonsolidowanego wyniku netto zawiera też stratę wynikającą z rozruchu zakładów spółki Wektor (2,9 mln PLN) oraz niższy o 1,6 mln PLN zysk spółki zależnej Kruella.



Erbud (Kupuj)

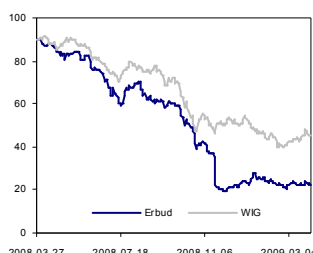
Cena bieżąca: 22,4 PLN

Cena docelowa: 26,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	908,4	-14,2%	865,4	-4,7%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	53,5	-25,0%	32,7	-38,8%	MC (cena bieżąca)	281,6
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,9%		3,8%		EV (cena bieżąca)	187,7
EBIT	32,8	64,8	97,7%	46,9	-27,6%	26,0	-44,4%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	38,4	269,6%	23,6	-38,7%		
P/E	8,8	27,1		7,3		12,0		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	8,4	16,6		6,3		9,3		Zmiana ceny: 6m	-62,0%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-75,1%
EV/EBITDA	6,1	3,8		3,5		5,1		Max (52 tyg.)	90,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Podtrzymujemy rekomendację kupuj z długim horyzontem inwestycyjnym. Pozytywnie oceniamy pozyskanie dużego kontraktu na budowę centrum handlowego. Zwracamy uwagę, że dominujący udziałowiec inwestora nie jest zadłużony, inwestor zaś posiada finansowanie na realizację obiektu. Mimo obaw dotyczących nowych zleceń, sądzimy, że spółka nie powinna mieć problemów ze zrealizowaniem prognoz na rok 2009 i 2010. Sądzymy, że wzrostu konkurencji na rynku nie jest wystarczającym czynnikiem, który wpłynąłby na spadek marż netto Erbudu poniżej 2,5%. Uważamy, że czynnikiem, który mógłby wpłynąć na znaczny spadek marż, byłby istotny wzrost kosztów w budownictwie, to zaś może naszym zdaniem nastąpić dopiero w 2011 roku.

Kontrakt budowlany za 186,5 mln PLN

Erbud podpisał umowę na roboty budowlane za 186,5 mln PLN (20% przychodów prognozowanych na rok 2009). Przedmiotem umowy jest budowa centrum handlowego w Bytomiu, zaś inwestorem spółka Braaten+Pedersen plus Partners. Prace rozpoczęły się w terminie 7 dni od daty wejścia w życie umowy (24.03.2009), zaś zakończą 15 listopada 2010. Erbud w terminie 14 dni od wejścia w życie umowy ma otrzymać zaliczkę w wysokości 7,5 mln PLN. Ze 186 mln PLN prace za 70 mln PLN zostaną wykonane w 2009 roku, pozostała część zaś przypadnie na rok 2010. 60% powierzchni obiektu zostało już wynajęte. Portfel spółki wynosi 700 mln PLN. Spółka negocjuje obecnie kilka kontraktów na budowę obiektów do 100 mln PLN. Jeszcze w tym półroczu mogłyby się rozstrzygnąć co najmniej dwa.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 47,5 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)	950,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,5%		5,0%		EV (cena bieżąca)	786,1
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	17,9	12,6		9,2		11,7		Zmiana ceny: 1m	20,3%
P/CE	13,1	9,7		7,5		9,0		Zmiana ceny: 6m	-5,8%
P/BV	3,3	2,9		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-25,1%
EV/EBITDA	9,8	5,8		4,8		6,1		Max (52 tyg.)	63,4
Dyid (%)	0,1	0,0		4,0		5,4		Min (52 tyg.)	36,3



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Wycena spółki pozostaje atrakcyjna, pomimo korekty przejściowego znacznego niedowartościowania, z którym mieliśmy do czynienia w drugiej połowie lutego. Nadal zwracamy uwagę na znaczne zapewnienie portfela zamówień na rok 2010 (zgodnie z naszymi szacunkami przekracza 40%) oraz korzystną dywersyfikację segmentową (około 2/3 przychodów spółki w 2009 roku będzie pochodzić z segmentu drogowego oraz segmentów specjalistycznych). Ograniczone wyniki kontraktacji wynikają z tego, że spółka posiada już pełny portfel zamówień na ten rok. Dostrzegamy szansę na wzrost portfela w zakresie obiektów infrastrukturalnych w najbliższych miesiącach.



PBG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 192 PLN

Cena docelowa: 195,6 PLN

Analityk: 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%	2 953,8	41,4%	3 052,0	3,3%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	431,8	59,8%	386,3	-10,5%	MC (cena bieżąca)	2 578,6
marża EBITDA	10,0%	12,9%		14,6%		12,7%		EV (cena bieżąca)	3 227,2
EBIT	109,4	223,4	104,3%	385,0	72,3%	339,3	-11,9%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	248,4	57,2%	213,9	-13,9%		
P/E	25,3	16,3		10,4		12,1		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	19,7	12,6		8,7		9,9		Zmiana ceny: 6m	-13,5%
P/BV	3,4	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-42,0%
EV/EBITDA	21,2	12,7		7,5		8,3		Max (52 tyg.)	331,0
Dywid (%)	0.1	0.0		0.0		7,7		Min (52 tyg.)	175.3



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Pomimo dużego zapełnienia portfela na lata kolejne (2010: ponad 80%), sądzimy, że wycena spółki nie jest atrakcyjna, gdyż zakłada utrzymanie znacznie wyższych marż niż generowanych przez inne spółki budowlane w długim terminie. Naszym zdaniem już teraz w segmencie ekologicznym spółka staje przed wyborem: utrzymanie bardzo wysokich marż lub zauważalne dynamiki przychodów. Dostrzegamy już pierwsze sygnały, świadczące o zmianie podejścia PBG do możliwych do uzyskania marż (oferta na budowę Baltic Arena o 9% niższa niż oferta kolejnego oferenta). Równocześnie, sądzimy, że w krótkim terminie spółka wygeneruje na realizowanych kontraktach duże oszczędności kosztowe, w związku z tym wyniki w krótkim terminie poprawią się.

Najtańsza oferta na budowę Baltic Arena

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z Alpine Bau złożyła najtańszą ofertę na budowę Baltic Arena (427,7 mln PLN). Kolejna była oferta Budimexu (471,2 mln PLN), Baugesellschaft Walter Hellmich i Pol-Aqua (477 mln PLN), Polimex Mostostal i J&P Avax (486,7 mln PLN), Hochtief i Warbud (490,8 mln PLN), PORR, Strabag i Zeman Dachy Fasady (491,4 mln PLN) oraz konsorcjum chińskiego (520,5 mln PLN).

Najkorzystniejsza oferta za 52,8 mln EUR

Konsorcjum z udziałem Hydrobudowy 9, PRG Metro i KWG złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę metodą mikrotunelingu instalacji do przesyłu ścieków z lewobrzeżnej Warszawy do modernizowanej oczyszczalni Czajka. Oferta konsorcjum opiewa na 52,8 mln EUR (250 mln PLN). Oferta konsorcjum z udziałem Pol-Aqua opiewała na 55,5 mln EUR, oferta konsorcjum Max Mogl, Wuwa Bau i Alpine Bau na 67,2 mln EUR. PBG oczekuje, że Hydrobudowa Polska w tym roku wypracuje ponad 100 mln PLN zysku netto.



Polimex Mostostal (Kupuj)

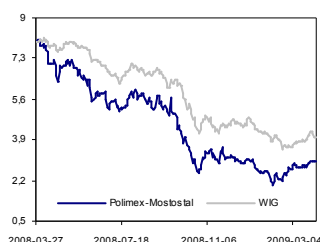
Cena bieżąca: 3 PLN

Cena docelowa: 3,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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)	1 411,1
marża EBITDA	5,5%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 075,6
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	14,1	11,6		9,1		10,7		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	9,7	7,3		6,0		6,1		Zmiana ceny: 6m	-31,0%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-63,5%
EV/EBITDA	9,3	6,8		6,3		6,3		Max (52 tyg.)	8,1
Dyid (%)	0,6	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Uważamy, że wycena spółki pozostaje atrakcyjna, zaś prawdopodobieństwo wypracowania prognozowanego wyniku netto (154,3 mln PLN) jest wysokie. Sądzymy, że spadek rentowności w zakresie produkcji wyrobów stalowych w roku 2009 może jeszcze nie być istotny (41% odbiorców to branża energetyczna, 15% chemia/petrochemia). 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).

Oczekiwany kontrakt na A1 dołączył do portfela

Zawarta została umowa z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 na Śląsku (od węzła Sośnica do węzła Maciejów). Wartość kontraktu to około 900 mln PLN, z tego 393 mln PLN przypadają na Polimex Mostostal, zaś 84,3 mln PLN na Mostostal Zabrze.

Kolejny kontrakt na rozbudowę stadionu Wisły

Polimex Mostostal otrzymał kolejny kontrakt w związku z rozbudową stadionu Wisły Kraków. Jego wartość to 125,6 mln PLN, tzn. 2,6% prognozowanych przychodów Polimexu w 2009 roku.



Rafako (Akumuluj)

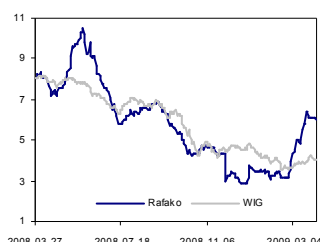
Cena bieżąca: 6 PLN

Cena docelowa: 6,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

(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)	417,6
marża EBITDA	3,1%	6,8%		5,0%		5,5%		EV (cena bieżąca)	212,0
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	34,3			12,7		11,3		Zmiana ceny: 1m	39,5%
P/CE	16,5	111,4		8,6		7,9		Zmiana ceny: 6m	12,4%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-26,8%
EV/EBITDA	5,4	2,3		4,0		3,1		Max (52 tyg.)	10,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Ze względu na wzrost wyceny giełdowej Rafako, obniżamy rekomendację do akumuluj, jednocześnie przyznając, że nasze prognozy pozostają ostrożne. Relatywnie konserwatywną prognozę wyniku za rok 2009 uzasadniamy brakiem dużych kontraktów zakończonych w bieżącym roku (spółka rozpoznaje większość oszczędności kosztowych w momencie ukończenia prac). Jednocześnie, przyznajemy, że polityka ta może się zmienić, prezes zaś deklaruje możliwość wygenerowania marży netto na poziomie 4%. Sądzymy, że podniesienie prognoz będzie możliwe, zamierzamy ją dokonać po zatwierdzeniu budżetu spółki na rok 2009 lub publikacji wyników za Q1 2009. Nadal czekamy na podpisanie kontraktu na budowę IOS w Zespole Elektrowni Dolna Odra (300 mln PLN). Szansy na podniesienie ceny docelowej oraz prognoz dopatrujemy się też 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).

Prezes przewiduje 4% marży netto w 2009 roku

Prezes Rafako przyznaje, że interesuje się przejęciem kilku firm. Jest to m.in. nie wymieniona z nazwy spółka o zasięgu globalnym, posiadająca licencje i technologie, których Rafako brak. Spółka działa na rynkach Azji, USA, Japonii i Australii. Do rozmów może dojść w ciągu kilku miesięcy, zaś negocjacje potrwałyby od 3 do 6 miesięcy. W efekcie, w 2010 roku grupa Rafako może powiększyć się o duży podmiot. Rafako interesują też niewielkie spółki z patentami, które jeszcze dwa lata temu były kilkakrotnie droższe niż teraz. Wszystkie podmioty w kręgu zainteresowania Rafako to spółki zagraniczne. Prezes Różacki wierzy w poprawę wyników w Rafako w 2009 roku, obiecując marżę netto na poziomie 4% (konserwatywne założenia). Wynik może powiększyć odszkodowanie wypłacone przez Donieckoblenergo. Spółka liczy na podpisanie umowy na budowę instalacji odsiarczania w Zespole Elektrowni Dolna Odra jeszcze w ciągu najbliższego miesiąca (300 mln PLN). W tym roku rozstrzygną się jeszcze dwa inne przetargi w Polsce na tego typu instalacje. Spółka oczekuje kolejnych zleceń w segmencie elektrofiltrów.



Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,9 PLN

Cena docelowa: 6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-17

(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%	1 125,6	11,7%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	95,7	57,1%	94,1	-1,7%	MC (cena bieżąca)	622,8
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		8,4%		EV (cena bieżąca)	361,7
EBIT	29,6	53,0	79,3%	83,6	57,6%	81,6	-2,4%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	79,4	45,2%	79,0	-0,5%		
P/E	17,6	11,4		7,8		7,9		Zmiana ceny: 1m	10,5%
P/CE	14,6	10,0		6,8		6,8		Zmiana ceny: 6m	-23,3%
P/BV	3,5	2,0		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,9%
EV/EBITDA	12,4	5,9		3,8		3,2		Max (52 tyg.)	5,6
Dywid (%)	0,0	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 6 kwietnia (termin otwarcia kopert jest ciągle przesuwany). 100% kryterium w przetargu jest cena. Portfel Trakcji Polskiej na rok 2009 jest obecnie zapełniony w około 85%, 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. Zwracamy uwagę, że w 2009 roku spółka może dokonać od dawna zapowiadanych transakcji przejęć.

Czy zła sytuacja PKP Cargo może wpłynąć na budżety PKP PLK?

Adrian Furgalski, szef Zespołu Doradców Gospodarczych TOR twierdzi, że PKP Cargo nie przetrwa bez pomocy publicznej 2009 roku. Spółka potrzebuje 0,5 mld PLN na odprawy 10 tys. pracowników i 1 mld PLN na inwestycje w tabor. Wiceprzewodniczący sejmowej Komisji Infrastruktury, poseł Janusz Piechociński, uważa, że problem może niedługo pojawić się także w pozostałych spółkach grupy PKP (PKP PLK, PKP Intercity). Sądzi jednak, że pomoc publiczna dla PKP Cargo to zły pomysł i proponuje obniżenie stawek za korzystanie z infrastruktury kolejowej (stawki regulowane są przez krajowe przepisy). Dodaje, że spółki zajmujące się naprawą taboru udałoby się uratować, jakby przyspieszono wydawanie pieniędzy z Programu Infrastruktura i Środowisko (400 mln EUR jest przeznaczony na zakup nowego taboru).

Kontrakt za 167,2 mln PLN

Trakcja Polska podpisała kontrakt na odbudowę i modernizację linii kolejowej E-30/CE-30 na odcinku Opole – Wrocław – Legnica, szlak Środa Śląska – Malczyce wraz ze stacją Malczyce. Wartość kontraktu to 167,2 mln PLN, tzn. około 16,5% prognozowanych na rok 2009 przychodów Trakcji Polskiej. Termin zakończenia prac to 5 września 2010 roku.

Wybór oferty spółki za 38,1 mln PLN

PKP PLK wybrała ofertę spółki zależnej Trakcji Polskiej, PRK-7, jako najkorzystniejszą w przetargu na modernizację linii kolejowej nr 223 Czerwonka – Ełk na odcinku Orzysz – Ełk. Wartość oferty to 38,1 mln PLN (3,8% prognozowanych przychodów na rok 2009).



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

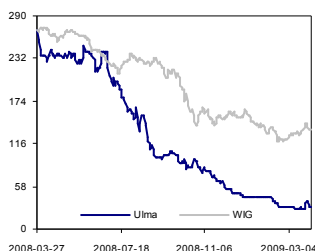
Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-05

Cena bieżąca: 31 PLN

Cena docelowa: 30 PLN

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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) 162,9
marża EBITDA	48,7%	42,8%		36,6%		36,0%		EV (cena bieżąca) 296,4
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	3,2	6,3		14,5		14,4		Zmiana ceny: 1m 2,3%
P/CE	1,8	1,8		2,8		2,7		Zmiana ceny: 6m -66,8%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m -87,2%
EV/EBITDA	2,1	3,3		4,0		3,7		Max (52 tyg.) 248,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 27,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, w oczekiwaniu na wyniki Q1 2009. 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.



Unibep (Kupuj)

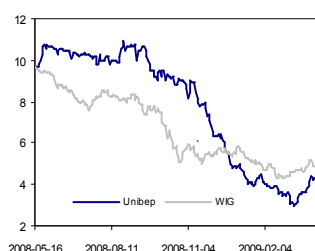
Cena bieżąca: 4,3 PLN

Cena docelowa: 4,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	545,7	8,5%	523,8	-4,0%	Liczba akcji (mIn)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,1	-15,9%	18,3	-35,0%	MC (cena bieżąca)	145,9
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,1%		3,5%		EV (cena bieżąca)	168,0
EBIT	15,8	31,8	101,3%	23,6	-25,5%	13,8	-41,8%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	18,1	-34,5%	12,4	-31,3%		
P/E	10,0	5,3		8,1		11,7		Zmiana ceny: 1m	24,6%
P/CE	9,2	5,0		6,5		8,6		Zmiana ceny: 6m	-54,7%
P/BV	7,1	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,2	2,7		6,0		5,9		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Podtrzymujemy rekomendację kupuj z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. Wyniki pozyskiwania nowych kontraktów okazały się lepsze niż zakładaliśmy. Wartość pozyskanych kontraktów od początku lutego sięga 207 mln PLN. Z drugiej strony, ze względu na przedłużające się starania o pozyskanie finansowania, Clover Group, inwestor projektów w Kazaniu i Soczi (łącznie ponad 1 mld PLN) zdecydował o rewizji swych planów. W efekcie, projekty zostały podzielone na mniejsze części, co ma zwiększyć ich atrakcyjność w oczach banków. Spodziewamy się aneksów zmniejszających wartość obu kontraktów. Spółka utraciła też jednego z klientów fabryki lekkich konstrukcji, która rozpocznie działalność w połowie 2009 roku (inwestor chciał uruchomić kontrakt wcześniej, przed otwarciem fabryki). Podsumowując, pomimo ambiwalentnego wydźwięku prezentowanych informacji, uważamy, że wycena Unibepu jest atrakcyjna w długim terminie.

W 2011 roku przychody sięgną 1 mld PLN

Prezes Mikołuszko przewiduje, że sprzedaż Unibepu w 2009 roku wzrośnie przynajmniej o 10%, rentowność zaś nie spadnie poniżej 3%. Spółka chce, aby skonsolidowane przychody w 2011 roku przekroczyły 1 mld PLN, a rentowność znów sięgnęła 5%. Portfel na rok bieżący, bez uwzględnienia przetargów wygranych, ale jeszcze bez podpisanego kontraktu, wynosi 80%, z ich uwzględnieniem zaś 90%. Spółka przychody z działalności deweloperskiej w tym roku szacuje na 80 mln PLN (kwota obejmuje wpływy z projektu Osiedle Santorini, przejętego od SIM-u). Sprzedaż z rynków wschodnich ma wynieść w 2009 roku co najmniej 60 mln PLN. Spółka stara się o dodatkowe zlecenia, m.in. na budowę przejścia granicznego w Sowiecku, oczyszczalni ścieków w Kalinigradzie i osiedla domków jednorodzinnych pod Moskwą. Łączna wartość tych prac wynosi 450 mln PLN.

Kontrakt na budowę budynku biurowego

Unibep podpisał umowę na budowę budynku biurowego Grzybowska 81 w Warszawie. Inwestorem jest spółka Inwestycja Grzybowska. Powierzchnia budynku to 16,5 tys. m². Rozpoczęcie robót nastąpi w ciągu 14 dni od otrzymania pisemnego powiadomienia od inwestora. Jednocześnie, obie strony postanawiają, że brak pisemnego powiadomienia do 2 czerwca 2009 spowoduje rozwiązanie umowy bez konsekwencji dla stron. Inwestycja ma być zrealizowana w terminie 13 miesięcy od rozpoczęcia robót. Kontrakt podpisany został w EUR, co do chwili zabezpieczenia ekspozycji walutowej po rozpoczęciu prac naraża spółkę na ryzyko kursowe.

Sytuacja w spółce drogowej i w zakresie konstrukcji lekkich

Unibep liczy, że spółka drogowa wypracuje w tym roku 40 mln PLN przychodów, w kolejnych latach zaś sprzedaż powinna przekroczyć 100 mln PLN. Zakład budowy lekkich konstrukcji powinien być gotowy w Q2 2009. W tym roku zakład może wygenerować około 30 mln PLN przychodów, przy tym prezes przyznaje, że osiągnięcie zysku na jego działalności w 2009 roku nie jest dla Unibepu priorytetem.

Deweloperzy

Sektor mieszkaniowy

10 razy mniej transakcji i większość zakupów za gotówkę

Zgodnie z wypowiedzią przedstawiciela Warszawskiego Stowarzyszenia Pośredników w Obrocie Nieruchomościami, liczba transakcji na rynku wtórnym to obecnie 10-15% liczby transakcji z analogicznego okresu 2008 roku. Najczęściej klienci dokonują zakupów za gotówkę (lata 2006-2007: 80% zakupów na kredyt). Sprzedają się przede wszystkim mieszkania niewielkie, za około 200-300 tys. PLN.

Rośnie liczba mieszkań wystawionych na sprzedaż

Analitycy Szybko.pl i Expandera zauważają, że poza spadkami cen daje się zauważyć wyraźnie rosnącą podaż mieszkań na rynku wtórnym. W serwisie Szybko.pl w lutym 2009 zamieszczono o 50% więcej ofert niż w grudniu 2008. W porównaniu z sytuacją sprzed pół roku wzrost sięga już 70%.

Wzrosła liczba kredytów w programie „Rodzina na Swoim”

Ze względu na rewizję limitów cenowych programu „Rodzina na Swoim” oraz spadek cen mieszkań, w lutym liczba kredytów udzielanych w ramach programu wzrosła dwukrotnie (jak poinformował BGK, udzielający kredytów w ramach programu).

Cena budowy domu spadła o 30%

Ceny budowy domu spadły do poziomu z końca 2006 roku. Rok temu na budowę domu o powierzchni ponad 450 tys. m² trzeba było wydać ponad 450 tys. PLN, teraz zaś jest to niewiele ponad 335 tys. PLN. Ze względu na spadek popytu na robociznę, spadły ceny usług podwykonawczych. Przykładowo, rok temu ocieplenie i otynkowanie 1 m² kosztowało 40-45 PLN / m², teraz zaś jedynie 22-25 PLN / m². Popyt na usługi podwykonawcze jest niski, gdyż rozpoczynane jest bardzo mało budów (efekt wstrzymanej akcji kredytowej). O 10-20% spadły ceny materiałów budowlanych. W przypadku niektórych materiałów budowlanych spadki cen przekraczają 20%.

Spadają ceny gruntów w Warszawie

Deweloperzy i inwestorzy prywatni masowo pozbywają się gruntów, które kupili pod domy, biura i magazyny w czasie boomu na rynku nieruchomości. Na przedmieściach Warszawy, niektóre działki potaniały w minionym roku o ponad 60 proc.

Inwestorzy publiczni wykupią projekty deweloperów?

Rzecznik miasta Warszawy potwierdził, że ratusz zainteresowany jest wykupem nieruchomości od deweloperów w trudnej sytuacji finansowej, w celu przeznaczenia ich na lokale komunalne. Miasto czeka jednak na obniżenie cen deweloperów, z zakupami poczeka więc do Q4 2009. O wykupie projektów deweloperskich myśli też prezes Wojskowej Agencji Mieszkaniowej (WAM). Inwestycje firmy będą jednak ograniczone, ze względu na cięcie budżetu agencji (z 400 mln PLN do 160 mln PLN, z tego jedynie 50 mln PLN na inwestycje). Prezes WAM rozważa pozyskanie kredytu bankowego na inwestycje.

Sektor komercyjny

Centra handlowe nie chcą obniżyć czynszów mimo problemów klientów

Pomimo umocnienia EUR, które na klientów centrów handlowych działa podwójnie (droższy import, droższe czynsze), galerie handlowe nie chcą obniżyć czynszów. Przedstawiciel Bytomia twierdzi, że właściciele centrów nie chcą się zgodzić na obniżkę cen, ma zaś nadzieję, że wkrótce ulegną. Dodaje, że wycofanie się z galerii przed wygaśnięciem umowy byłoby znacznie droższe niż czynsze. Przedstawiciel Monnari przyznaje, że rozmowy w sprawie obniżki czynszów rozpoczęły się na początku roku, na razie są one bezskuteczne.

Gant, Budopol Wrocław

Gant nie ogłosi wezwania na Budopol?

Wiceprezes spółki przyznaje, że zarząd skłania się obecnie do sprzedaży pakietu akcji Budopolu, opcją jego odkupienia w przyszłości. Deweloper woli skupiać się na zmniejszaniu zadłużenia.



LC Corp

Skup akcji i 25 sprzedanych mieszkań w Q1 2009

Rada nadzorcza nie jest przeciwna skupowi akcji, negatywnie ocenia jedynie proponowany sposób jego przeprowadzenia. Skup akcji będzie możliwy do przeprowadzenia, pod warunkiem utrzymania się niskiego kursu akcji spółki, braku nowych inwestycji oraz jeśli pojawią się nadwyżki finansowe z realizacji projektu Przy Promenadzie. Zgodnie ze słowami prezesa, w Q1 2009 spółka powinna sprzedać 25 mieszkań, z czego 10 w marcu.

Orco Property Group

Zawieszenie obrotu akcjami na Euronext

W związku z opóźnieniem publikacji raportu rocznego, na prośbę zarządu Orco Property Group, Euronext zawiesił obrót akcjami spółki. Władze warszawskiej giełdy zdecydowały, że po dniu zawieszenia obrót akcjami będzie wznowiony. Zgodnie z oficjalnym komunikatem spółki, „trudne warunki na rynku nieruchomościowym i kredytowym” zmusiły zarząd do „przeprowadzenia dogłębnej analizy opcji operacyjnych i strategicznych grupy”. Termin publikacji niezaudytowanego raportu rocznego został przełożony z 31 marca na 7 kwietnia. Raport po audycie ma być przekazany w połowie maja.



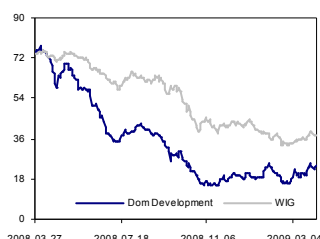
Dom Development (Trzymaj)

Cena bieżąca: 24,4 PLN Cena docelowa: 21,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	605,5	-13,3%	556,8	-8,1%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	122,1	-27,4%	34,4	-71,8%	MC (cena bieżąca)	598,0
marża EBITDA	27,7%	24,1%		20,2%		6,2%		EV (cena bieżąca)	667,6
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	119,6	-27,8%	32,0	-73,3%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	106,5	-22,2%	49,8	-53,2%		
P/E	3,0	4,4		5,6		12,0		Zmiana ceny: 1m	29,5%
P/CE	2,9	4,3		5,5		11,4		Zmiana ceny: 6m	-20,2%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-67,8%
EV/EBITDA	2,5	5,2		5,5		5,8		Max (52 tyg.)	77,3
Dyid (%)	0,0	8,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,8



Dom Development wydaje się być jedną z najbezpieczniejszych inwestycji w sektorze. Poziom zadłużenia jest relatywnie ograniczony (dług netto : 272,1 mln PLN, zadłużenie krótkoterminowe to jedynie 62,5 mln PLN, przy stanie gotówki na bilansie na poziomie 223,7 mln PLN). Przewidujemy, że ze względu na charakter oferty spółki (segment popularny), wyniki sprzedażowe Dom Development nie powinny być najgorsze. Spółka charakteryzuje się niskim ryzykiem wycofań klientów z zawartych umów przedsprzedaży (brak sprzedaży w systemie 10/90). Nie posiada też spółek zależnych, dla których wstrzymanie projektów deweloperskich może oznaczać kłopoty. Mimo to, wszystko to jest już naszym zdaniem zdyskontowane. Nie widzimy powodu, aby zwiększać zaangażowanie w spółce z punktu widzenia wartości majątku, która naszym zdaniem nie przekracza znacznie kapitalizacji. Dostrzegamy szansę na stopniowy wzrost wartości spółki na podstawie decyzji i działań zarządu, natomiast jest naszym zdaniem zbyt wcześnie, aby uwzględniać je w wycenach. Nie dostrzegając istotnych czynników, które pozwoliłyby na ponadprzeciętny wzrost kursu, rekomendujemy trzymanie akcji Dom Development.



J.W. Construction (Kupuj)

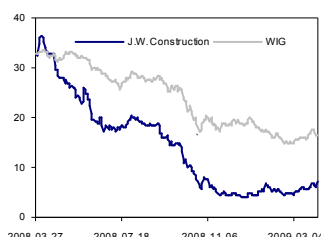
Cena bieżąca: 7,1 PLN

Cena docelowa: 10,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	741,0	-5,1%	813,7	9,8%	792,4	-2,6%	Liczba akcji (mln)	54,7
EBITDA	211,9	154,6	-27,1%	198,6	28,5%	137,9	-30,5%	MC (cena bieżąca)	385,6
marża EBITDA	27,1%	20,9%		24,4%		17,4%		EV (cena bieżąca)	598,0
EBIT	198,6	137,7	-30,7%	179,0	30,1%	117,9	-34,2%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,3	-32,3%	148,0	47,6%	120,8	-18,4%		
P/E	2,5	3,8		2,6		3,2		Zmiana ceny: 1m	46,0%
P/CE	2,3	3,3		2,3		2,7		Zmiana ceny: 6m	-50,0%
P/BV	0,7	0,6		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-79,9%
EV/EBITDA	4,2	6,4		3,0				Max (52 tyg.)	36,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Sądzymy, że majątek J.W. Construction oferuje dla akcjonariusza realną wartość (wycena poniżej wartości likwidacyjnej). Spółka posiada duży, choć relatywnie tani bank ziemi (duży udział lokalizacji peryferyjnych), w związku z tym wartość gruntów odpowiada jedynie za 26,7% wyceny. J.W. Construction posiada największy z wszystkich pokrywanych deweloperów odsetek przedsprzedanych mieszkań (76%), co w chwili przekazania lokali pozwoli na znaczny napływ gotówki i poprawę sytuacji bilansowej. Prognozujemy, że dług netto spółki na koniec 2009 roku wyniesie 212,4 mln PLN zakładając, że spółka nie rozpocznie nowych projektów (599,5 mln PLN na koniec 2008 roku). Duże dodatnie przepływy pieniężne wynikać też będą ze stosowanego systemu sprzedaży mieszkań (10/90), który z drugiej strony naraża J.W. na ryzyko wycofań klientów z podpisanych umów, w momencie braku pozyskania finansowania. Przewidujemy, że przedsprzedaż netto (po uwzględnieniu wycofań) będzie w 2009 roku nieznacznie ujemna. J.W. Construction posiada własne siły wykonawcze, w związku z tym będzie w stanie na bieżąco obniżać koszty wykonawstwa obiektów. W efekcie, spółka będzie mogła wykazywać wyższe marże niż deweloperzy nie posiadający firm budowlanych. Podsumowując, pomimo znacznego na koniec 2008 roku zadłużenia krótkoterminowego, jesteśmy spokojni o przyszłość spółki, z uwagi na wartość majątku, która znacznie przekracza obecną wycenę rynkową. Rekomendujemy kupno akcji J.W. Construction z ceną docelową na poziomie 10,3 PLN.

Obniżka cen bez utraty marży

Zgodnie z wypowiedzią p. Józefa Wojciechowskiego, głównego akcjonariusza spółki, J.W. jest w stanie obniżyć ceny sprzedawanych mieszkań, które wróciły do oferty w związku z rezygnacjami klientów, o 10-15%, bez ujemnego wpływu na wyniki spółki. Związane jest to z zapłaconymi przez wycofujących się inwestorów karami. Jednocześnie, p. Wojciechowski przyznaje, że w lutym dało się zaobserwować ożywienie sprzedaży mieszkań, w marcu zaś kontynuację trendu. Spółka w lutym sprzedała 50 mieszkań. Jednocześnie, p. Wojciechowski poinformował, że projekty budowy biurowców w Warszawie i Szczecinie są na etapie poszukiwania najemców zainteresowanych dzierżawą powierzchni biurowej.

J.W. może budować drogi?

J.W. planuje utworzenie z zagranicznym podmiotem spółki, który zajmowałby się budownictwem drogowym. Firma rozważa kilka możliwości, łącznie z zakupem spółki. Zagraniczne firmy nie są na dzień dzisiejszy obecne na rynku polskim.



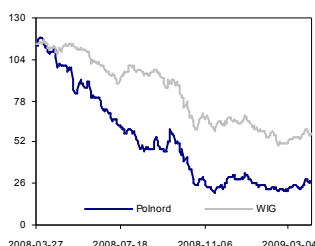
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,3 PLN Cena docelowa: 35 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-03-25

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	381,5	-2,5%	239,0	-37,4%	Liczba akcji (mln)	18,1
EBITDA	33,0	123,9	275,2%	115,3	-6,9%	17,2	-85,1%	MC (cena bieżąca)	494,7
marża EBITDA	25,1%	31,7%		30,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	857,4
EBIT	31,4	121,9	288,3%	113,3	-7,1%	15,2	-86,6%	Free float	36,0%
Zysk netto	25,1	90,5	260,5%	97,5	7,8%	28,4	-70,8%		
P/E	15,4	5,5		5,1		17,4		Zmiana ceny: 1m	24,1%
P/CE	14,4	5,3		5,0		16,2		Zmiana ceny: 6m	-46,3%
P/BV	0,5	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-76,9%
EV/EBITDA	20,4	8,8		7,4		34,1		Max (52 tyg.)	118,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Sądzymy, że dyskusje na temat wartości Polnordu powinny koncentrować się wokół wyceny banku ziemi. Kluczowa może okazać się sprzedaż działek władzom miasta, do której może dojść w tym roku (pod budowę szkoły i dróg). Generalnie duży udział banku ziemi w wartości księgowej dewelopera postrzegamy obecnie jako czynnik ryzyka. W przypadku Polnordu jednak bank ziemi jest dość wysokiej jakości, w dodatku, nabywany był po przyzwoitych cenach, nawet jak na szczyt koniunktury na rynku mieszkaniowym. W efekcie, pomimo, że udział gruntów w wycenie sięga aż 59,1%, różnica wyceny księgowej działek budowlanych i wartości odtworzeniowej nie przekracza obecnie 21% (przy założeniu scenariusza spadku cen mieszkań o 30%). Aż 70,7% gruntów w posiadaniu spółki znajduje się na warszawskim Wilanowie. Nie spodziewamy się w najbliższym czasie innych czynników, które mogłyby być dużym zaskoczeniem. Dopuszczamy pewny odsetek wycofań klientów, w związku z przedsprzedażą prowadzoną w systemie 10/90 na projektach Ostoya w Wilanowie (udział w ofercie: 23%). Ekspozycja na rynek rosyjski również w sposób dość ograniczony oddziałuje na wycenę (brak marż na rosyjskich projektach komercyjnych powoduje spadek wartości spółki o 2,3%, natomiast brak marż na wszystkich projektach rosyjskich o 3,1%). Podsumowując, z uwagi na korzystną wartość majątku, rekomendujemy kupno akcji Polnordu.

Zakup gruntów od Prokomu

Polnord podpisał umowę z Prokomem na zakup 1/3 nieruchomości położonej w Dopiewcu koło Poznania o łącznej powierzchni 103,8 ha za kwotę netto 24 mln PLN. Nieruchomość objęta jest miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego, zgodnie z którym przeznaczona jest na cele zabudowy mieszkaniowej wielorodzinnej oraz częściowo na cele oświaty i kultury. Na nieruchomości Spółka zamierza zrealizować projekt deweloperski obejmujący co najmniej 120 tys. m² PUM. Prokom w ramach zapłaty za tę działkę obejmie kierowaną emisję akcji Polnordu o równowartości ceny nieruchomości. Cena akcji przyjęta do tego rozliczenia to średnia z ostatnich 30 dni notowań (23,13 PLN), co implikuje emisję 1,265 mln nowych akcji.

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

Cena bieżąca: 45 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) *	680,2
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca) *	956,3
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	7,7	11,3		7,4		6,6		Zmiana ceny: 1m	-10,4%
P/CE	5,3	5,8		4,3		3,8		Zmiana ceny: 6m	-41,6%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-70,4%
EV/EBITDA	4,5	6,3		4,9		4,3		Max (52 tyg.)	153,9
Dyid (%)	3,9	2,0		3,7		5,4		Min (52 tyg.)	40,5

* po uwzględnieniu emisji akcji dla akcjonariuszy BOS



Emperia w marcu nie cieszyła się zaufaniem inwestorów i podobnie jak w przypadku konkurencyjnego Bomi kurs Spółki mocno odstawał od szerokiego rynku (-8,5% vs. +11% indeks WIG) oraz od innych przedstawicieli sektora FMCG, a więc Almy i Eurocash. Naszym zdaniem w średnim terminie Spółka wygląda jednak na tle branży atrakcyjnie i oczekujemy, że przeprowadzona w 2008 roku integracja Grupy Kapitałowej oraz prowadzona optymalizacja działania wraz z prognozowanym wzrostem przychodów pozwolą na wyraźną poprawę EBITDA w ujęciu r/r.



Eurocash (Akumuluj)

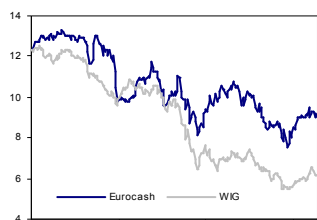
Cena bieżąca: 9 PLN

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)	1 174,0
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 030,8
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	19,5	15,0		11,2		10,0		Zmiana ceny: 1m	5,9%
P/CE	12,1	9,7		7,2		6,5		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	4,9	4,1		3,1		2,7		Zmiana ceny: 12m	-29,1%
EV/EBITDA	9,0	6,9		5,5		4,6		Max (52 tyg.)	13,3
Dyid (%)	2,6	1,0		3,4		4,5		Min (52 tyg.)	7,6



2008-03-27 2008-07-18 2008-11-06 2009-03-04

Po ostatnich słabszych miesiącach kurs Eurocash w marcu podążył w miarę równo za szerokim indeksem WIG zyskując ponad 15%. Nadal uważamy, że w tej chwili nie ma zagrożeń dla realizacji w 2009 roku EBITDA na poziomie 186 mln PLN, co przy ujemnym długi netto na koniec 2008 roku implikuje wskaźnik EV/EBITDA'09 na poziomie 6,0. Nie jest to oczywiście w obecnym otoczeniu poziom uzasadniający agresywne zakupy i choć utrzymujemy pozytywną rekomendację dla Spółki to do akumulowania walorów radzimy wykorzystywać ewentualne spadki kursu. Potencjalnym pozytywnym katalizatorem dla notowań mogłaby być ewentualna akwizycja, choć wydaje się że atrakcyjniejsze ceny na rynku Zarząd będzie mógł wynegocjować raczej w II-gim półroczu.

Spółem do wzięcia?

Według doniesień prasowych Krajowa Agencja Handlowa Spółem zostanie reaktywowana, gdyż sąd zatwierdzi jej układ z wierzycielami. W nowej koncepcji ma to być tylko centrala zakupowa bez operacyjnej działalności hurtowej. Dostawami do placówek sieci ma się zająć zewnętrzny hurtownik, który zostanie strategicznym partnerem. Podobno największe szanse ma Eurocash. Obecnie Eurocash nie dostarczał towarów do sieci Spółem na większą skalę, gdyż nie był to format pasujący do strategii rozwoju Spółki. Teraz kiedy bardzo dynamicznie rozwija się koncepcja Delikatesów Centrum, być może część placówek Spółem ze względu na bardzo dobrą lokalizację stanowić będzie ciekawy rodzaj klienta. Należy jednak pamiętać, że Eurocash stawia obecnie na ścisły model franczyzy, który znacznej części sklepów Spółem może nie do końca odpowiadać, a dodatkowo wymagałoby to znacznych nakładów ze strony właścicieli jeśli chodzi o rewitalizację sklepów. Na razie jest więc za wcześnie aby skwantyfikować te doniesienia. Przypominamy, że istotna część regionalnych spółdzielni nie funkcjonowała do tej pory w ramach KAH i prowadziła działalność niezależnie, a jest obsługiwana przez spółki z Grupy Emperia. Nie wydaje się aby one decydowały się teraz na zmianę dostawcy.

Inne



Mondi (Trzymaj)

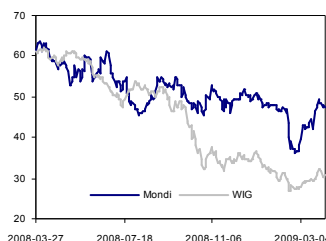
Cena bieżąca: 53,5 PLN Cena docelowa: 54,2 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

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)	2 675,0
marża EBITDA	24,8%	21,7%		20,1%		23,7%		EV (cena bieżąca)	3 334,3
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	10,9	18,9		20,5		10,5		Zmiana ceny: 1m	20,3%
P/CE	7,6	10,6		10,0		6,2		Zmiana ceny: 6m	-5,8%
P/BV	2,7	2,5		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-25,1%
EV/EBITDA	6,7	9,7		10,4		6,2		Max (52 tyg.)	63,4
Dywidenda (%)	10,1	0,0		0,0		2,4		Min (52 tyg.)	36,3



Spółka osiągnęła naszą cenę docelową, dlatego obniżamy rekomendację inwestycyjną z kupuj do trzymaj. Obserwowany spadek cen papieru do produkcji tektury falistej i coraz większe prawdopodobieństwo umocnienia złotego, na chwilę obecną skłaniają nas do utrzymania dotychczasowych prognoz wyników finansowych.

Ceny papieru w marcu spadały

W marcu średnia cena kraftlinera obniżyła się w porównaniu z lutym o 3,7%, testlinera o 4,6% a flutingu o 6,3%. Dodatkowo średni kurs Euro/PLN obniżył się o 0,9%. Średnie ceny nie w pełni oddają skalę spadku i sytuacji w kolejnych okresach rozliczeniowych. Średnie ceny na kolejny kwartał nadal spadają. W marcu cena kraftlinera na koniec miesiąca była o ponad 9% niższa niż na koniec lutego. W przypadku pozostałych papierów spadki wynoszą odpowiednio 11,9% i 16,8%. W kolejnych tygodniach oczekujemy, że PLN może się umacniać, co dodatkowo będzie zwiększało negatywny dla spółki efekt cen w Euro. Ponadto w 1Q2009 należy oczekiwać istotnego spadku wolumenu sprzedaży.



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, Deweloperzy

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:

Bank Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	73,00	65,70	60,00	43,90	50,00	50,50	34,00
WIG w dniu rekomendacji	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	23908,36

c.d. Bank Handlowy

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2009-03-05
kurs z dnia rekomendacji	34,50
WIG w dniu rekomendacji	22719,61

KGHM

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2008-11-27
kurs z dnia rekomendacji	27,30
WIG w dniu rekomendacji	27246,38

Millennium

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05
kurs z dnia rekomendacji	7,40	6,21	5,30	2,85	2,68	2,02	1,43
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	36854,78	34832,29	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61

Mondi

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-10-31
kurs z dnia rekomendacji	33,64	32,50
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	28056,29

Rafako

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-02-10	2009-03-06
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31

ZA Puławy

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2008-08-11	2008-10-02	2008-10-31	2009-02-24
kurs z dnia rekomendacji	109,00	77,60	55,75	49,00
WIG w dniu rekomendacji	40651,79	37783,08	28056,29	21655,99

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Centrum Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Torfarm, Unibep

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Rolimpex, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, 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 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 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.