

4 czerwca 2009

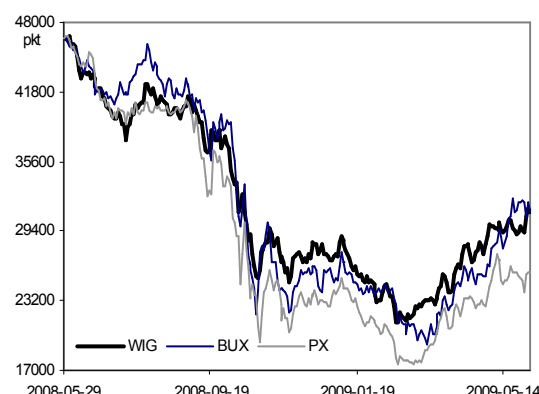
Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia
WIG **31 031**

Średnie P/E 2009P 12,9

Średnie P/E 2010P 13,5

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 275 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie

Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Czerwiec 2009

Rynek akcji

Po osiągnięciu poziomu 2000-2150 na WIG20 (to dobry moment, żeby spekulacyjnie sprzedać akcje z WIG20), rynek akcji wejdzie w korektę sprowadzając indeks do poziomów 1800-1700 pkt. W okresie wakacyjnym spodziewamy się, że rynki akcji będą oczekiwały na dalszy rozwój wydarzeń w gospodarce w trendzie bocznym (1700-2000 na WIG20).

Ze spółek

Banki. Wyniki 1Q09 spadły o połowę R/R. Banki ograniczyły podaż kredytów, co będzie miało przełożenie na poziom nowych wolumenów w całym 2009 roku. W 1Q09 widoczna była presja na oprocentowanie depozytów. Pozostanie ona widoczna w kolejnych dwóch kwartałach, ale powinna ustępować wraz z zapadaniem kolejnych lokat i wzrostem marż kredytowych. Pozostawiamy rekomendację sprzedaż na mniejsze banki, zalecamy akumulowanie dużych banków w średnim horyzoncie czasowym.

Rafineryjno-gazowy. W związku z obiecującymi sygnałami z rynku paliwowego, perspektywą dobrych wyników w 2Q i możliwymi rozstrzygnięciami w sprawie dyrektywy o zapasach, podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Lotosu i Orlenu, choć w przypadku korekty na surowcach możliwe jest krótkotrwałe pogorszenie sentymentu na tych spółkach. Zalecamy redukcję akcji PGNiG.

Telekomunikacja. W połowie miesiąca akcjonariusze TP nabywają prawo do dywidendy, potencjalnie w wakacje może pojawić się informacja o buy-backu lub dodatkowej dywidendzie. Przy obecnych cenach atrakcyjna inwestycja.

Media. Wobec gwałtownego wzrostu notowań spółek mediowych w okresie ostatniego miesiąca, obniżamy naszą rekomendację dla TVN do trzymaj. Podtrzymujemy neutralne nastawienie w stosunku do Cyfrowego Polsatu. Potencjał wzrostowy widzimy nadal w Agorze i WSiP.

Informatyczne. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Asseco i Sygnity oraz hurtowych dystrybutorów sprzętu komputerowego. Jednocześnie utrzymujemy neutralne nastawienie do Komputronika.

Metale. Korekcie na rynku akcji będzie towarzyszyła korekta na rynkach surowcowych, co, biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty spółek z tego sektora, stawia go w szeregu najbardziej ryzykownych inwestycji w krótkim okresie (największy potencjał do realizacji zysków).

Budownictwo. Najciekawszymi inwestycjami na tle sektora wydają się Rafako (dobre perspektywy segmentu) oraz Mostostal Warszawa, Polimex (korzystna wycena) i Ulma. Neutralnie zapatrujemy się na Budimex i Unibep. Uważamy, że akcje Erbudu i PBG są zbyt drogie.

Deweloperzy. Wycena niektórych deweloperów przekroczyła istotnie wartość majątku. Rekomendujemy sprzedaż walorów Dom Development i redukcję akcji J.W. Construction oraz trzymanie walorów Polnordu.

Handel. W dalszym ciągu rekomendujemy przeważanie Emperii kosztem Eurocash w oczekiwaniu na systematyczną poprawę wyników finansowych lubelskiego dystrybutora.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenia inwestycyjne dla spółek: Elektrobudowa (Trzymaj), Erbud (Redukuj), J.W. Construction (Redukuj), Mostostal Warszawa (Akumuluj), PBG (Redukuj), Polnord (Trzymaj), TVN (Trzymaj), oraz zawieszamy rekomendację dla KGHM.

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Sektor finansowy	10
5.1. BZ WBK	18
5.2. Handlowy	20
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	29
6.1. Ciech	30
6.2. Lotos	32
6.3. PGNiG	34
6.4. PKN Orlen	36
6.5. Police	38
6.6. ZA Puławy	40
7. Telekomunikacja	41
7.1. Netia	42
7.2. TP SA	43
8. Media	44
8.1. Agora	45
8.2. Cyfrowy Polsat	47
8.3. TVN	49
8.4. WSiP	51
9. Sektor IT	52
9.1. AB	54
9.2. Action	55
9.3. Asbis	56
9.4. Asseco Poland	57
9.5. Komputronik	59
9.6. Sygnity	60
10. Metale	62
10.1. Kęty	62
10.2. KGHM	63
11. Budownictwo	64
11.1. Budimex	68
11.2. Elektrobudowa	69
11.3. Erbud	70
11.4. Mostostal Warszawa	72
11.5. PBG	74
11.6. Polimex Mostostal	76
11.7. Rafako	78
11.8. Trakcja Polska	80
11.9. Ulma Construcccion Polska	82
11.10. Unibep	83
12. Deweloperzy	84
12.1. Dom Development	86
12.2. J. W. Construction	88
12.3. Polnord	89
13. Handel	91
13.1. Emperia Holding	91
13.2. Eurocash	92
14. Inne sektory	93
14.1. Mondi	93

Rynek akcji

Wbrew oczekiwaniom dużej części inwestorów, maj nie przyniósł przeceny na rynku akcji. WIG20 poruszał się w trendzie bocznym (+0,2 m/m) dzięki wzrostowi cen akcji spółek surowcowych przy jednoczesnej przecenie banków. Naszym zdaniem rynki przygotowywały się do kolejnej fali wzrostowej, którą widzimy na początku czerwca, a którą w ostatnich opracowaniach określaliśmy jako „emocjonalną” i która w dużej mierze jest konsekwencją zamykania krótkiej pozycji przez inwestorów oczekujących kontynuacji bessy oraz „przesiadania się” kapitału z rynku długu (wzrost rentowności na 10Y obligacjach amerykańskich do ponad 3,6%) na rynek akcji i rynek surowców (pisaaliśmy o tym w strategii na początku roku). Inwestorom towarzyszy pozytywne momentum poprawiających się danych makroekonomicznych (wciąż dalekich od wzrostu gospodarczego, ale lepszych niż na początku roku). Podtrzymujemy opinię, że po osiągnięciu poziomu 2000-2150 na WIG20 (któremu powinna towarzyszyć euforia zakupów i przekonanie, że właśnie zaczyna się kolejna długa hossa – to dobry moment, żeby spekulacyjnie sprzedać akcje z WIG20), rynek akcji wejdzie w korektę, sprowadzając indeks do poziomów 1800-1700 pkt. Będzie temu towarzyszyła korekta na rynkach surowcowych, co, biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty spółek z tego sektora, stawia go w szeregu najbardziej ryzykownych inwestycji (największy potencjał do realizacji zysków). W okresie wakacyjnym rynki akcji prawdopodobnie będą oczekiwały na dalszy rozwój wydarzeń w gospodarce w trendzie bocznym (1700-2000 na WIG20). Naszym zdaniem kluczem do prognozowania 2H2009 jest utrzymanie trendów wzrostowych wskaźników wyprzedzających. Jeżeli w lipcu-sierpniu informacje z nich płynące będą potwierdzały, że ożywienie gospodarcze ma bardziej trwały charakter, niż tylko reakcja na obniżone zapasy, oczekujemy, że na koniec roku WIG20 może osiągnąć poziom nawet 2500 pkt. Jeżeli jednak wskaźniki nie potwierdzą pozytywnego scenariusza i w 4Q2009 czeka nas co najwyżej anemiczne 0% PKB (r/r w USA i UE), to w wakacje należy sprzedać akcje i powrócić do zakupów na przełomie 2009/10. Biorąc pod uwagę rozbieżność opinii makroekonomistów, na obecną chwilę nie jesteśmy w stanie jednoznacznie opowiedzieć się za którymś scenariuszem. Kolejne 2-3 miesiące powinny wyjaśnić sytuację.

Przy takim scenariuszu dla rynku akcji uważamy, że w krótkim horyzoncie czasowym na przecenę narażone są szczególnie spółki surowcowe oraz banki, dla których oczekiwania co do wyników na 2 i 3 kwartał są słabe.

Lepsze wskaźniki wyprzedzające, czas na produkcję

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wskaźniki wyprzedzające w USA i UE za maj okazały się nieco lepsze niż oczekiwania inwestorów. Naszym zdaniem jesteśmy obecnie w okresie, kiedy pozytywne tendencje płynące ze wskaźników wyprzedzających powinny zacząć przekładać się na produkcję przemysłową. Z danych cząstkowych ISM w USA wynika, że cykl obniżania zapasów (bardzo niski poziom zarówno u klientów jak i producentów) kończy się, co oznacza, że przedsiębiorstwa powinny zacząć stopniowo zwiększać produkcję, co już potwierdzają dane o nowych zamówieniach w przemyśle. Bez wątpienia mamy już do czynienia z ożywieniem po okresie silnej recesji. To czy jest to trwałe ożywienie gospodarki czy jedynie odreagowanie na cykl zapasów nadal nie jest znane.

Barierą dla trwałego wzrostu może okazać się strona popytowa bez której trwały wzrost produkcji, a w efekcie poprawa na rynku pracy i w usługach nie utrzyma się. Obecnie amerykański konsument odczuwa pozytywne efekty płatności z pakietu fiskalnego oraz zmniejszonych podatków i niskich stóp procentowych (wzrost dochodu rozporządzalnego o 1,1% m/m). Powszechna obawa o przyszłość prowadzi jednak nadal do spadku konsumpcji (-0,1% m/m) i wzrostu stopy oszczędności (5,7%). Analogiczne tendencje występują również w Europie, w tym w Polsce.

W Polsce możliwy lepszy PKB niż konsensus rynkowy

W 1Q2009 PKB w Polsce wzrósł r/r o 0,8%, co na tle pozostałych krajów europejskich jest wynikiem bardzo dobrym. Nasuwa się pytanie czy inwestorzy, a przede wszystkim konsensus stworzony przez makroekonomistów (-1-0%) może być przekroczony? Biorąc pod uwagę dobre wyniki w eksporcie wydaje się, że tak. W 1Q2009 eksport netto dołożył do wzrostu PKB 1,9 pkt. proc, co jest efektem istotnego obniżenia konsumpcji wewnętrznej zaspokajanej importem. Przy słabym złotym, nadal słabej konsumpcji wewnętrznej i inwestycjach, poprawa koniunktury na rynkach eksportowych powinna prowadzić do dalszego wzrostu udziału eksportu we wzroście gospodarczym.

Zmiana PKB w wybranych krajach w 1Q2009 (r/r)

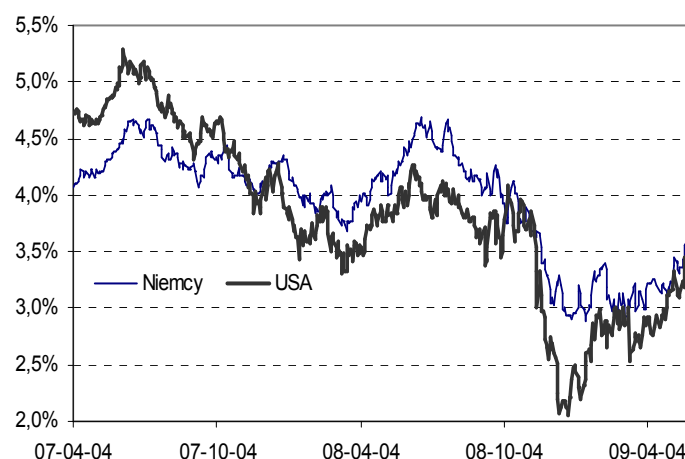
Kraj	Dynamika PKB	Kraj	Dynamika PKB
Polska	0,8%	Włochy	-5,9%
Belgia	-3,0%	Łotwa	-18,6%
Bułgaria	-3,5%	Litwa	-10,9%
Czechy	-3,4%	Węgry	-4,7%
Niemcy	-6,9%	Holandia	-4,5%
Estonia	-15,6%	Austria	-2,9%
Hiszpania	-2,9%	Portugalia	-3,7%
Francja	-3,2%	Rumunia	-6,4%
Wielka Brytania	-4,1%	Słowacja	-5,4%

Źródło: BRE Bank

Taka dekompozycja PKB oznacza jednak większe problemy z poziomem deficytu budżetowego, który zapewne przekroczy 5% PKB. Czy będzie to oznaczało problemy dla PLN? Niekoniecznie, bo deficyty budżetowe są problemem dla większości krajów rozwiniętych (w 2009: Niemcy 5%, USA 12%), a na ich tle Polska może pochwalić się wzrostem gospodarczym. Z tego punktu widzenia do Polski powinny płynąć inwestycje portfelowe. To wariant optymistyczny. W negatywnym, deficyt budżetowy w Polsce ma większą wrażliwość na gospodarkę niż w krajach ościennych (szacuje się, że 1% wzrostu gospodarczego to 1% deficytu, w krajach regionu 0,6-0,8%), co oznacza, że przy słabszym wzroście PKB rośnie ryzyko wyższej dziury budżetowej, a to może oznaczać presję na PLN.

Ceny surowców, osłabienie USD, rentowność obligacji

Istotny wpływ na zachowanie się rynku akcji w ujęciu globalnym ma sytuacja na rynku długu i na rynku walutowym. W celu ratowania sytuacji gospodarczej rządy i Banki Centralne, a w szczególności administracja amerykańska poprzez działania monetarne i fiskalne wtoczyły do gospodarki ogromne ilości pieniądza. Pozwala to na złagodzenie kryzysu z obserwowanymi właśnie efektami ożywienia – co automatycznie przekłada się na wyższą awersję do ryzyka ze strony inwestorów – jednak powoduje ogromne deficyty budżetowe. Wg niektórych szacunków łącznie pakiety stymulacyjne zaaplikowane w gospodarce amerykańskiej to 30% PKB. Zgodnie z oczekiwaniami, że jedynie inflacja i słaby USD mogą zmonetyzować tak ogromne zadłużenie USA, rosną rentowności amerykańskich obligacji 10Y (do ponad 3,6%). Ucieczka od uważanych jeszcze do niedawna za „bezpieczną zatokę” aktywów amerykańskich i towarzyszący temu spadek cen na całej długości krzywej powoduje napływ kapitału na rynek akcji i rynki surowcowe. Dokładnie taki scenariusz przedstawiliśmy w naszej strategii na 2009 rok.

Rentowność obligacji 10Y w Niemczech i USA


Źródło: Bloomberg

Przy zjawisku deflacji (-0,7% w kwietniu) konsolidacja rentowności 10Y w USA na poziomie 3,5-4% i wyhamowanie trendu deprecjacyjnego na USD powinny nałożyć się na korektę na rynku akcji i surowców na rynkach globalnych. W długim okresie podtrzymujemy tezę, że w okresie 2010/11 prawdopodobnie będziemy mieli do czynienia z rosnącą inflacją, co powinno wynieść ceny surowców nawet na nowe historyczne szczyty.

Makroekonomia

Wzrost PKB w 1Q2009

W I kw. 2009 PKB wzrósł o 0,8% r/r, co jest pozytywnym wyróżnikiem na tle regionu (jedyne kraj z pozytywną dynamiką PKB). Po wyłączeniu czynników sezonowych wzrost PKB w I kw. 2009 wyniósł 0,4% q/q wobec 0,0% zanotowanych w IV kw. 2008 (wielkość tą zrewidowano z wcześniejszych +0,3%). Pozostajemy sceptyczni odnośnie tego oszacowania – biorąc pod uwagę podaną dynamikę roczną, a także wcześniej podane kwartalne dynamiki odsezonowane uważamy, że kwartalna dynamika PKB może być ujemna i zbliżona do około -0,6%). W I kw. konsumpcja indywidualna wzrosła o 3,3% r/r wobec 5,3% r/r zanotowanych w IV kw. 2008. Hamowanie konsumpcji jest więc oczywiste (choć dane odsezonowane wskazują na nieznaczne różnice względem dynamiki osiągniętej w IV kw. 1,2% wobec 1,5% q/q). Mocno spadł roczny wskaźnik inwestycji z 4,6% r/r do 1,2% (w ujęciu kwartalnym spadek wyniósł prawie 1%). Znacznej rewizji podległy oszacowanie zmiany zapasów. Według najnowszych danych proces szybkiego zmniejszania zapasów rozpoczął się już w IV kw., kiedy to kontrybucja zmiany zapasów do dynamiki PKB wyniosła -2,9 pp. W I kw. 2009 kontrybucja ta spadła do -4,8 pp. Ostatecznie GUS skorygował także publikacje danych o kontrybucji eksportu netto do dynamiki PKB. Kontrybucja ta okazała się dodatnia na poziomie 1,9 pp. Warto w tym kontekście także zwrócić uwagę, że nominalnie saldo wymiany handlowej odnotowało w tym okresie nadwyżkę w wysokości prawie 1,5 mld PLN, co zgodne jest z danymi NBP i niejako przeczy spekulacjom części analityków co do pogarszającego się salda obrotów towarowych. W kolejnych kwartałach kontrybucje eksportu netto do dynamiki PKB prawdopodobnie będą dalej rosły. Po stronie podaży zanotowano zmniejszenie dynamiki kwartalnej wszystkich składowych. Wartość dodana w przemyśle spadła o 4,2% q/q (r/r spadek o 5,9%), dynamika wartości dodanej w budownictwie spadła do 3,7% q/q wobec 7,2% zanotowanych w IV kw. 2008. Dynamiki w usługach rynkowych i w handlu, i naprawach utrzymały się mniej więcej na niezmiennym poziomie (odpowiednio 4,4% q/q i 5,6% q/q). W najbliższych kwartałach spodziewamy się obniżenia dynamiki konsumpcji indywidualnej (dalsze osłabienie rynku pracy, niższa dynamika płac, zwiększenie stopy oszczędności w związku z pogorszeniem ocen przyszłej sytuacji gospodarczej) oraz spadku inwestycji (gospodarka jest obecnie przeinwestowana a malejące wykorzystanie mocy wytwórczych oraz spadek wyników finansowych wróżą dalsze spadki popytu inwestycyjnego). W konsekwencji popyt krajowy pozostanie na ujemnym terytorium przez cały 2009 rok, a na ożywieniu u głównych partnerów handlowych skorzysta głównie przemysł i eksport – dodatnie kontrybucje salda wymiany z zagranicą będą działać w kierunku utrzymania dynamiki PKB blisko zera. Co do najbliższych publikacji PKB, w II kwartale widzimy niewielki spadek w ujęciu rocznym. Nie uważamy, aby dane o PKB stały się powodem odejścia RPP od poluzowania monetarnego oraz zapowiedzianej już obniżki stóp w czerwcu. Nadal uważamy, że negatywne dynamiki popytu wewnętrznego są czynnikiem obniżającym presję inflacyjną i sugerującym konieczność dalszego poluzowania monetarnego.

Inflacja bazowa

W kwietniu wzrosły wszystkie publikowane przez NBP miary inflacji bazowej. Inflacja po wyłączeniu cen energii żywności wzrosła do 2,6% z 2,5% r/r zanotowanych w marcu. Inflacja po wyłączeniu cen administracyjnych wzrosła z 2,7 do 3,0% r/r, a inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności wzrosła z 3,7 do 3,9% r/r. Najbardziej stabilna miara inflacji bazowej, 15% średnia obciążona wzrosła z 3,9 do 4,1% r/r. Wyższa inflacja bazowa odzwierciedla uporczywość notowanych od początku roku wzrostów cen konsumenta. Oceniamy jednak, że roczne wskaźniki osiągnęły swoje maksimum w kwietniu i w kolejnych miesiącach można spodziewać się stopniowego, choć powolnego spadku inflacji bazowej. Wskaźnik po wyłączeniu cen żywności, energii prawdopodobnie obniży się do 2,5% r/r w maju. Do końca roku powinien się z kolei obniżyć w okolice 2%, dopiero w 2010 roku (ze względu na silne efekty bazowe związane z tegorocznymi wzrostami cen kontrolowanych) inflacja bazowa spadnie poniżej 2% r/r. Natura podwyższonej inflacji (efekt wzrostu cen kontrolowanych, słabszego złotego) i perspektywa obniżenia presji popytowej w kolejnych kwartałach nie wpłynę na szybsze zakończenie procesu poluzowania monetarnego.

Koniunktura gospodarcza

W maju doszło do poprawy ogólnego klimatu koniunktury we wszystkich działach: przetwórstwie przemysłowym (-5pkt. wobec -8pkt. w kwietniu), produkcji budowlano-montażowej (-11pkt. wobec -17pkt. w kwietniu), sprzedaży detalicznej (+1pkt. wobec -3pkt. w kwietniu) i usługach (+23pkt. wobec +19pkt. w kwietniu). W przypadku przetwórstwa przemysłowego wzrost ogólnego klimatu koniunktury jest pochodną nieznacznej poprawy bieżącej produkcji i bieżącego portfela zamówień. Utrzymuje się jednak nadmierny poziom zapasów wyrobów gotowych, a przedsiębiorstwa planują dalsze redukcje zatrudnienia (choć w skali mniejszej niż w kwietniu). Odczyty indeksów koniunktury GUS wydają się spójne z tendencjami obserwowanymi za granicą (wzrosty PMI, wzrosty IFO) i sugerują powolne wyłączenie spadkowego trendu produkcji przemysłowej. Jeśli sygnały poprawy

koniunktury w gospodarce niemieckiej potwierdzą się, druga połowa roku może przynieść pojawienie się tendencji wzrostowej w przetwórstwie przemysłowym. Z uwagi na znacznie lepszą konkurencyjność powodowaną przez słabszy kurs, Polska skorzysta w pierwszej kolejności z oznak ożywienia w gospodarce globalnej). Z kolei lepszy ogólny klimat koniunktury w przypadku sprzedaży detalicznej jest wynikiem poprawy obrotów coraz większej ilości ankietowanych przedsiębiorstw (choć wzrosty w tym zakresie mogą być wynikiem efektów sezonowych). Pozostają one jednak sceptyczne, co do rozwoju sytuacji w przyszłości (w dalszym ciągu oczekiwane są spadki sprzedaży), a zapasy utrzymują się na nadmiernym poziomie (co sugeruje, że obserwowane obecnie hamowanie spożycia nie było przez przedsiębiorców oczekiwane). W dalszym ciągu spodziewamy się, że konsumpcja prywatna nie będzie istotnym wsparciem dla tempa wzrostu PKB w 2009 roku. Z uwagi na pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz konfrontacje nadmiernie optymistycznych oczekiwań z rzeczywistością, konsumenci będą odbudowywać oszczędności. W konsekwencji oczekujemy, że dynamika spożycia indywidualnego znajdzie się w 2009 roku w przedziale 0,5-1,5%.

Produkcja przemysłowa

W kwietniu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 12,4% r/r (konsensus prognoz wskazywał na spadek o 10,8%) wobec 1,9% r/r spadku zanotowanego w marcu. W ujęciu miesięcznym produkcja spadła we wszystkich sekcjach. Gorszy niż oczekiwano wynik to przede wszystkim efekt statystyczny, wynikający z niekorzystnej różnicy w dniach roboczych oraz przesunięcia świąt wielkanocnych względem poprzedniego roku. Po odsezonowaniu, produkcja spadła o 8,0% (wobec spadku o 10,8% w marcu), co sugeruje lekkie polepszenie aktywności w porównaniu z marcem. Warto zwrócić jednak uwagę na gwałtowne pogorszenie sprzedaży węgla, co potwierdza dotychczasowe informacje prasowe na ten temat: produkcja sekcji „górnictwo” spadła w kwietniu aż o 21,1% r/r. Niska sprzedaż węgla po części odzwierciedla też trudną obecną sytuację innych sekcji przetwórstwa – produkcji koksu, czy przemysłu chemicznego. Choć produkcja przemysłowa ciągle odnotowuje dwucyfrowe spadki, ich dynamika powoli się stabilizuje. W najbliższych miesiącach odczyty produkcji pozostaną ujemne, niemniej jednak powolna stabilizacja sytuacji w gospodarce niemieckiej nie pozostanie bez wpływu na wyniki polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Ożywienie w tym zakresie może być jednak złudne – coraz więcej faktów wskazuje, że 2009 rok będzie charakteryzował się bardzo niską dynamiką konsumpcji (być może nawet w granicach 0,5-1,5%) oraz wyraźnie negatywnym trendem na inwestycjach (w poprzednim cyklu dynamika roczna inwestycji pozostała ujemna przez 9 kolejnych kwartałów). Osłabienie złotego może być wystarczające do powolnej odbudowy eksportu (co wpłynie na przetwórstwo przemysłowe), jednak to konsumpcja i inwestycje pozostaną najważniejszym hamulcem dla gospodarki w 2009 roku.

Ceny producentów

W kwietniu ceny producentów obniżyły się aż o 0,6% w ujęciu miesięcznym (w tym w przetwórstwie przemysłowym o 0,9%), co plasuje dynamikę roczną tych wskaźników na poziomie odpowiednio 5,1% oraz 2,6%. Najnowsze dane stanowią wyraźne potwierdzenie nasilających się tendencji deflacyjnych w gospodarce: mimo znacznej presji kosztowej (podwyżki cen energii, efekty słabszego kursu walutowego) przedsiębiorstwa nie zdecydowały się na dalsze podniesienie cen. Zmniejszenie wykorzystania mocy wytwórczych, obniżenie dynamiki kosztów pracy a także uspokojenie sytuacji na rynku walutowym będą skutkować obniżeniem dynamiki cen producentów w najbliższych miesiącach (niewykluczone, że przez kilka miesięcy z rzędu będziemy świadkiem spadków cen producenta w ujęciu miesięcznym), zgodnie z trendem obserwowanym na wskaźnikach koniunktury. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym spadkom cen producentów będą obniżki cen gazu (od czerwca), które w znacznie większym stopniu dotyczą producentów niż konsumentów.

Wynagrodzenia

W kwietniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 4,8% r/r z 5,7% zanotowanych w marcu. Wynik jest zgodny ze spadkowym trendem obserwowanym w poprzednich miesiącach (marcowy wzrost wskaźnika rocznego był w istocie jedynie odchyleniem od trendu). Obiektywnie dość wysoka dynamika płac to przede wszystkim efekt sposobu prezentacji – roczny wskaźnik jest zawyżany przez podwyżki płac, które miały miejsce jeszcze jesienią 2008 roku. Dynamiki miesięczne (po odsezonowaniu) są już bardzo bliskie zera. Oczekujemy, że dynamika wynagrodzeń będzie się obniżała w kolejnych miesiącach, nawet do poziomów zbliżonych do 2-3% r/r. Niższa dynamika wynagrodzeń w stosunkowo niedługim okresie będzie oddziaływała w stronę spadku inflacji na usługach i praktycznie zwolni Radę Polityki Pieniężnej z konieczności monitorowania presji cenowej wywodzącej się z rynku pracy.

Rachunek obrotów bieżących

W marcu zanotowano kolejną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Tym razem w wysokości 75 mln euro wobec 915 mln euro (po rewizji) zanotowanych w lutym. Na nadwyżkę w rachunku obrotów bieżących złożyły się: przede wszystkim dodatnie saldo obrotów

towarowych (+77 mln euro), dodatnie saldo transferów bieżących (458 mln euro, co głównie wynikało z kumulacji wpływów z UE), usług (125 mln EUR, co wynikało z osłabnięcia popytu na usługi zagraniczne) oraz lekko ujemne saldo dochodów (431 mln EUR). Okazuje się (i to drugi miesiąc z rzędu), że osłabienie złotego i odpowiednie pogorszenie opłacalności importu (spadek importu o ponad 26% r/r) bardzo szybko zaczęło oddziaływać w kierunku równoważenia rachunku obrotów bieżących, a co za tym idzie w stronę poprawy wskaźników kryzysowych (typowy zestaw, zgodnie z metodologią IMF). Eksport w marcu obniżył się „zaledwie” o 16,3%, co wiąże się z obserwowanym w marcu odreagowaniem w przemyśle (polskim i w Europie Zachodniej). Wydaje się, że maleje również ryzyko niesfinansowania pozycji zagranicznej polskich podmiotów. Uważamy, że trend na składowych rachunku obrotów bieżących (poprawa bilansu handlowego, usług i dochodów) powinien utrzymać się w kolejnych miesiącach. Na koniec roku saldo obrotów bieżących do PKB powinno spaść do poniżej 2-3%, nie będą miały zatem miejsca mechanizmy, które zazwyczaj towarzyszą kryzysom finansowym w *emerging markets*. Co więcej, dodatnia kontrybucja eksportu netto może stać bardzo istotnym amortizatorem dla polskiego PKB (w I kwartale PKB w Polsce wg. naszych szacunków PKB wzrósł o około 1,0% r/r, co na tle regionu, a w szczególności pozbawionej płynnego kursu Słowacji jest wynikiem „statystycznie” niezłym. Dlaczego statystycznie? Dodatniej dynamice PKB towarzyszyć będzie znaczny spadek inwestycji i mizerny wzrost konsumpcji – otoczenie nienajlepsze do generowania wysokich wpływów budżetowych). Dane powinny być widziane jako kolejna przesłanka za zmniejszaniem się ryzyka Polski jako kraju, co z kolei w średnim okresie powinno okazać się pozytywne dla polskich papierów skarbowych. Utrzymujemy również naszą prognozę EURPLN na koniec roku na poziomie 3,90.

Deficyt budżetowy

Deficyt budżetowy po kwietniu 2009 roku wyniósł 15 335,3 mln PLN wobec deficytu po marcu w wysokości 11 219,8 mln PLN, co daje 84,3% planowanego wykonania budżetu w tym roku. Po stronie wydatków w kwietniu przyspieszyły wydatki związane z obsługą długu oraz dotacje dla FUS i subwencje dla samorządu terytorialnego. W oczy rzuca się jednak przede wszystkim ubytek dochodów budżetowych – po kwietniu 2009 dochody budżetowe są nominalnie niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (89 wobec 90 mld PLN). Najbardziej dotkliwy ubytek zanotowano w dochodach z tytułu VAT (34 mld PLN po kwietniu 2009 wobec 37 mld PLN zanotowanych w analogicznym okresie roku poprzedniego). Pogarszające się perspektywy dla popytu krajowego są bardzo złym prognozykiem dla budżetu (dynamika PKB ciągnięta przez eksport netto nie będzie generować dodatkowych dochodów do budżetu). Oceniamy, że ubytek dochodów względem planu może przekroczyć 30-40 mld PLN (dochody nie przekroczą tych zrealizowanych w roku 2008), co wliczając już wyłączenie z budżetu centralnego wydatków na drogi skutkować może nowelizacją wielkości deficytu do ponad 40 mld PLN.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	10,31	2009-04-30
ACTION	Kupuj	12,30	2009-04-30
AGORA	Kupuj	35,60	2008-11-14
ASBIS	Kupuj	2,16	2009-04-30
ASSECO POLAND	Kupuj	67,40	2009-05-27
BUDIMEX	Trzymaj	71,60	2009-05-11
BZWBK	Akumuluj	104,10	2009-05-20
CIECH	Trzymaj	31,80	2009-05-15
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	21,90	2009-05-06
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	162,70	2009-06-04
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Redukuj	35,00	2009-06-04
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	40,90	2009-05-07
ING BSK	Trzymaj	313,00	2009-05-15
J.W. CONSTRUCTION	Redukuj	10,30	2009-06-04
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Zawieszona		2009-06-04
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	2009-05-29
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,40	2009-05-28
MILLENNIUM	Sprzedaj	1,80	2009-05-12
MONDI	Trzymaj	54,20	2009-04-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	65,60	2009-06-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Redukuj	201,60	2009-06-04
PEKAO	Akumuluj	133,20	2009-05-13
PGNiG	Redukuj	3,58	2009-05-14
PKN ORLEN	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Akumuluj	30,20	2009-05-19
POLICE	Sprzedaj	5,80	2009-06-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	3,80	2009-05-25
POLNORD	Trzymaj	35,00	2009-06-04
RAFAKO	Kupuj	8,70	2009-05-14
SYGNITY	Kupuj	25,30	2009-05-27
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	20,30	2009-04-30
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,90	2009-05-18
TVN	Trzymaj	11,90	2009-06-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	40,20	2009-05-26
UNIBEP	Trzymaj	5,30	2009-05-26
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASSECO POLAND	Kupuj		67,40	2009-05-27
BUDIMEX	Trzymaj	Trzymaj	71,60	2009-05-11
BZWBK	Akumuluj	Akumuluj	104,10	2009-05-20
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	31,80	2009-05-15
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Kupuj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	Trzymaj	21,90	2009-05-06
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Akumuluj	162,70	2009-05-20
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	35,00	2009-05-26
EUROCASH	Trzymaj	Akumuluj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	Sprzedaj	40,90	2009-05-07
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	313,00	2009-05-15
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Kupuj	10,30	2009-05-06
KOMPUTRONIK	Trzymaj	Trzymaj	10,48	2009-05-29
LOTOS	Kupuj	Kupuj	26,40	2009-05-28
MILLENNIUM	Sprzedaj	Sprzedaj	1,80	2009-05-12
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	Kupuj	65,60	2009-05-22
PBG	Trzymaj	Trzymaj	201,60	2009-05-13
PEKAO	Akumuluj	Akumuluj	133,20	2009-05-13
PGNiG	Redukuj	Redukuj	3,58	2009-05-14
PKN ORLEN	Kupuj	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Akumuluj	Akumuluj	30,20	2009-05-19
POLICE	Sprzedaj	Trzymaj	5,80	2009-06-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	3,80	2009-05-25
POLNORD	Akumuluj	Kupuj	35,00	2009-05-06
RAFAKO	Kupuj	Akumuluj	8,70	2009-05-14
SYGNITY	Kupuj		25,30	2009-05-27
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	Kupuj	4,90	2009-05-18
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	Trzymaj	40,20	2009-05-26
UNIBEP	Trzymaj	Trzymaj	5,30	2009-05-26
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Trzymaj	82,70	2009-05-28

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Akumuluj	162,70	2009-06-04
ERBUD	Redukuj	Trzymaj	35,00	2009-06-04
J.W. CONSTRUCTION	Redukuj	Trzymaj	10,30	2009-06-04
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Kupuj	65,60	2009-06-04
KGHM	Zawieszona	Akumuluj	-	2009-06-04
PBG	Redukuj	Trzymaj	201,60	2009-06-04
POLNORD	Trzymaj	Akumuluj	35,00	2009-06-04
TVN	Trzymaj	Kupuj	11,90	2009-06-04

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	4	12	7	14	0	2	6	3	3
procent	11,9%	9,5%	28,6%	16,7%	33,3%	0,0%	14,3%	42,9%	21,4%	21,4%

Sektor finansowy

Pengab spadł o 2,6 pkt m/m do 13,5 pkt w maju

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab spadł w maju o 2,6 pkt m/m do 13,5 pkt. Rok temu wskaźnik Pengab wynosił 39,2 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w maju 5,6 pkt i był niższy o 4,1 pkt wobec poprzedniego miesiąca, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz spadł o 1,1 pkt do 21,4 pkt. Według ankiety nastąpiło ożywienie akcji kredytowej, przede wszystkim kredytów walutowych, w tym przede wszystkim w obszarze detalicznym (kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne). Na rynku kredytów walutowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw obserwowany jest dalszy zastój. Na popularności zyskały akcje i jednostki TFI, przy jednocześnie prognozowanym wzroście zainteresowania tymi produktami. Odnotowano również większy popyt na polisy ubezpieczeniowe. Na atrakcyjności straciły obligacje. Nieznaczne wahanie Pengab miesiąc do miesiąca. Dalej jesteśmy w obszarze negatywnych ocen sytuacji w sektorze. Odczyty wskaźnika są znacznie poniżej ubiegłorocznych. Jednak jednocześnie Pengab jest dalej wyżej niż minimum odnotowane jak do tej pory w tym cyklu na poziomie 11,4 (marzec 2009). Zdecydowanie za wcześnie mówić o odwróceniu koniunktury. Powoli jednak mamy do czynienia ze stabilizacją.

Zysk netto sektora w 1Q09 2 mld PLN (-50% R/R)

Poziom przychodów bankowych nie zmienił się znacznie w relacji do 1Q08 (+2,8% R/R), mimo znacznego wzrostu wolumenów banków w tym okresie. Wynik odsetkowy spadł o 2% R/R, podczas gdy wynik prowizyjny wzrósł o 2%. Banki odnotowały również dobre wyniki handlowe, które wzrosło o 27% R/R (mimo strat z tytułu opcji). Jednocześnie wydatki zwiększyły się o 12% R/R. Odpisy na rezerwy sięgnęły 2,6 mld PLN co stanowiło 1,7% portfela kredytów netto. Wskaźnik zwrotu na kapitale obniżył się istotnie do poziomu 10,7% (26,2% na koniec 1Q08). Wzrost aktywów sięgnął 28% R/R, kredytów 36% R/R, a depozytów 19% R/R. Relacja kredyty depozyty wynosiła 110%. Współczynnik wypłacalności wyniósł 11,2% i nie zmienił się istotnie w relacji do końca 2008 roku. Udział kapitałów własnych w sumie bilansowej sięgnął 8% (również nie zmienił się w relacji do końca 2008). Dane pokrywają się z tym co już wcześniej pokazały banki giełdowe w wynikach. W przychodach widoczna jest rywalizacja o depozyty klientów, co ma przełożenie na wynik odsetkowy. Jednocześnie banki odnotowały bardzo dobre wyniki na instrumentach finansowych, co pozwoliło zneutralizować negatywny wpływ wyceny klientów instrumentów pochodnych oraz mniejszych przychodów z pozycji wymiany na skutek spadku sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych. cały ubiegły rok minął pod znakiem ekspansji sieci w wielu bankach, co powoduje niską bazę wydatków R/R, mimo że wydatki w bankach są obecnie przedmiotem restrukturyzacji. Widać to przy porównaniach Q/Q, gdy ich spadek sięgnął prawie 8%. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw spadł o 9,5% R/R, jednak to odpisy na rezerwy stanowiły główną przyczynę spadku wyniku o połowę. Oczekujemy w kolejnych kwartałach rosnącej presji na wynik operacyjny przy ciągle dość wysokich kosztach ryzyka kredytowego. Istnieje ryzyko pogorszenia się kwartalnego wyniku sektora bankowego.

Moody's może obniżyć ratingi dla ośmiu polskich banków

Agencja ratingowa Moody's umieściła ratingi ośmiu polskich instytucji finansowych na liście obserwacyjnej z możliwością ich obniżenia. Umieszczenie na liście obserwacyjnej dotknęło ratingi: PKO BP, Pekao, BRE Banku, BRE Banku Hipotecznego, BZ WBK, BGŻ, Lukas Banku i Europejskiego Funduszu Leasingowego. Wcześniej taką decyzję Moody's podjął w przypadku Banku Millennium oraz Banku Handlowego. Perspektywa ratingów Getin Banku nie została zmieniona, ale już obecnie jest ona negatywna. Jedynie rating Banku BPH jest na liście obserwacyjnej z możliwością podniesienia ze względu na planowaną fuzję z GE Money. Agencja obawia się o jakość kredytów dla w portfelach polskich banków. Agencja spodziewa się jednak, że planowane zmiany nie będą znaczące. Jesteśmy po wynikach zarówno w Polsce jak i w spółkach – matkach naszych banków, zatem agencje rewidują swoje ratingi. Kolejna fala rewizji rating'ów polskich banków, znowu w dużym stopniu wywołana kondycją spółek – matek.

Wolumeny w sektorze

Wartość depozytów wyniosła na koniec kwietnia br. 583 mld mln PLN (-0,8% m/m, +16,1% R/R). Natomiast należności banków wyniosły 673 mld PLN (-1,7% m/m, +30,2% R/R). Depozyty gospodarstw domowych sięgnęły 358 mld PLN (+0,2% m/m, +25,2% R/R), natomiast przedsiębiorstw wyniosły 137 mld PLN (+4% m/m, płaskie w relacji do końca maja 2008 roku). Relacja kredyty/depozyty sięgnęły nieco ponad 115%. Jednocześnie podaż pieniądza M3 zmniejszyła się w porównaniu z marcem o 0,6% (3,8 mld PLN). Po wyeliminowaniu różnic kursowych (w kwietniu PLN umacniał się) byłby to wzrost zaledwie o 0,2 mld PLN. Najmocniej, bo o 5,7 mld PLN spadły depozyty przedsiębiorstw w bankach (bez uwzględnienia różnic kursowych spadek o 4,1 mld PLN). Przedsiębiorcy sięgają do oszczędności także dlatego, że coraz trudniej dostać kredyt. W kwietniu kredyty dla firm spadły (ciągle w porównaniu z marcem) o 5,3 mld PLN (2,2%). Nawet po wyeliminowaniu efektu aprecjacji złotego jest to spadek o 1 mld PLN. W kwietniu zadłużenie gospodarstw domowych w bankach także spadło, o 1,4% (wyłączając wpływ kursu walutowego wzrosło o 1,2%). Jest wynik dużo gorszy niż w

poprzednich miesiącach. Zdaniem dyr. Soboty, zauważalne jest osłabienie dynamiki kredytów mieszkaniowych, które zostało częściowo zrekompensowane wzrostem bardziej opłacalnych dla banków kredytów konsumpcyjnych. Osłabienia kredytu to skutek dwóch równoległych zjawisk: z jednej strony banki zaostrzyły politykę kredytową, z drugiej zaś mamy także mniejszy popyt na kredyt. Silnemu spadkowi depozytów firm towarzyszył także spadek depozytów jednostek samorządów (o 1 mld PLN). One także sięgają do oszczędności, bo mniej wpływa im z podatków. Zaczyna być widoczna materializacja naszego scenariusza spadku portfela kredytów dla przedsiębiorstw i konsumpcji przez nie oszczędności w momencie braku dostępu do kredytu. Uważamy również, że słabnąć będzie tempo przyrostu depozytów gospodarstw domowych, choć słaby przyrost w kwietniu może mieć związek z regulowaniem zobowiązań podatkowych. Po opublikowaniu szczegółowych danych będzie również wiadomo jak kształtował się poziom należności nieregularnych w kwietniu.

Portfel kredytów hipotecznych

W ciągu miesiąca portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych spadł o 7,9 mld PLN i wynosił na koniec kwietnia niespełna 210 mld PLN (217,6 mld PLN w marcu). Jest to jednak efekt umocnienia się PLN o ponad 6% wobec CHF. Szacujemy, że efekt umocnienia waluty to około 9,6 mld PLN, co przekłada się na wzrost portfela kredytów hipotecznych w stałym kursie walutowym o około 1,7 mld PLN. Taki wzrost portfela dalej oznacza znaczny spadek wolumenów realizowanej sprzedaży w 2009 roku. W marcu przyrost portfela kredytów na nieruchomości w stałym kursie walutowym sięgnął 2,5 mld PLN. Jednocześnie rośnie sprzedaż kredytów złotówkowych. W marcu portfel przyrósł o prawie 960 mln PLN, a w kwietniu już o 1,13 mld PLN.

Należności nieregularne w trendzie wzrostowym

Kolejny miesiąc z rzędu obserwujemy wzrost wskaźnika należności nieregularnych do kredytów ogółem w sektorze. Wskaźnik ten wyniósł 5,7% na koniec kwietnia'09 i wzrósł z 5,3% w marcu. Nominalnie przyrost należności niespłaconych regularnie wyniósł 2 mld PLN i znacznie niższy niż wzrost w marcu (3,65 mld PLN). Należności nieregularne gospodarstw domowych wzrosły o niecałe 0,7 mld PLN, a wskaźnik wzrósł z 3,8% do 4%. W przedsiębiorstwach wzrost sięgnął 1,3 mld PLN i wskaźnik zwiększył się z 7,9% do 8,7%. Dalej widać wzrost należności nieregularnych, co oznacza utrzymanie się wysokich odpisów w kolejnych kwartałach. Problemem pozostają przedsiębiorstwa. Naszym zdaniem pogorszenie się jakości portfela detalicznego może mieć miejsce w drugiej połowie roku. Wpływ na dynamikę wzrostu wskaźników ma umocnienie PLN, które ma wpływ na rewaluację portfeli kredytów brutto. Jednocześnie spada nominalny wzrost portfela.

BIK udostępniła 1,5 mln raportów kredytowych

BIK udostępnił 1,5 mln raportów kredytowych w kwietniu br. Jest to o 7% więcej niż przed rokiem. W marcu udostępniono 1,56 mln raportów.

W sektorze widać pierwsze oznaki poprawy marży

Wojna depozytowa powoli wygasa. Oprocentowanie nowych umów depozytowych w sektorze spadło do 3,6%, z 3,8% w marcu. Złożył się na to spadek oprocentowania nowych umów depozytowych gospodarstw domowych o 50 pb. do 4,5% i jednocześnie spadek oprocentowania depozytów przedsiębiorstw z 3,4% do 3,3%. Jednocześnie ciągle widoczny jest wzrost marż kredytowych. Nie mamy jeszcze danych o oprocentowaniu portfela depozytów (dane dotyczą tylko nowych umów). Widać poprawę, która tak naprawdę postępuje od kilku miesięcy. Jednak naszym zdaniem dane na temat portfela cały czas będą jeszcze pokazywały dość wysoki koszt finansowania. Pozytywnie oceniamy ruchy banków, z perspektywy dochodowości, jednak widoczne to będzie dopiero w wynikach za 3Q09.

Poprawa sentymentu na rynkach kapitałowych zagrożeniem dla depozytów

Zdaniem bankowców ostatnie ożywienie na rynkach kapitałowych może stanowić zagrożenie dla budowanej w ostatnim okresie bazy depozytowej. A to może istotnie przełożyć się na skalę akcji kredytowej. Banki w ubiegłym roku były beneficjentem umorzeń jednostek funduszy inwestycyjnych, co dodatkowo wspierało rozwój depozytów gospodarstw domowych. Jednocześnie mamy obecnie do czynienia ze spadkiem rynkowych stóp procentowych i powolnym odchodzeniem banków od „wojny depozytowej”. Zatem oprocentowanie lokat staje się coraz mniej atrakcyjne. Naszym zdaniem banki nie będą obecnie agresywnie dystrybuować jednostek funduszy, co może ograniczyć skalę odpływu środków z ich depozytów. To sieci dystrybucji banków w poprzednim okresie ożywienia istotnie pomogły zwiększyć aktywa. Jednocześnie uważamy, że taka sytuacja sprzyja rozwojowi instrumentów strukturyzowanych. Dla banku to jednocześnie depozyt i to na dłuższy termin (2 – 3 lata, czasami nawet 5 lat), dający także przewagę przy dystrybucji produktu inwestycyjnego.

Mniejszościowe pakiety Skarbu Państwa w bankach nie na sprzedaż

Skarb Państwa nie zamierza sprzedawać kilkuprocentowych udziałów w polskich bankach ze względu na niekorzystną koniunkturę na rynkach kapitałowych. SP posiada 3,95% akcji Pekao,

37% BGŻ, 3,68% BPH, 1,93% BZ WBK, 2,48% Banku Handlowym, 0,10% Millennium oraz 1,58% Banku Polskiej Spółdzielczości. W tym roku nie powinno być zatem podaży tych akcji, jednak nie można zupełnie wykluczyć takiego scenariusza. Decyzję zawsze można zmienić.

Samorządy mogą liczyć na banki

Największe polskie miasta starają się o duże kredyty (łącznie *Rzeczpospolita* podsumowuje je dla 23 największych miast na 7,8 mld PLN). Wynika to z planów inwestycyjnych, których łączna kwota sięgnąć ma 13 mld PLN. Liczą, że je uzyskają, a jedynym problemem pozostaje koszt takiego finansowania. W 1Q09 zaciągnęły zobowiązania zaledwie na 19 mln PLN, ale jest to normalne i związane z dopinaniem budżetu na dany rok. Jednak pod koniec kwietnia Warszawa wyemitowała euroobligacje na kwotę 200 mln PLN, a jej potrzeby finansowe w 2009 to 2,4 mld PLN. Chętnych na kredytowanie samorządów nie brakuje, gdyż dla banków samorządy są znacznie bardziej wiarygodne niż firmy. Jednak ofert jest znacznie mniej niż jeszcze przed rokiem. W każdym postępowaniu ofertę składa PKO BP. Największym problemem pozostaje koszt finansowania, którego stawki obecnie kształtują się na poziomie 2 -3%. Najbezpieczniejsi klienci, którzy jednak będą musieli więcej zapłacić za kredyt. Tutaj znowu najlepszą ekspozycję na ten segment ma PKO BP, ale jednocześnie banki korporacyjne.

RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej

Rada obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej o 50 pb z 3,5% do 3,0%. Decyzja ta ma zastosowanie od 30 czerwca 2009. ZBP postulował wcześniej znacznie głębszą obniżkę, bo do 2%. Ruch RPP da bankom w przyszłości około 3 mld PLN dodatkowych środków. W ocenie RPP kolejne cięcia będą zależały od reakcji rynku. Informacja pozytywna, jednak o symbolicznym znaczeniu dla sektora. Skala uwolnionych środków jest bardzo mała, a obecnie o mniejszej sprzedaży kredytów w sektorze decyduje nie tylko płynność. Z perspektywy banków podaż kredytów zależy od wyceny ryzyka kredytowego, kosztu pozyskania środków finansowych i sytuacji na rynku międzybankowym (zawirowania na nim skłaniają banki do utrzymywania większego zapasu płynnych aktywów). Naszym zdaniem osłabnie również popyt na kredyty w obliczy pogarszających się wskaźników makro obrazujących kondycję klientów banków.

Dopłata do kredytów hipotecznych

Rząd przyjął projekt ustawy o odpłatach do kredytów hipotecznych osobom, które straciły pracę po 30 czerwca 2008. Warunkiem uzyskania pomocy jest utrata pracy przez osobę spłacającą kredyt. Nie ma zapisów, że pomoc dotyczy tylko małżonków i to przy utracie pracy przez oboje z nich (wcześniejsze doniesienia o zapisach ustawy). Maksymalna pomoc to 1200 PLN miesięcznie na rok. Następnie taka osoba dostanie rok karencji, po czym będzie musiała zacząć spłacać pożyczkę przez okres ośmiu lat (przy uzyskaniu maksymalnej kwoty, 14,4 tys. PLN, miesięczna rata spłaty wyniesie 150 PLN). Nie będzie ona oprocentowana. W przypadku zbycia nieruchomości, lub nieuprawnionego uzyskania pomocy, środki mają być zwrócone w ciągu 30 dni od daty transakcji wraz z odsetkami. Wnioski o pomoc można składać do końca 2010 roku. Decyzje w sprawie przyznania pomocy będą wydawali starości. Od lipca ubiegłego roku do marca 2009 przybyło ponad 335,8 tys. zarejestrowanych bezrobotnych, jak na razie stanowią oni grupę docelową. Przy takiej pomocy znowu kredytobiorcy, którzy wzięli kredyt w CHF są górą. Miesięczne wsparcie starczy na pokrycie kredytu w wysokości 174 tys. PLN zaciągniętego w złotówkach w maju br. (marża 2,8%), ale jednocześnie aż na 216 tys. PLN kredytu zaciągniętego w CHF nawet przy założeniu wyższych marży (założenie: 4,3% spread 0,2 PLN). Program wesprze jakoś już istniejącego portfela kredytów hipotecznych i pośrednio może przyczynić się do poprawy jakości portfela kredytów konsumpcyjnych. W pierwszej kolejności gospodarstwo domowe w trudnej sytuacji rezygnuje z płacenia kredytów ratalnych i gotówkowych, dopiero potem przestaje spłacać raty za dom. Jednocześnie uważamy, że nie zmieni to obecnego podejścia banków do oceny nowych kredytobiorców. Rok pomocy rządowej nie ma przełożenia na zdolność kredytową klienta. Program może też wpłynąć na gotowość osób prywatnych do zaciągania nowych kredytów w celu zakupu mieszkania w okresie trudnym dla gospodarki. W efekcie, powinien mieć pozytywny wpływ na działalność branży deweloperskiej.

BGK – przyjęto zasady udzielania poręczeń

W programie wspierania przedsiębiorczości rząd przyjął zasady udzielania poręczeń przez BGK, który ostatnio został dokapitalizowany kwotą 1,2 mld PLN przez Fundusz Poręczeń Unijnych i Fundusz Poręczeń Kredytowych. BGK będzie poręczał mniejsze kredyty, największymi miałyby zająć się bezpośrednio rząd. Jednocześnie system prowizyjny został skonstruowany tak, aby wspierać wygenerowanie jak największej akcji kredytowej. Potencjał kredytowy z tego tytułu szacuje się na około 20 mld PLN. Do końca czerwca BGK i banki komercyjne powinny podpisać pierwsze umowy dotyczące udzielania przez BGK gwarancji i poręczeń kredytowych na nowych zasadach. Umowa z ministrem finansów (konieczna dla większych poręczeń), jest finalizowana. BGK będzie gwarantował połowę kredytu. Pozytywnie oceniamy plan, jednak największym sprawdzianem okaże się sprawność operacyjna udzielania takich poręczeń.

Raport o kredytach na nieruchomości – KNF niezadowolona z banków

W raporcie na temat finansowania nieruchomości KNF stwierdziła, że banki prowadziły w ub.r. zbyt liberalną politykę udzielania kredytów mieszkaniowych. Zaostrzenie kryteriów nastąpiło dopiero w 4Q08. W ub. roku udzielono 130 tys. kredytów na ten cel, mimo że w latach 2006 – 2007 było to 190 tys. Jednocześnie mocno wzrosła średnia wartość udzielonego kredytu. Wzrosło również LTV portfela z 56% na koniec 2007 do 65% na koniec 2008. LTV dla nowych hipotek spadło w ciągu roku z 98% do 90%, dla hipotek walutowych z 96% do 80%. Jednocześnie wzrosły średnie marże dla kredytów hipotecznych z 1,15% do 1,79% dla kredytów w PLN i z 1,63% do 2,48% dla kredytów w obcych walutach. Zdaniem KNF działania podjęte przez banki po 4Q08 są ciągle niewystarczające i banki dalej powinny obniżać ryzyko prowadzonej działalności. Dane na temat charakterystyki sprzedawanych kredytów, biorąc pod uwagę poziom ubiegłorocznych kursów walutowych, świadczą o ryzyku portfela kredytów hipotecznych wygenerowanym w ubiegłym roku. Uważamy jednak, że nasze założenia w zakresie kosztów ryzyka zostaną zrealizowane (100 pb dla kredytów w FX i 50 pb. dla kredytów w PLN). Jednocześnie widzimy konflikt między zaleceniami KNF dotyczącymi dalszego obniżania ryzyka działalności, co de facto oznacza ograniczenie podaży kredytów przez zaostrzenie kryteriów ich udzielania, a presją ze strony rządu i NBP w zakresie utrzymywania akcji kredytowej w gospodarce.

Wartość kredytów w programie "rodzina na swoim" może przekroczyć plan o 20%

BGK spodziewa się, że wartość kredytów udzielona w ramach programu "rodzina na swoim" może o ok. 20% przekroczyć planowaną kwotę 2,2 mld PLN na 2009 rok. BGK zakłada, że udział w sprzedaży ogółem w sektorze sięgnie zatem około 10% (jeśli sprzedaż wyniesie 25 mld PLN). Uważamy, że skala może być nawet nieco wyższa.

NBP – dostęp do kredytów będzie coraz trudniejszy

Ankieta NBP pokazuje, że banki zaostrzają kryteria kredytowe. Są oczekiwania na utrzymanie tej tendencji w kolejnych miesiącach. Przyczyną jest pogorszenie się sytuacji w gospodarce, co przekłada się na trudność w oszacowaniu ryzyka kredytowego i wpływa na spadek jakości istniejącego portfela kredytów. Prawie połowa badanych przyznaje, że w 1Q09 zaostrzała kryteria ze względu na negatywne postrzeganie poszczególnych branż (szczególnie związane z nieruchomościami, czy też z eksportem). W ostatnim kwartale, szczególnie przy jednostkowo dużych kredytach dla przedsiębiorstw, nasilił się problem ograniczeń kapitałowych. Mniejsza sprzedaż kredytów to również spadek popytu na nie zarówno w firmach jak i gospodarstwach domowych. W zakresie kredytów mieszkaniowych większość banków dalej zaostrzała kryteria, jednak była niewielka grupa, która je łagodziła. Oczekujemy dalszego ograniczenia podaży kredytów, szczególnie w segmencie przedsiębiorstw. Naszym zdaniem banki będą dalej chciały pożyczać gospodarstwu domowemu, jednak przy wyższych wymaganiach i wyższych cennikach. W przypadku przedsiębiorstw, nawet wyższa cena może nie zagwarantować uzyskania kredytu.

Dalej spada oprocentowanie depozytów

Według OF banki nadal obniżają oprocentowanie depozytów, mimo że w ostatnim czasie RPP nie zdecydowała się na kolejną obniżkę stóp procentowych. W ciągu miesiąca aż 15 banków zmieniło swoją ofertę depozytową na niekorzyść klienta. To niemal 45% instytucji uwzględnianych w comiesięcznym zestawieniu OF. Najwięcej zmian dokonał Pekao, który ściął oprocentowanie wszystkich prezentowanych lokat, mimo że stawki tych depozytów były już i tak bardzo niskie. Na obniżki oprocentowania lokat zdecydowały się również: Nordea Bank, Lukas Bank i ING BSK. Każdy z nich, obniżając stawki standardowych lokat, zmienił również ofertę lokat zakładanych za pośrednictwem Internetu. Obniżek nie ustrzegły się również: Bank BGŻ, Meritum Bank, Toyota Bank i Polbank. Zmiany dotyczą nie tylko lokat, ale również polis lokacyjnych. Wśród banków, które obniżyły zarówno oprocentowanie lokaty, jak i poliso-lokaty znajdują się: Allianz Bank, DnB Nord, Getin Bank i Noble Bank. Jedynym bankiem, który poszedł całkowicie pod prąd, jest Citi Handlowy. Bank podwyższył oprocentowanie wszystkich swoich lokat, zarówno standardowych, jak i tych zakładanych przez Internet. Pojedynczych podwyżek można doszukać się w Nordea Banku (ale stanowi to jedynie zasłonę przy obniżkach innych lokat) i Deutsche Banku. Banki ruszyły również z promocją lokat za pomocą innych argumentów niż oprocentowanie, dodając różne usługi i nagrody w zamian za ulokowanie środków, lub oferując wyższe stawki w zamian za aktywność. Ewidentny znak, że banki chcą już powoli kończyć z wojną depozytową. Dziwi nas trochę fakt podniesienia stóp procentowych przez Bank Handlowy.

Jakie banki dla małych firm?

Wynik z sondażu przeprowadzonego przez Centrum Badań Marketingowych INDICATOR i Warszawski Instytut Bankowości na temat spontanicznej rozpoznawalności marki banku pokazuje, że 23,5% ankietowanych postawiłoby na PKO BP. Za nim, z wynikiem 14,7% uplasował się Pekao, kolejnym bankiem jest BZ WBK 12,2%. Zmniejsza się jednocześnie dystans między PKO BP i Pekao. Dwa lata temu różnica ta wynosiła 20,4 pp., przed rokiem

15,1 pp., a obecnie – tylko 6,8 pp. Poprawa wyników to w dużym stopniu odłożony w czasie efekt fuzji z częścią BPH. Nadal najważniejszym źródłem informacji o ofercie jest kontakt z pracownikiem banku (70,1%), choć coraz istotniejszą rolę pełni Internet i strony poszczególnych banków (66,5%). Z przeprowadzonych badań wynika również, iż firmy bardzo rzadko decydują się na zmianę banku, ponieważ trudno w miarodajny sposób porównać ich ofertę, która dodatkowo dość często się zmienia. PKO BP ma zdecydowanie lepszą ekspozycję na segment najmniejszych firm w Polsce ze względu na rozległą sieć placówek w mniejszych miejscowościach w kraju. Klienci biorący udział w ankiecie, to firmy zaliczane do segmentu detalicznego. Największym graczem na rynku korporacyjnym pozostaje Pekao, któremu pomogło przejęcie części BPH (wiedza nt. obsługi przedsiębiorstw przez BPH, baza klientów, sieć placówek).

Eurobank chce mieć 140 placówek franczyzowych do końca '09

Eurobank, który ma 100 placówek franczyzowych planuje, że do końca 2009 roku ich liczba wzrośnie do 140. Pierwszy franczyzowy oddział Eurobanku otworzono w marcu 2007 roku. Eurobank działa od września 2003 roku i obecnie ma w sumie ponad 480 placówek. Jego właścicielem jest francuska grupa Societe Generale. Czas spowolnienia może okazać się wbrew pozorom dobrym momentem na budowanie pozycji rynkowej (inne banki w tym czasie mogą wręcz zwalniać miejsca na placówki i nie pozyskiwać tak agresywnie franczyzobiorców). Jednocześnie z perspektywy banku franszyza nie generuje istotnych inwestycji już na początku.

Nordea Bank Polska – 26,5 mln PLN zysku w 1Q09

Bank miał 26,5 mln PLN zysku netto w 1Q09 (-4% R/R). Przychody operacyjne wzrosły 31% R/R do poziomu 130,8 mln PLN. Jednak koszty rosły szybciej, bo o 38% R/R (do 92,4 mln PLN). Wydatki związane są z intensywną rozbudową sieci (na koniec 1Q09 miał 154 placówki). Bank utworzył tylko 2,1 mln PLN rezerw (rok temu 1,3 mln PLN). Bank przyznaje, że na razie rezerwy są na dobrym poziomie, jednak widać symptomy pogarszania się możliwości spłaty kredytów detalicznych. Depozyty wzrosły o 17% R/R (dodatkowe 8 mld PLN). Naszym zdaniem większe odpisy z tytułu kredytów detalicznych pojawią się w drugiej połowie br. Wyniki mogą zostać ocenione jako dobre, bo mimo rozwoju sieci placówek w tak trudnym okresie, bank zdołał utrzymać wzrost przychodów na bardzo wysokim poziomie. Pomaga w tym jednak m.in. zmiana na rynku kredytów hipotecznych, gdzie Nordea jest jednym z niewielu banków, która ciągle udziela kredytów w CHF.

Rynek pośredników finansowych

Firmy zrzeszone w Polskim Związku Firm Doradztwa Finansowego pośredniczyły w sprzedaży 2,35 mld PLN kredytów hipotecznych w 1Q09 (spadek o 17% R/R z poziomu 2,82 mld PLN w 1Q08). Wartość sprzedaży produktów inwestycyjnych wyniosła ponad 1 mld PLN. Firmy te zatrudniały 2100 doradców (+800 osób w ciągu roku). Bezapelacyjnym liderem jest Open Finance, który miał 68% udziału w pośrednictwie sprzedaży kredytów hipotecznych (63% jeśli wyłączymy aneksy do 20% umów spośród 1,6 mld PLN). OF dominował zapewne również w pośrednictwie sprzedaży produktów inwestycyjnych, ale po części zawdzięcza to sprzedaży produktów oszczędnościowych banków z grupy. Oczekujemy spadku zatrudnienia w firmach doradztwa finansowego w tym roku.

Banki zmuszają klientów do kupna polisy od utraty pracy

Kryzys spowodował, że wiele banków do oferty kredytowej dołącza ubezpieczenia od utraty pracy. Takie dodatkowe ubezpieczenie przy przeciętnym kredycie hipotecznym kosztuje około 200 – 250 PLN miesięcznie przy kredycie na około 300 tys. PLN. Banki w zamian za wykupienie ubezpieczenia gotowe są obniżyć klientowi marżę kredytu. Według pośredników, takie ubezpieczenia oferuje obecnie ponad połowa banków. Teoretycznie są to ubezpieczenia dobrowolne. W praktyce okazują się niezbędne, aby uzyskać kredyt. Przyczyny są dwie: (i) wyższa awersja do ryzyka ze strony banku, ale również co nie mniej ważne (ii) opłata dystrybucyjna od ubezpieczyciela za sprzedaż produktu ubezpieczeniowego. Banki w podnoszeniu opłat i prowizji doszukują się wzrostu dochodów, które pomogłyby zasypać choć w części dziurę w różnych dochodach wynikającą z gorszej koniunktury na rynku.

PZU miałoby gwarantować kredyty?

Według Parkietu PZU miałoby utworzyć spółkę, która miałaby udzielać gwarancji kredytowych dla banków. Instytucja taka miałaby 2 – 3 mld PLN kapitału i po weryfikacji procedur kredytowych w poszczególnych bankach udzielałaby gwarancji na kredyty dla firm. Założenie takiej spółki mogłoby zostać uzyskane np. przy współpracy PKO BP czy BGK. Udzielałoby gwarancji na kredyty o wartości 0,3 – 20 mln PLN do 50% ich wartości, jeden bank mógłby dostać gwarancje na portfel do 5 mld PLN, a ich koszt sięgałby w zależności od m.in. wyniku badania procedur kredytowych 50 – 80 pb. Wówczas, instytucja taka mogłaby powstać poza ością strukturą BGK, który ma gwarantować kredyty. Jednak według prezesa PZU uruchomienie takiej spółki może zająć rok – dwa lata, a w tym czasie podaż kredytu na rynek może zacząć wracać sama. Przyznaje jednak, że PZU zastanawia się jak wykorzystać nadwyżki kapitałów, które posiada, być może wchodząc szerzej w obszar ubezpieczeń

finansowych. Pomysł słuszny, jednak naszym zdaniem należałoby zainicjować taki projekt w spółce, gdzie Skarb Państwa jest jedynym akcjonariuszem. Jeśli coś takiego miałoby powstać w ramach PZU, to zawsze może pojawić się argument działania na szkodę akcjonariuszy PZU, gdyby np. ceny oferowanych gwarancji okazały się poniżej rynkowych. Zgadzamy się z prezesem PZU, że utworzenie takiej spółki to proces czasochłonny i w momencie jego uruchomienia, podaż na kredyt może już wracać na rynki. Jednocześnie taki pomysł wskazuje na to, że trudno będzie zmienić, jak napisano w artykule, „ocięźlałą strukturę BGK”. Naszym zdaniem jest to zadanie prostsze niż tworzenie spółki od podstaw. Zawsze można stworzyć odpowiedni departament.

ZBP chce aby każdy pracownik miał konto

ZBP chce aby wszystkie świadczenia pracownicze i społeczne (pensje, emerytury, renty) były wypłacane na konta bankowe, a alternatywny sposób sięgania po pieniądze stanowił koszt, lub musiał zostać wcześniej ustalony we wniosku. Zdaniem związku dałoby to znaczne oszczędności zarówno dla pracodawców, jak również ZUS. Z raportu Komisji Europejskiej wynika bowiem, że ponad połowa dorosłych Polaków nie ma konta bankowego. Jednocześnie polscy eksperci uważają, że konto bankowe ma 60% gospodarstw domowych. W przypadku obu statystyk widoczny jest ogromny potencjał do wzrostu liczby klientów, a tym samym skali działania banków. ZBP działa w interesie banków. Naturalny wzrost saturacji polskiego społeczeństwa produktami bankowymi potrwa lata. Takie prawo skokowo pomogłoby pozyskać nową bazę klientów, szczególnie bankom z oddziałami w mniejszych miastach, gdzie mieszka większość osób bez kont bankowych. Uważamy jednak wprowadzenie takich rozwiązań prawnych za mało prawdopodobne, gdyż przeważa interes społeczny.

Zysk netto Raiffeisen Bank Polska w 1Q09: -53,9% R/R (32,7 mln PLN)

Zysk netto Raiffeisen Bank Polska spadł w 1Q09 do 32,7 mln PLN (-53,9% R/R). Wynik z działalności bankowej spadł o 11,6% R/R i wyniósł 231,1 mln PLN. Raiffeisen podał, że negatywny wpływ na wyniki banku miało utworzenie rezerw o wartości 42,7 mln PLN. Wskaźnik kosztów do dochodów 61,9%, podczas gdy rok wcześniej 54,4%. Wartość depozytów zgromadzonych w banku wyniosła na koniec 1Q09 17,34 mld PLN (+44% R/R). W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2009 roku depozyty banku wzrosły o 2,3 mld PLN. Portfel kredytów w skali roku zwiększył się do poziomu 16,9 mld PLN (+24,1% R/R). Fundusze własne banku przekraczały 1,87 mld PLN, a współczynnik wypłacalności wynosił 9,99%. Bank poinformował, że wkrótce planuje podniesienie kapitału, co umożliwi mu dalszą ekspansję. Wyniki banku zgodne z obrazem sektora bankowego po 1Q09.

BOŚ rusza na wojnę o klientów

BOŚ planuje do końca roku sprzedać około 50 tys. rachunków osobistych z nowej oferty. Prezes poinformował, że od połowy lutego, kiedy bank wprowadził nową ofertę depozytową, BOŚ zebrał z rynku 1,2 mld PLN depozytów. Po modyfikacji oferty kredytów hipotecznych, od połowy marca, bank zebrał wnioski kredytowe o wartości 481 mln PLN. W lutym bank przedstawił strategię, zgodnie z którą zaplanował, że chce podwoić sumę bilansową i planuje w ciągu trzech lat pozyskać 100 tys. nowych klientów detalicznych. Jednocześnie w planie na najbliższe ZWZA nie ma punktu o podwyższeniu kapitału. Bank chciał go podwyższyć o 150 mln PLN, jednak procedury z tym związane nie zostały domknięte. Bank korzysta z potencjału jaki daje mu płynny bilans.

Santander Consumer Bank Polska od czerwca zamyka wszystkie placówki w naszym kraju

To pierwszy duży bank, który rezygnuje z oddziałów w Polsce. Jest to dość zaskakująca decyzja, ale może wynikać ze zmiany globalnej strategii grupy.

Fortis Bank Polska miał 52,07 mln PLN straty netto w 1Q09

Fortis Bank Polska miał 52,07 mln PLN skonsolidowanej straty netto w 1Q09 wobec 55,31 mln PLN zysku rok wcześniej. Wynik odsetkowy grupy wyniósł 103,09 mln PLN wobec 86,87 mln PLN rok wcześniej, natomiast wynik z opłat i prowizji ukształtował się na poziomie 28,01 mln PLN wobec 48,34 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku. Przyczyną strat były kolejne odpisy na opcje, które pochłonęły 120 mln PLN. Teraz już wiemy, które z „kilku” banków giełdowych miały straty w 1Q09 (BPH, Kredyt Bank i Fortis Bank Polska). W kolejnym kwartale, o ile nie wzrosną bardzo rezerwy z tytułu ryzyka kredytowego, Fortis może być na plusie.

BGŻ miał 1,3 mln PLN zysku netto w 1Q09

Zysk netto banku BGŻ spadł w 1Q09 do 1,3 mln PLN z 85,9 mln PLN rok wcześniej, a zysk brutto spadł do 3,1 mln PLN z 99 mln PLN. Spółka nie podała w komunikacie wyniku z działalności bankowej, ani wyniku z tytułu odsetek. W komentarzu napisano, że pogorszenie wyniku kwartalnego wynikało ze spadku wyniku odsetkowego, wzrostu kosztów działania (w związku z rozbudową sieci placówek) oraz odpisami z tytułu opcji klientów. Po pierwszym kwartale współczynnik wypłacalności banku był na poziomie 11%. Jednocześnie relacja kredytów do depozytów wynosiła w tym czasie 95%. W komunikacie podano, że od początku

2008 roku do końca marca 2009 roku Bank BGŻ uruchomił 40 nowych placówek. Dzięki temu sieć banku wzrosła do 299 placówek w całej Polsce. Jeszcze w tym roku bank planuje uruchomienie kolejnych 30 placówek. Będzie to trudny rok dla całego sektora bankowego. Dalsza ekspansja jest sprzeczna z trendem obserwowanym na rynku. Bank stara się przygotować do następnego rozkwitu makroekonomicznego, jednak jak na razie jego wskaźnik kredyty/depozyty nie wskazuje na duży potencjał do rozwoju sumy bilansowej.

Polbank wycofuje się z anektowania kredytów hipotecznych

Polbank nieoczekiwanie anulował aneksy do umów kredytowych (chodzi o kredyty hipoteczne), które podwyższały koszt kredytu i wysokość pojedynczych rat. Wcześniej bank stał na stanowisku, że podpisane aneksy wciąż obowiązują. Sprawa dotyczy ponad tysiąca spośród prawie 32 tys. tysięcy klientów Polbanku, którzy zdecydowali się na kredyty hipoteczne w tym banku. Zła informacja dla banków o istotnych portfelach hipotecznych sprzedanych okresie ostatniej prosperity, gdy marże były najniższe w historii. Tym gorsza dla sprzedawców walutowych kredytów hipotecznych z tamtego okresu, gdyż refinansowanie tych kredytów jest droższe niż kredytów w PLN.

UOKiK pozywa kolejne banki

UOKiK skierował do sądui pozwy przeciwko kolejnym bankom: Nykredit i Lukas Banku, za stosowanie klauzul niedozwolonych. Dotyczą one m.in. zapisów o postanowieniu, zgodnie z którym w przypadku wypowiedzenia umowy przez bank, klient był zobowiązany do uiszczenia odsetek i dodatkowej prowizji za wcześniejszą spłatę kredytu. Wątpliwości urzędu budzi również brak wskazania procedur przy ustalaniu opłat związanych z dochodzeniem wierzytelności. W opinii urzędu zasady i częstotliwość korzystania z tych środków powinny być jasno i precyzyjnie sformułowane, a nie ustalone dowolnie. Zakwestionowano także zapis, zgodnie z którym brak możliwości zwrotu składki na ubezpieczenie niskiego wkładu własnego po ustaniu ryzyka. UOKiK jest w ostatnim czasie bardzo aktywny na polu Obrony klientów, szczególnie w zakresie umów kredytów hipotecznych. Blokuje to jakiegokolwiek działania ze strony banków zmierzające do prób podwyższenia cen istniejącego już portfela kredytów.

Polacy coraz bardziej zadłużeni

Zadłużenie firm i osób prywatnych z tytułu niespłacanych kredytów, podatków, opłat za prąd, gaz, czynsze, telefony po 1Q09 wyniosło 70 mld PLN (+7,5 mld PLN od końca 2008 roku). Częściej nie spłacamy kredytów samochodowych, pożyczek gotówkowych oraz zaciąganych na zakupy w systemie ratalnym. Najszybciej rosło ono dla przedsiębiorstw prywatnych. Na koniec marca firmy te miały 19,5 mld PLN długów z powodu niespłaconych w terminie kredytów. Na koniec czwartego kwartału 2008 r. było to 14,2 mld PLN. Według KRD rośnie też zagrożenie zadłużeniem osób prywatnych z tytułu kart kredytowych. Wynosi ono 901,4 mln PLN (+22% Q/Q). KRD podał, że najczęściej swoich zobowiązań nie spłacają osoby w wieku 26-45 lat (55% dłużników notowanych). Biorąc pod uwagę wartość długów, 95% dłużników-konsumentów nie przekracza kwoty 6000 PLN. Wśród dłużników przeważają mężczyźni (67% dłużników). KRD szacuje, że wszystkich zadłużonych konsumentów w Polsce jest około 3,3 mln. W Krajowym Rejestrze Długów jest 724 tysiące osób. Jest to całkowite zadłużenie, zatem nie dotyczy tylko banków. Wyniki za 1Q09 już znamy, zatem dane te zostały już uwzględnione w wynikach banków. Naszym zdaniem rezerwy z tytułu kredytów detalicznych będą rosły w kolejnych kwartałach.

Przybywa placówek franczyzowych

Z powodu kryzysu banki wstrzymały lub mocno ograniczyły otwieranie własnych oddziałów, ale rozbudowują sieci placówek partnerskich. W tym roku powstało ich już 170. W tym roku banki chcą otworzyć 634 (z tego Getin Bank – plany otwarcia 250 placówek, BZ WBK około 100, Eurobank 40 nowych oddziałów tego typu) oddziały tego typu w Polsce. W Polsce jest obecnie 3834 takich placówek. Dobry sposób poszerzania sieci w trudnych czasach. Bank zyskuje dostęp do klienta ponosząc koszty dopiero w momencie sprzedaży produktów.

Getin Holding – Wyniki 1Q09

Zysk netto na poziomie 103 mln PLN znacznie przekroczył oczekiwania rynku (konsensus PAP na poziomie 66 mln PLN). Stał za tym wyższy niż oczekiwany wynik prowizyjny (119 mln PLN vs. prognoza na poziomie 52 mln PLN). Przyczyną są bardzo wysokie przychody z tytułu udzielonych kredytów i pożyczek i większość wyniku prowizyjnego wygenerowane zostało w obszarze Noble Banku. Bardzo dobry okazał się również wynik handlowy, który sięgnął 119 mln PLN. W ramach wyniku GH zanotował zysk z tytułu wcześniejszego wykupu euroobligacji. Wg banku efekt na wynik netto to 10,4 mln PLN (nieco większy wpływ na wynik brutto). Bank rozwiązał też rezerwę w wysokości 4,8 mln PLN utworzoną w 2007 roku (postępowanie UOKiK). W raporcie napisano również, że duża część wyniku wynikała z wyceny instrumentów pochodnych. In minus zaskoczyły wysokie odpisy na rezerwy, które sięgnęły aż 245 mln PLN (4,2% portfela kredytów netto). Oczekiwania były na poziomie 155 mln PLN (2,7% portfela kredytów). Rezerwy dotyczyły głównie obszaru Getin Banku. Odpowiedzialny za to był segment consumer finance (silne ramię działalności Getin Banku), gdyż do tej pory dane sektorowe nie

wskazywały na pogorszenie się jakości kredytów hipotecznych. Uważamy, że tak wysokie rezerwy mogą być kontynuowane w kolejnych kwartałach. Wyniki są znacznie powyżej konsensusu rynkowego. Widzimy kroki zmierzające do kontrolowania wydatków, jednak to przychody decydują o skali wyników w Getin Holding. In plus postrzegamy zejście ze wskaźnikiem kredyty/depozyty do poziomu 100%, pomimo osłabienia złotych.

Getin Holding – Getin Bank spłacił ostatnią transzę euroobligacji

Bank spłacił ostatnią transzę euroobligacji. Łączna wartość zadłużenia z tego tytułu wynosił 500 mln EUR i 100 mln USD. Zgodne z oczekiwaniami rynkowymi.

Getin Holding – Getin Holding dostał propozycję zakupu AIG Bank Polska

L. Czarnecki, główny akcjonariusz GH, dostał propozycję zakupu AIG Bank Polska po wycofaniu się z negocjacji PKO BP. Obie strony nie chciały komentować czy doniesienia te są prawdziwe. Jednocześnie AIG BP w dalszym ciągu prowadzi negocjacje w sprawie sprzedaży. Z informacji prasy wynika, że we wcześniejszej rundzie negocjacji GH nie został dopuszczony do negocjacji. Cena transakcji może być bardzo niska, Parkiet pisze, że PKO BP zbiło cenę poniżej 0,5 mld PLN. Zrezygnowało w obawie o portfel kredytów konsumpcyjnych, który wiązać się będzie z tworzeniem znacznych rezerw. Z informacji *Rzeczpospolitej* wynika, że GH nie jest zainteresowany kupnem tego banku. Według jednego z bankowców GH nie jest zainteresowany kupnem m.in. z powodu umów o pracę dla pracowników, które AIG BP zawierał w obawie przed utratą najlepszej kadry. Nie wiemy czy GH zdecyduje się obecnie na kupno AIG Bank Polska. Wszystko jest kwestią ceny i niczego nie można wykluczyć, jednak mamy kilka argumentów przeciwko: (i) zakup AIG Bank Polska oferuje dostęp do know – how na sieć sprzedaży kredytów konsumpcyjnych, co GH zdecydowanie również posiada w swojej grupie, (ii) ryzyko kredytowe portfela kredytów konsumpcyjnych, (iii) konieczność zapewnienia AIG BP finansowania hurtowego w dłuższym terminie.

BPH – Bank porozumiał się ze związkami w sprawie kolejnych zwolnień

BPH porozumiał się ze związkami zawodowymi w sprawie zasad zwalniania do 440 pracowników banku, które nastąpi od czerwca do 30 listopada 2009 roku. Kolejne koszty zwolnień, zanim bank zacznie mieć z tego tytułu oszczędności.

BPH – Presja na wyniki banku ciągle obecna

Bank zawarł ostatnio ugodę z giełdowym Pagedem w sprawie zobowiązań spółki z tytułu opcji. Wartość zobowiązań na koniec 2008 roku sięgała 37,5 mln PLN. BPH w ciągu ostatnich dwóch kwartałów z tytułu opcji odpisał 17,5 mln PLN. *Parkiet* pisze, że w ramach zawartej umowy BPH „odpuścił” Pagedowi część zobowiązań. Jednak inne źródła wskazują, że całość zobowiązań została zamieniona na kredyty. W takim przypadku rezerwa na zwiększone ryzyko kontrahenta (księgowana w wyniku handlowym) może nie zostać rozwiązana, gdyż taki kredyt najprawdopodobniej zostanie uznany za nieregularny. Problem jednego z klientów, który może mieć istotny wpływ na wyniki BPH w 2Q09. W połączeniu z koniecznością zawiązania rezerw w związku z ogłoszeniem kolejnego planu zwolnień grupowych (rezerwa restrukturyzacyjna), kolejny kwartał może zakończyć się na minusie.

BPH – Kandydaci do Rady Nadzorczej

Na najbliższym WZA banku do Rady Nadzorczej zostaną zgłoszeni: Robert Green i Mathias Seide.



BZ WBK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 93 PLN

Cena docelowa: 104,1 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-20

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 516,5	-7,3%	1 491,3	-1,7%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	6 785,3
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	2 869,5	-10,0%	2 949,9	2,8%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 264,3	-19,8%	1 328,1	5,0%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	400,8	-66,9%	642,8	60,4%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	276,8	-67,6%	469,0	69,4%		
ROE	23,0%	18,4%		5,4%		8,6%		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/E	7,1	7,9		24,5		14,5		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-44,0%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	179,9
Dyld (%)	6,5	3,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1Q09 wskazują na dobrą kondycję BZ WBK. Bank osiągnął wynik netto powyżej naszych prognoz (119 mln PLN vs. 78 mln PLN w prognozie), dzięki nieco wyższym przychodom bankowym oraz nieco wyższej dyscyplinie kosztowej. Po stronie przychodów in plus zapisał się wynik prowizyjny oraz wynik handlowy. Uważamy, że w kolejnych kwartałach bank nie będzie w stanie powtórzyć tak dobrego wyniku handlowego. Jednocześnie oczekujemy poprawy w zakresie dyscypliny kosztowej (efekty wdrażanych planów restrukturyzacji będą widoczne dopiero w kolejnych kwartałach). Koszty ryzyka były niższe niż nasze prognozy (161 mln PLN vs. oczekiwania 178 mln PLN), jednak ryzyko pogorszenia się jakości portfela w BZ WBK pozostaje istotne ze względu na ekspozycję na branżę deweloperską. Pozostawiamy konserwatywne założenia dla kosztów ryzyka w 2009 i 2010 roku, odpowiednio na poziomie — 2,6% (-864 mln PLN) i — 2,2% (-685 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q09

Wynik netto na poziomie 119 mln PLN był powyżej naszych oczekiwań (78 mln PLN) i oczekiwań rynkowych (87 mln PLN). W relacji do naszych prognoz in plus zaskoczył wynik handlowy (wyższa wycena instrumentów pochodnych oraz nieco mniejsze odpisy z tytułu opcji klientów), koszty działania i nieco niższe odpisy na rezerwy. Pozytywnie postrzegamy jakość wygenerowanych przychodów, choć część z nich może okazać się niepowtarzalna w kolejnych kwartałach (wynik handlowy). Wynik odsetkowy netto wyniósł 362 mln PLN i był w zasadzie zgodny z naszymi oczekiwaniami (różnica 5 mln PLN, 1,5%). Spadek wyniku w relacji do ubiegłego roku, i tym bardziej do wyników 4Q08 wynika z wojny depozytowej, szczególnie w obszarze klientów detalicznych, ale również wśród korporacji. Oczekujemy utrzymania się takiego trendu przynajmniej do końca 3Q09. Wynik prowizyjny okazał się o 8 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Niedoścadowaliśmy wpływów banku z tytułu prowizji kredytowych i sprzedaży ubezpieczeń. Oczekiwaliśmy nieco wyższych odpisów na kontrakty terminowe klientów (33 mln PLN) niż w rzeczywistości zostało odpisane przez bank (-24,3 mln PLN). Jednocześnie dużym pozytywnym zaskoczeniem była wycena instrumentów pochodnych. W dalszym ciągu bank cierpi z tytułu ekspozycji na rynki kapitałowe. Pozostałe linie w porównaniach R/R raczej wykazują wzrosty. In plus postrzegamy również dyscyplinę kosztową. Koszty ryzyka znalazły się w przedziale podawanym przez bank (150 – 200 pb) i wyniosły 179 pb. Okazały się nieco niższe niż nasze założenia (-200 pb).

Prezes o wynikach kolejnych kwartałów

BZ WBK spodziewa się, że w kolejnych kwartałach odpisy poczynione przez bank będą nadal trzycifrowe, ale niższe niż w pierwszym kwartale. W skali całego roku powinno to być 550 – 600 mln PLN. Bank chciałby utrzymać koszty pracownicze na poziomach zbliżonych do ubiegłorocznych, ale jednocześnie trudno będzie utrzymać koszty operacyjne na ubiegłorocznym poziomie. W sumie wzrost kosztów powinien być jednocyfrowy. Jednocześnie przyznał, że trudno będzie utrzymać ubiegłoroczny poziom przychodów. Oczekujemy spadku przychodów bankowych w 2009 roku o 10% R/R. Motorem będzie spadek wyniku odsetkowego (-7% R/R), stanowiącego 52% przychodów ogółem. Spadać będzie również wynik prowizyjny (-14% R/R). Zakładamy, że wydatki ogółem spadną symbolicznie o 1%. W tym zakresie jesteśmy bardziej optymistyczni w relacji do oczekiwań zarządu. Przyjmujemy jednak zdecydowanie gorszy scenariusz dla kosztów ryzyka kredytowego w 2009 roku. Oczekujemy 864 mln PLN odpisów, znacznie powyżej oczekiwań zarządu. W takim scenariuszu oszczędności kosztowe byłyby większe. Zakładając, że wydatki wzrosłyby o 6% w 2009 rok, odpisy sięgnęłyby 600 mln PLN, szacowany wynik netto na bazie naszej prognozy dla przychodów wyniósłby około 400 mln PLN.

Czy AIB sprzedaje BZ WBK?

„Rz” pisze, że z jej źródeł możliwe są obecnie trzy scenariusze dalszego rozwoju sytuacji w BZ WBK: (i) akcje przejmuje spółka założona przez menedżerów z BZ WBK oraz polskich inwestorów, (ii) Irlandczycy sprzedają akcje inwestorowi branżowemu, (iii) udaje im się przetrwać ciężki okres i nie pozbywają się polskiej perły w swoim imperium. Decyzja miałaby zapaść do końca miesiąca. Naszym zdaniem w transakcji sprzedaży banku, irlandzki inwestor będzie wrażliwy na cenę.

Dynamika kredytów będzie malała

Przy okazji publikacji wyników za 1Q09, prezes powiedział, że dynamika kredytów w kolejnych kwartałach będzie malała. Zarząd podtrzymuje oczekiwania utrzymania się kosztów ryzyka kredytowego na poziomie 150 – 200 pb w 2009 roku, raczej bliżej dolnej granicy. Zgodne z naszymi oczekiwaniami w zakresie wolumenu kredytów. Jednak mamy bardziej konserwatywne podejście do skali potencjalnych rezerw w 2009 roku.

50 mln z EBOiR dla spółki leasingowej

EBOiR udzielił 50 mln EUR pożyczki na 5 lat dla spółek leasingowych BZ WBK. Pożyczka będzie przekazana na finansowanie inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw działających poza największymi aglomeracjami miejskimi. Współpraca między grupą BZ WBK i EBOiR trwa już od 2003 roku, to już czwarta pożyczka. Dobra informacja, jednak o nieistotnej z punktu widzenia skali działania całej grupy BZ WBK, która na koniec 2008 roku dysponowała portfelem kredytów na poziomie ponad 35 mld PLN.



Handlowy (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 53 PLN

Cena docelowa: 40,9 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-07

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 467,5	7,4%	1 449,5	-1,2%	Liczba akcji (mIn)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,4%		3,3%		MC (cena bieżąca)	6 925,0
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 289,9	-1,0%	2 324,4	1,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	894,6	-1,7%	882,9	-1,3%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	411,5	-45,8%	539,2	31,0%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	326,7	-45,6%	428,0	31,0%		
ROE	15,0%	10,7%		5,6%		7,0%		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/E	8,4	11,5		21,2		16,2		Zmiana ceny: 6m	16,9%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-37,3%
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,3		Max (52 tyg.)	84,5
Dyid (%)	7,7	9,0		0,0		2,4		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Bank osiągnął 46,1 mln PLN zysku netto w 1Q09. Zdaniem prezesa apogeum problemów związanych z opcjami mamy już za sobą, a największymi ryzykami dla kolejnych kwartałów są spadające przychody i rezerwy z tytułu strat kredytowych. Podzielamy tą opinię i mimo że po wyłączeniu rezerw na kontrakty terminowe w wyniku Banku Handlowego zysk brutto w 1Q09 sięgnąłby aż 228 mln PLN (rzeczywisty 67 mln PLN), to w kolejnych kwartałach oczekujemy słabszych powtarzalnych przychodów, przy utrzymujących się wysokich kosztach rezerw. W 1Q09 koszty ryzyka po wyłączeniu rezerw na opcje wyniosły 2,8%, a łącznie aż 4,4%. Spadek wolumenów, obrotów i aktywności klientów obniży przychody, nawet przy utrzymaniu zbliżonych poziomów rentowności produktów. Zalecamy sprzedaż akcji Banku Handlowego.

Wyniki 1Q09

Wynik netto na poziomie 46 mln PLN był lekko poniżej naszych oczekiwań (52 mln PLN). Mocniej in minus różnił się w relacji do konsensusu rynkowego (PAP), który zakładał zysk na poziomie 56 mln PLN. Głównym czynnikiem obniżającym wynik były bardzo wysokie rezerwy (aż 152 mln PLN, 4,4% (!) portfela kredytów netto), z których wyliczyć jednak należy 56,8 mln PLN rezerw w poczet opcji walutowych (uwzględnionych w naszej prognozie jako odpis w wyniku handlowym). Po wyłączeniu z salda rezerw strat na opcjach, koszty ryzyka sięgnęłyby 96 mln PLN (2,8% portfela kredytów netto), co nadal stanowi bardzo wysoki poziom. Po wyłączeniu łącznych odpisów na opcje (razem odpisy w wyniku handlowym i w rezerwach sięgnęły 161,5 mln PLN) wynik netto znalazłby się na poziomie około 177 mln PLN. In plus wyróżnił się wynik odsetkowy, który zwiększył się w relacji do 4Q08. Bank utrzymał marżę na wysokim poziomie, jednak kosztem utraty udziałów w rynku depozytów. Wyższe koszty odsetek związanych z ofertą dla najlepszych klientów (m.in. po to aby ich utrzymać), zostały zneutralizowane rosnącymi marżami kredytowymi. Wynik oceniamy jako gorszy od oczekiwań, z dużym ryzykiem na przyszłość związanym z pogarszającą się jakością kredytów korporacyjnych.

Komentarze po wynikach

Bank Handlowy nie planuje dalszej restrukturyzacji zatrudnienia. Ocenia, że apogeum problemów z kontraktami opcyjnymi jest za nim i chce utrzymywać współczynnik wypłacalności powyżej 10%. Pod koniec marca współczynnik wypłacalności grupy wyniósł 11,17%, ale przy uwzględnieniu zysku za ubiegły rok współczynnik wyniesie 13,2%. Prezes powiedział, że nie podjęto jeszcze ostatecznej decyzji o dywidendzie z zysków za 2008 rok, choć rekomendacja RN o pozostawieniu zysku w banku jest silnym argumentem. Jednocześnie zapowiedział, że istnieje możliwość sprzedaży portfela kredytów nieregularnych, które wcześniej zostały obrezerwowane. Finalizacja transakcji oczekiwana jest w tym lub przyszłym kwartale.

Zarząd też opowiedział się za zatrzymaniem zysków za 2008 rok

Zarząd banku podjął uchwałę w sprawie przeznaczenia całego zysku netto za 2008 rok na zwiększenie funduszy własnych. Rada Nadzorcza banku podjęła taką samą uchwałę. Doprowadzi to w banku do uzyskania współczynnika wypłacalności na poziomie przekraczającym 13%. Dodatkowo bank ma bardzo płynny bilans. Uważamy jednak, że w najbliższym czasie nie wykorzysta tych atutów do zwiększania udziałów rynkowych.

A może jednak dywidenda?

Przypominamy, że Bank zwołał ZWZA dopiero na 18 czerwca br. W związku z tym, że PKO BP wypłaci dywidendę, również Bank Handlowy mógłby to zrobić. Jest zdecydowanie posiadaczem największych kapitałów w relacji do prowadzonych operacji i nawet wypłata dywidendy nie



zmniejszyłaby potencjału kredytowego banku. Bez uwzględnienia zysku netto za 2008 rok współczynnik wypłacalności na koniec 1Q09 wynosił 11,2%, po jego uwzględnieniu 13,2%. Bank jest w stanie wypłacić znaczną część zysku. Silnymi argumentami przeciwko są: rekomendacja Rady Nadzorczej Banku oraz stanowisko KNF. Jeśli bank wypłaciłby połowę ubiegłorocznego zysku netto, to DPS'08 sięgnęłaby około 2,3 PLN/akcję, przy stopie dywidendy brutto 4,4%.



ING BSK (Trzymaj)

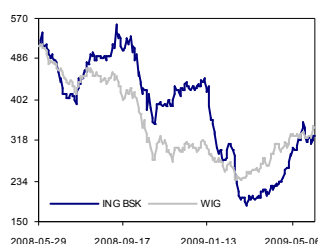
Cena bieżąca: 328,5 PLN Cena docelowa: 313 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 217,5	5,7%	1 236,9	1,6%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		1,9%		2,0%		MC (cena bieżąca)	4 273,8
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 187,9	6,2%	2 306,7	5,4%	Free float	18,5%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	752,1	29,6%	817,2	8,7%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	241,4	-57,1%	491,3	103,5%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	191,6	-57,0%	390,0	103,5%		
ROE	16,6%	11,1%		4,4%		8,5%		Zmiana ceny: 1m	15,7%
P/E	6,8	9,6		22,3		11,0		Zmiana ceny: 6m	-22,7%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-39,2%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dyid (%)	8,5	3,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Bank wykorzystuje duży zapas depozytów nad kredytami nie uczestnicząc w oferowaniu agresywnych stawek oprocentowania oszczędności, jednocześnie pozostając aktywnym graczem na polu kredytów. Dzięki temu wynik odsetkowy banku utrzymuje się na poziomach przewyższających wyniki ubiegłego roku. Podwyższyliśmy naszą prognozę wyniku odsetkowego netto. W dalszym ciągu elementem negatywnie wpływającym na wyniki całego sektora bankowego pozostają odpisy na ryzyko kredytowego. Uważamy, że ING BSK będzie zwiększało odpisy na złe kredyty w kolejnych kwartałach. W skali całego roku pozostawiamy prognozę kosztów ryzyka kredytowego na niezmiennym poziomie w relacji do poprzedniego raportu (2,3% portfela kredytów netto). Podwyższyliśmy naszą cenę docelową do poziomu 313 PLN/akcję w raporcie z 15 maja 2009 roku. Jest ona o 15% wyższa w relacji do poprzedniej. Wpływ na wycenę miała rewizja prognoz długoterminowych dla banku, co spowodowało m.in. wzrost długoterminowego ROE z poziomu 11,7% do 12,5% obecnie. Bank wyceniany jest obecnie przy P/BV'09 0,9, na poziomie naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q09

Wynik netto na poziomie 81 mln PLN był powyżej naszych oczekiwań (70 mln PLN) i zdecydowanie przekroczył oczekiwania rynku (konsensus PAP 49 mln PLN). Przyczyną był bardzo dobry wynik odsetkowy, nieco mniejsze odpisy na rezerwy po wyłączeniu odpisów na opcje (nasza prognoza -77 mln PLN, rynek -126 mln PLN) oraz mniejsze niż nasze oczekiwania odpisy z tytułu wyceny klientów kontraktów terminowych (łącznie -113,6 mln PLN vs. nasze oczekiwania 130 mln PLN). W dalszym ciągu negatywnie w wyniki banku wpisuje się wynik prowizyjny. Bank utrzymał dyscyplinę kosztową, co zapowiadał już w poprzednim kwartale. In plus postrzegamy pozostanie aktywnym graczem po stronie kredytowej (kredyty +13% Q/Q), jednak widać większe kredytowanie segmentu detalicznego. Jednocześnie bank nie zdecydował się na ostrą walkę o depozyty klientów, co niestety zaowocowało spadkiem portfela depozytów Q/Q. Przyczyną był spadek portfela depozytów korporacyjnych oraz depozytów segmentu budżetowego, podczas gdy depozyty detaliczne dalej rozwijają się w stabilnym poziomie (+958 mln PLN w ciągu kwartału, +3% Q/Q). Wskaźnik kredyty/depozyty wzrósł do poziomu 63% z 55% na koniec 2008 roku. Dalej jednak bank ma najniższy wskaźnik spośród banków pokrywanych przez nas i dysponuje dużym zapasem płynności, co pozwala im nie walczyć bardzo agresywnie o depozyty. Współczynnik wypłacalności znalazł się na poziomie 10,1% i jeśli bank dalej będzie rozwijał portfel kredytów, zapewne zdecyduje się na pożyczkę podporządkowaną, aby utrzymać go na poziomie ponad 10%.

Bank nie oferuje już bezkosztowego zabezpieczenia FX przedsiębiorcom

Bank nie będzie już oferował przedsiębiorcom bezkosztowego zabezpieczenia walutowego. Bank dokonał przeglądu swoich procedur w tym zakresie. Bez wpływu na nasze długoterminowe prognozy (oczekujemy dużego spadku aktywności klientów w tym zakresie).

Moody's obniżył perspektywę ratingu ING BSK do negatywnej ze stabilnej

Agencja ratingowa Moody's obniżyła perspektywę długoterminowego ratingu A2 dla ING BSK do negatywnej ze stabilnej. Agencja podkreśla, że na rating ING BSK wpływ może mieć negatywna perspektywa ratingu spółki-matki. Kolejna fala rewizji ratingów polskich banków, znowu w dużym stopniu wywołana kondycją spółek – matek.



Kredyt Bank (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 5,9 PLN

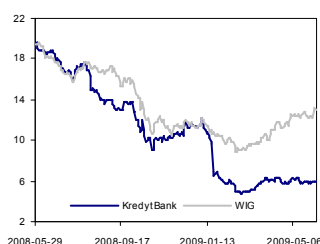
Cena docelowa: 4,1 PLN

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	-5,4%
P/E	4,1	4,9		151,8		32,7		Zmiana ceny: 6m	-44,5%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-68,8%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	18,9
Dyld (%)	6,3	8,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Bank zanotował stratę netto w 1Q09 w wysokości 37 mln PLN. Źródłem było bardzo wysokie saldo rezerw (-184 mln PLN vs. nasza prognoza -94 mln PLN). Tak słaby początek roku będzie miał przełożenie na cały tegoroczny wynik. Cały czas zakładamy, że w całym 2009 rok bank nie odnotuje straty netto, jednak na przeszkodzie mogą stać odpisy na rezerwy. Wyłączając z odpisów 59 mln PLN rezerw na walutowe kontrakty terminowe klientów i 5,7 mln PLN rezerwy restrukturyzacyjnej na planowane zwolnienia, saldo rezerw sięgnęłoby -120 mln PLN i pozwoliło wypracować niewielki zysk w 1Q09. Pozytywnie oceniamy przy tym wynik operacyjny przed rezerwami, który okazał się znacznie wyższy niż nasze oczekiwania (137 mln PLN vs. prognoza 98 mln PLN) i wzrost o 10% R/R. Ryzyko kredytowe, najwyższa relacja kredyty/depozyty spośród pokrywanych banków to największe problemy banku. Odpisy nie pozwolą na generowanie istotnych zysków w ciągu kolejnych dwóch lat, a brak płynnego bilansu zahamuje wzrost w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Kredyt podporządkowanych od KBC

Bank zawarł z KBC Bank NV Dublin Branch umowę kredytu podporządkowanego o wartości 165 mln CHF (tj. 472,71 mln PLN) na warunkach rynkowych (LIBOR + marża) z terminem spłaty 10 lat od daty uruchomienia środków. Umowa przewiduje możliwość wcześniejszej spłaty kredytu w dowolnym momencie po dniu przypadającym w 5 lat od daty uruchomienia środków, pod warunkiem uzyskania zgody KNF. Umowa posiada warunek zawieszający, polegający na przedstawieniu Kredytodawcy tj. KBC Bank NV Dublin Branch przez Kredytobiorcę tj. Kredyt Bank, zgody KNF na zaliczenie kwoty ww. kredytu podporządkowanego do funduszy własnych Banku. Wg szacunków banku tak istotne wzmocnienie kapitałowe spowodowałoby wzrost współczynnika wypłacalności do poziomu około 10% na dzień 31 marca br. Nastąpiło to, czego wszyscy oczekiwali. Do tej pory Kredyt Bank w niewielkim stopniu wykorzystywał finansowanie podporządkowane w celu wspierania współczynnika wypłacalności. Na koniec 1Q09 miał go jednak na poziomie 8,46%, najniżej spośród pokrywanych przez nas banków. Biorąc pod uwagę stan aktywów ważonych ryzykiem na koniec 2008 roku, takie zasilenie przełożyłoby się na wzrost współczynnika wypłacalności o prawie 1,6%, zatem do poziomu 10,4%. Jednak w ciągu 1Q09 bank mógł zwiększać aktywa ważne ryzykiem (choćby ze względu na rewaluację portfeli walutowych), zmianie ulec mogły również poziomy funduszy. Naszym zdaniem istnieje realna szansa, że Kredyt Bank wykaże stratę w 1Q09.

Strata w 1Q09

Bank miał stratę netto na poziomie 37 mln PLN w 1Q09. Oczekiwaliśmy 4 mln PLN zysku, obawiając się o koszty rezerw. Przyczyną były rezerwy utworzone na kredyty nieregularne. Bank odpisał aż 184 mln PLN w 1Q09, co oznacza 2,7% średniego portfela kredytów netto. Źródłem odpisów był segment korporacyjny, gdzie koszty ryzyka sięgnęły 4,3% (!) na portfelu kredytów brutto. Z tego 59 mln PLN dotyczyły odpisów na opcje. Koszty ryzyka w segmencie detalicznym, wynosiły 1,6% portfela kredytów brutto i rosły w równomiernym tempie z kwartału na kwartał. Na wzrost kosztów ryzyka wpływ miał również brak odwróceń odpisów, które przynosiły rozwiązania rezerw w poprzednich kwartałach. Jednocześnie in plus postrzegamy wynik operacyjny przed kosztami rezerw, który był znacznie wyższy od naszych prognoz (98 mln PLN) i konsensusu rynkowego (122 mln PLN). Mimo, że po stronie przychodów negatywnie zaskoczył wynik odsetkowy i wynik prowizyjny, ale wynik handlowy okazał się znacznie lepszy niż nasze oczekiwania (znowu wycena instrumentów pochodnych zabezpieczających portfel w środowisku poszerzających się spreadów między PLN i FX). Koszty również były lepsze niż nasze oczekiwania. Bank zdołał je obniżyć o 2,5% Q/Q. Wyniki oceniamy jako złe. Nie widzimy podstaw do rewizji naszych prognoz i zmiany oceny banku.



Powołanie Członka Rady Nadzorczej

Członkiem Rady Nadzorczej Kredyt Banku został Pan Dirk Mampaey.

Powołano nowego Członka Zarządu

RN banku podjęła decyzję o poszerzeniu składu Zarządu banku do sześciu osób i powołania Pana G. Rommeloo na nowego Członka Zarządu banku odpowiedzialnego za pion dystrybucji detalicznej. Jest związany z grupą KBC od 1985 roku, a od 2003 roku pracował w Kredyt Banku jako dyrektor zarządzający w pionie dystrybucji detalicznej. Bez zmian w strategii działania banku.



Millennium (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 2,6 PLN

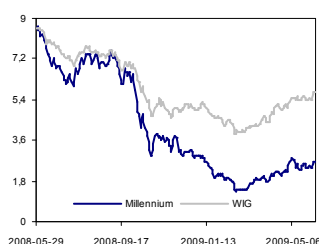
Cena docelowa: 1,8 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-12

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	771,7	980,9	27,1%	661,0	-32,6%	828,3	25,3%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		1,4%		1,7%		MC (cena bieżąca)	2 216,4
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 495,1	-18,2%	1 638,1	9,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	481,7	-26,7%	609,7	26,6%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	22,8	-95,6%	118,6	420,7%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	18,1	-95,6%	94,0	420,7%		
ROE	19,5%	15,5%		0,6%		3,3%		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/E	4,8	5,4		122,8		23,6		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-69,2%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,5
Dyield (%)	6,5	7,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1Q09 pokazały, że na skutek dużych potrzeb w zakresie finansowania portfela kredytów bank notuje obecnie ujemną marżę na portfelu depozytów. Uważamy, że przyszły kwartał (lub nawet dwa), nie przyniesie odwrócenia w tym zakresie, a na przeszkodzie staną: (i) ciągle wysokie stawki płacone przez bank w relacji do rynkowych stóp procentowych i ciągle potrzeba pozyskiwania nowych środków od klientów, (ii) opóźnienie w rewizji skali oprocentowania kredytów, (iii) brak możliwości renegotiacji cen znacznej części portfela kredytów (długoterminowe kredyty hipoteczne stanowią 2/3 portfela), (iv) niska skala wolumenu sprzedaży nowych kredytów, (v) wysokie koszty refinansowania kredytów walutowych, choć tutaj widoczny jest obecnie spadek cen działający na korzyść w relacji do 1Q09. Koszty ryzyka kredytowego po wyłączeniu odpisów na walutowe transakcje klientów sięgnęły 74 mln PLN (85 pb) i skupiały się głównie w segmencie korporacyjnym. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą wzrost kosztów ryzyka kredytowego w segmencie detalicznym, w następstwie gorszych danych z rynku pracy. Niskie ROA generowane w poprzednim modelu biznesowym (ROA'08 1,1% vs. inni 2%) było wynagradzane przez dostęp do większych wolumenów. Z perspektywy obecnego otoczenia bank musi zrewidować cały model sprzedaży produktów bankowych, co mimo szybkich decyzji zarządu banku, postrzegamy jako proces czasochłonny. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wyniki 1Q09

Wyniki są poniżej naszych oczekiwań zarówno pod względem ich poziomu (12 mln PLN vs. 34 mln PLN w naszej prognozie i 28 mln PLN – konsensus PAP). Głównymi czynnikami były: (i) wzrost kosztów finansowania, (ii) ryzyko kredytowe w segmencie korporacyjnym. Wynik odsetkowy (pro forma) wyniósł 180,4 mln PLN i był o 55 mln PLN poniżej naszej prognozy. Bank wykazuje część przychodów odsetkowych w wyniku handlowym (wycena instrumentów zabezpieczających), co przy poszerzających się różnicach między stopami procentowymi w Szwajcarii i Polsce, i zmienności na rynku walutowym przenosi dużą część wyniku odsetkowego w wynik handlowy. Jednocześnie bank odwrócił w przychodach część rezerwy na wycenę klientów kontraktów terminowych utworzoną w 4Q08 (+22 mln PLN). Nasza prognoza zakładała utworzenie 73 mln PLN rezerw z tego tytułu w wyniku handlowym. Rezerwy na opcje zostały za to zawiązane w saldzie rezerw (-54 mln PLN rezerw bezpośrednich i -5 mln PLN rezerw pośrednich), co daje efekt netto odpisów na poziomie -37 mln PLN, znacznie poniżej naszej prognozy. Saldo rezerw było znacznie powyżej naszej prognozy, ale wpływ na to miały rezerwy na opcje. Po ich wyłączeniu saldo rezerw wyniosłoby -75 mln PLN (0,86% portfela) i było nieco niższe niż nasze oczekiwania (-84 mln PLN, 1% portfela). Na razie to segment korporacyjny jest głównym motorem dla rezerw (51 mln PLN z 75 mln PLN zawiązanych rezerw). In plus postrzegamy wydatki, które bank ściął do poziomu 258 mln PLN z 315 mln PLN kwartał wcześniej. Znacznie przekroczyło to skalę oszczędności prognozowaną przez nas (koszty -290 mln PLN). Cięcia dotyczyły zarówno kosztów osobowych (ponad połowa oszczędności) jak i kosztów rzeczowych. Uważamy, że problem kosztu finansowania pozostanie czynnikiem wpływającym bardzo negatywnie na wyniki banku w kolejnych kwartałach. Na razie nie widać również sygnałów poprawy kondycji przedsiębiorstw, zatem koszty ryzyka w tym obszarze mogą się utrzymywać. Uważamy, że kolejne kwartały przyniosą za to coraz większe rezerwy w segmencie detalicznym. Na obecną chwilę nie widzimy potencjału do zmiany oceny Banku Millennium.



Pekao (Akumuluj)

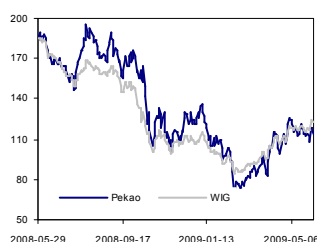
Cena bieżąca: 114,1 PLN Cena docelowa: 133,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-13

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 792,0	-15,9%	4 241,0	11,8%	Liczba akcji (mln)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,8%		3,1%		MC (cena bieżąca)	29 918,5
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	6 686,1	-11,8%	7 409,1	10,8%	Free float	36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 126,6	-31,1%	3 731,0	19,3%		
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	1 963,1	-54,8%	2 587,7	31,8%		
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	1 577,2	-55,3%	2 083,1	32,1%		
ROE	23,1%	23,0%		9,4%		11,2%		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/E	8,4	8,5		19,0		14,4		Zmiana ceny: 6m	1,7%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-38,9%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	195,3
Dyid (%)	7,9	8,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Utrzymanie płynnego bilansu (kredyty/depozyty na poziomie 91%, tak jak kwartał wcześniej), pozostanie aktywnym graczem na polu kredytów (koncentracja na segmencie detalicznym), kontrola kosztów (wydatki spadły 0,5% R/R) oraz wysoki współczynnik wypłacalności (13,07%, Tier I) to atuty banku widoczne w wynikach 1Q09. Bank odnotował również bardzo niskie w relacji do innych banków odpisy na rezerwy (-92 mln PLN, 43 pb portfela kredytów netto). Jak na razie wskaźniki jakości aktywów (NPL/kredyty brutto wzrosły z 5,5% do 5,8%, wskaźnik pokrycia NPL rezerwami spadło z 87% do 83%) wskazują na dobrą kondycję banku. Na razie konserwatywne podejście do oceny ryzyka kredytowego deklarowane przez bank pozwala na znacznie niższe straty kredytowe. Uważamy jednak, że kolejne kwartały przyniosą wzrost odpisów. Słabym punktem Pekao w tym kwartale był wynik odsetkowy, który ucierpiał z powodu agresywnej polityki cenowej w depozytach dyktowanej przez cały sektor (depozyty terminowe) oraz spadających rynkowych stóp procentowych (depozyty bieżące). Wyższe rezerwy i niższy wynik odsetkowy będą negatywnie wpływały na wyniki całego 2009 roku, jednak wyniki Pekao wyraźnie wskazują na brak zagrożeń dla kapitałów w banku. Wręcz przeciwnie, przy obecnych wskaźnikach bank byłby naszym zdaniem zdolny do wypłaty dywidendy. Decyzja w sprawie zatrzymania całego zysku za 2008 rok w banku już zapadła. Konserwatywnie zakładamy brak wypłaty dywidendy z zysków za 2009 rok, choć biorąc pod uwagę dobrą sytuację w banku, możliwa jest wypłata. Stanowi to pozytywny czynnik dla wyceny banku w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q09

Wynik netto na poziomie 566 mln PLN był powyżej naszych oczekiwań ze względu na znacznie niższe koszty ryzyka kredytowego raportowanego przez bank. Koszty ryzyka kredytowego sięgnęły 43 pb kredytów netto. Jest to znacznie poniżej oczekiwań rynku i jednocześnie znacznie poniżej tego co pokazały inne banki. Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami bank uplasował się poniżej naszych prognoz o ponad 12%. Na przeszkodzie stanęły niższe niż oczekiwane przychody w banku, przy kosztach zgodnych z naszymi oczekiwaniami. Bank pozostał aktywnym kredytodawcą i zwiększył swój portfel kredytów netto o 5% Q/Q. Jednocześnie zaczął zwiększać portfel depozytów, a stał za tym przede wszystkim segment detaliczny. Wyniki oceniamy jako neutralne w relacji do oczekiwań rynku oraz lepsze od naszych oczekiwań. Poddajemy jednak w wątpliwość możliwość utrzymania kosztów ryzyka na tak niskim poziomie w ciągu kolejnych kwartałów tego roku. Uważamy, że bank jest bardzo dobrze przygotowany do wchłonięcia znacznie wyższych odpisów kredytowych, których oczekujemy w kolejnych kwartałach. Wskazuje na to choćby bardzo wysoki na tle innych współczynnik wypłacalności na poziomie 13,07% (skonsolidowany). Relacja kredyty/depozyty sięgnęła 91% i nie zmieniła się z kwartału na kwartał.



PKO BP (Akumuluj)

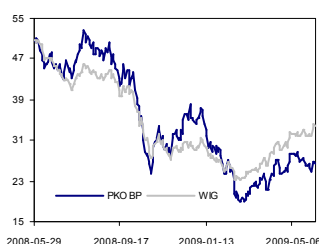
Cena bieżąca: 26,2 PLN Cena docelowa: 30,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-19

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	5 056,9	-17,5%	5 327,7	5,4%	Liczba akcji (mln)	1 000,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,6%		3,6%		MC (cena bieżąca)	26 200,0
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	7 993,2	-12,1%	8 257,4	3,3%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	3 872,2	-24,0%	4 130,7	6,7%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	1 787,5	-55,1%	2 019,2	13,0%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	1 436,9	-54,0%	1 627,0	13,2%		
ROE	26,4%	24,1%		9,8%		10,0%		Zmiana ceny: 1m	-7,7%
P/E	9,0	8,4		18,2		16,1		Zmiana ceny: 6m	-17,1%
P/BV	2,2	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-48,4%
D/PS	1,0	1,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dyid (%)	3,7	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	18,9

* przed kosztami rezerw



Wyniki 1Q09 były nieznacznie niższe od naszych prognoz (zysk netto 540 mln PLN vs. prognoza 580 mln PLN). Negatywnie zaskoczył poziom przychodów (większa od oczekiwanej presja na wynik odsetkowy), jednak in plus zapisały się odpisy na ryzyko kredytowe (prognoza – 442 mln PLN, grupa PKO BP odpisała 374 mln PLN). Oczekujemy dalszej presji na marżę odsetkową w kolejnych kwartałach 2009 roku. Coraz większa część portfela depozytów będzie oprocentowana na wyższych stawkach. Koszt finansowania będzie zdecydowanie wyższy niż w przeszłości, z drugiej strony w działaniach banku widać już kroki dopasowujące oprocentowanie depozytów do stóp rynkowych (dzieje się to jednak powoli). Powoli rosnać będzie również marża kredytowa (nowa sprzedaż w segmencie detalicznym, rewizja marż w segmencie korporacyjnym). Odpisy na ryzyko kredytowe były pozytywnym zaskoczeniem. Zdecydowaliśmy się na korektę prognoz w zakresie rezerw tworzonych w latach 2009 – 2010. Obniżamy koszty ryzyka z 2,5% w 2009 roku (-2,6 mld PLN) do 2,1% (2,1 mld PLN) oraz z 2,3% (2,45 mld PLN) do 2% (2,13 mld PLN w 2010 roku). Nie ma to jednak przełożenia na prognozy długoterminowe, gdzie pozostawiamy założenia bez zmian (0,5% odpisów w skali roku). Zatem tylko nieznacznie podwyższyliśmy naszą cenę docelową dla PKO BP do poziomu 30,2 PLN/akcje (o 1,9%) w raporcie z dnia 19 maja 2009 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Skarb państwa o dokapitalizowaniu i emisji akcji

Ministerstwo Skarbu Państwa zdecyduje o dywidendzie z zysku netto za 2008 rok i o ewentualnej emisji akcji PKO BP po przedstawieniu sprawozdania i planów rozwoju przez zarząd banku. Udział w podwyższeniu kapitału ma wziąć państwowy BGK, a także inwestorzy tak, aby po nowej emisji Skarb Państwa utrzymał pakiet kontrolny. Miałoby do niego dojść w drugiej połowie br. MSP już w marcu deklarowało, że chce, aby PKO BP wyemitował nowe akcje w celu zwiększenia akcji kredytowej i przygotowania się do ewentualnych akwizycji. Czekamy na dalszy rozwój wypadków.

Wyniki 1Q09

Wynik netto na poziomie 541 mln PLN był poniżej naszych oczekiwań (580 mln PLN) i konsensusu rynkowego (645 mln PLN). Na przeszkodzie stał przede wszystkim znacznie niższy niż prognozy wynik odsetkowy i bardzo duży spadek marży odsetkowej netto. Mniejszy niż oczekiwany był również wynik prowizyjny. In plus podobnie jak w innych bankach zaskoczył wynik handlowy (częściowo wycena pochodnych instrumentów zabezpieczających, czym można tłumaczyć słabszy wynik odsetkowy do pewnego stopnia). Jednak łącznie zaskoczenie in minus wynikami PKO BP wynika z niższych niż oczekiwane przychody w PKO BP (o 6%), czego nie były w stanie nadrobić pozostałe pozycje, które okazały się lepsze niż nasze oczekiwania. Koszty były o 6% poniżej naszych prognoz, rezerwy również okazały się o prawie 16% niższe niż nasze oczekiwania (-1,4% kosztów ryzyka, vs. -1,75% nasza prognoza). Na wynikach przeważała presja na marżę odsetkową, jednak agresywna oferta depozytowa miała swoje pozytywne efekty po stronie wolumenów. Depozyty wzrosły do poziomu 110,4 mld PLN (z 103 mld PLN kwartał wcześniej), co pozwoliło zmniejszyć wskaźnik kredyty/depozyty do poziomu 96,5% z 98% kwartał wcześniej, mimo osłabienia złotówki i rewaluacji portfeli kredytów walutowych. W dłuższym terminie może się to przełożyć na wzrost wolumenów na tyle duży, że bank będzie w stanie neutralizować negatywny wpływ spadającej marży.

Odstąpił od zakupu AIG Bank Polska

PKO BP odstąpił od negocjacji w sprawie kupna 99,92% akcji AIG Bank Polska i 100% akcji AIG Credit. PKO BP nie podał powodów rezygnacji z przejęcia tych dwóch firm. Z nieoficjalnych

informacji „Rz” wynikało, że cena za AIG Bank nie przekroczyłaby 1 mld PLN, poniżej oczekiwań Grupy AIG. Rozmówcy gazety wśród powodów o zaniechaniu kupna AIG Banku wymieniali obawy zarządu PKO BP o możliwe pogorszenie jakości portfela kredytowego AIG, a także względy polityczne – transakcja angażująca kapitały PKO BP, które mogłyby być przeznaczone na rozwój akcji kredytowej, mogłaby zostać źle odebrana przez rząd. Jeśli bank wykorzysta kapitał z planowanej emisji na rozwój akcji kredytowej, to odstąpienie od decyzji może się okazać nawet dobrą decyzją. Bank będzie miał kontrolę nad portfelem kredytów, które zbuduje. Jednocześnie uważamy, że PKO BP będzie dalej szukało okazji do zakupów.

Zmiana prezesa?

Puls Biznesu pisał, że w PKO BP, po zmianie Rady Nadzorczej, mogą nastąpić zmiany w zarządzie, a konkretniej na stanowisku prezesa. Pretekstem miałyby być AIG Bank Polska, na którego zarząd ostatecznie się nie zdecydował. Gazeta opisuje przebieg wydarzeń ostatnich kilku miesięcy w banku. Wynika z nich, że Rada Nadzorcza nie chciała podjąć uchwały o decyzji zakupu AIG BP, próbując wymusić samodzielną decyzję na zarządzie. Żadna z osób związanych nie udzieliła komentarza w tej sprawie. Wracają spekulacje o rychłej zmianie prezesa PKO BP. Czekamy na dalszy bieg wydarzeń. Po dokapitalizowaniu PKO BP (Skarb Państwa przestanie mieć bezpośrednio ponad połowę udziałów), możliwe będzie znaczne podniesienie wynagrodzeń zarządu.

PKO BP podzieli się zyskiem?

Wbrew wcześniejszym deklaracjom polityków, część zysku PKO BP za 2008 rok może zostać wypłacona jako dywidenda. Rząd szuka środków, które zasilą budżet. W ustawie budżetowej zapisano 2,87 mld PLN przychodów z prywatyzacji. Zysk całej grupy PKO BP za ubiegły rok wyniósł 3,12 mld PLN, a sam bank zarobił 2,88 mld PLN. Wypłata połowy jednostkowego zysku banku to 1,44 PLN/akcję, zatem stopa dywidendy brutto na poziomie 5,1%. Wypłata 40% zysku to 4,1% stopy dywidendy brutto. Pozytywna informacja w kontekście wyceny akcji i faktu, że rynek nie dyskontował żadnej dywidendy z ubiegłorocznych zysków na skutek wcześniejszych zapewnień strony rządowej.

KNF przeciwko dywidendzie

KNF odniosła się do doniesień „Rz” na temat planowanej dywidendy z zysków PKO BP. Stwierdziła, że przez wzgląd na trend wzrostu należności nieregularnych banki powinny dbać o wzmocnienie bazy kapitałowej. Dopóki ZWZA się nie odbędzie trudno rozsądzić, która ze stron wygra. PKO BP jest jednym z dwóch największych banków w Polsce, w dodatku w rękach Skarbu Państwa, a jednak wg doniesień prasy mógłby wypłacić dywidendę wbrew zaleceniom KNF wysyłanym do banków już od dłuższego czasu i wbrew wcześniejszym deklaracjom Skarbu Państwa. Jeśli PKO BP wypłaci jednak dywidendę, to będzie to pretekst dla innych banków, być może nawet ze znacznie lepszą pozycją kapitałową w relacji do skali prowadzonych operacji do wypłaty części zysków za 2008 rok.

BŚ rozmawia z polskim rządem o 500 mln USD pożyczki dla PKO BP

Bank Światowy rozmawia z polskim rządem o możliwej pożyczce dla PKO BP w wysokości 500 mln USD na wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw. Pożyczka takiego rodzaju miałaby być gwarantowana przez rząd i stanowić element wsparcia nie bezpośrednio od rządu. Dobra informacja. Dla banku jest to dodatkowy potencjał kredytowy. Kluczem dla atrakcyjności tego rozwiązania będzie jednak koszt takiego finansowania.

Kredobank miał 19,1 mln UAH straty w 1Q09

Należący do PKO BP ukraiński Kredobank miał w I kwartale 2009 roku 19,1 mln UAH straty. W raporcie rocznym za 2008 roku PKO BP podawał, że w ubiegłym roku strata netto Kredobanku wynosiła 196,3 mln PLN. Strata ta wynikała głównie z utworzenia odpisów na portfel kredytowy. Dodatkowo strata w ubiegłym roku skoncentrowała się w drugiej połowie roku i to ona m.in. wpływała na wysokie odpisy na rezerwy w PKO BP w 4Q08. Co prawda ukraińska jednostka zależna cały czas notuje straty, jednak ich skala jest niższa. Może to oznaczać niższe odpisy na rezerwy w PKO BP.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Rosjanie straszą przed rurociągiem Odessa-Płock

Rosyjski wicepremier Igor Sieczyn dość mocno zareagował na przyjęcie przez spółkę Sarmatia studium wykonalności dla projektu rurociągu z Odessy przez Brody do Płocka. Rosjanie straszą, że odwrócenie kierunku tłoczenia ropy w rurociągu Odessa-Brody może oznaczać wycofanie się rosyjskich firm z korzystania z całej nitki Przyjaźni przechodzącej przez Ukrainę i wstrzymanie dostaw na Węgry, Słowację i do Czech. W naszej opinii projekt Odessa-Płock jest dopiero we wstępnej fazie i trudno jeszcze przesądzać czy będzie ostatecznie realizowany. Polityczna reakcja Rosji jest zrozumiała, aczkolwiek w obecnej sytuacji trudno sobie wyobrazić, że kraj ten stać na rezygnację z kanału sprzedaży 30 mln ton rocznie (obecnie nie ma jeszcze alternatyw transportowych), czyli 15% całkowitego wolumenu eksportu.

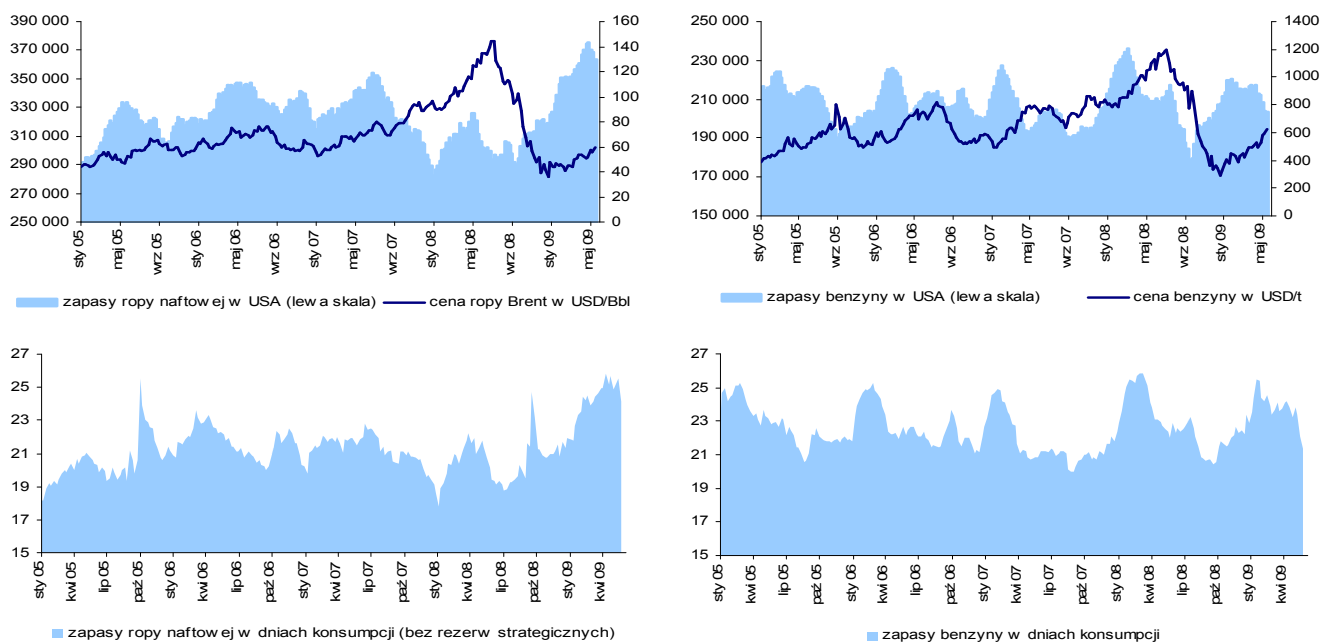
Proces wykupu zapasów obowiązkowych potrwa kilka lat

Według prasowych doniesień, przygotowujący obecnie przez resort gospodarki projekt ustawy o zapasach obowiązkowych będzie zakładał rozłożenie procesu wykupu tych rezerw przez agencję rządową na kilka lat. W naszej opinii taka informacja nie powinna być zaskoczeniem, gdyż przy tak znaczących kwotach trudno byłoby rozwiązać tę kwestię jednorazowo. Zwracamy jednak uwagę, iż w zdecydowanej większości zapasy obowiązkowe w Lotosie i Orlenie są budowane na kredyt, tak więc nie widzimy przeszkód nawet w obecnej sytuacji budżetowej, aby w ramach przejęcia tych zapasów przez państwo dokonana została cesja zobowiązań kredytowych na rządową agencję. Przejęcie zapasów obowiązkowych przez państwo oznaczałoby zmniejszenie długu netto.

Zapasy ropy i benzyny w USA mocno w dół

W maju nastąpiło wyraźne odwrócenie trendu na zapasach ropy i benzyny w USA (spadki odpowiednio o 3% i 4%). Czynnikiem odpowiedzialnym za zmniejszenie tych rezerw było przede wszystkim ożywienie popytowe jakie miało miejsce na rynku azjatyckim. Przełożyło się ono bowiem w bardzo wymierny sposób na import paliw na rynek amerykański (ropy -5,7%, a benzyny -13%). Nie bez znaczenia była także rosnąca konsumpcja paliw w USA, która wynika z rozpoczynającego się sezonu transportowego (popyt na benzynę w ostatnim tygodniu miesiąca w porównaniu z końcówką kwietnia był już wyższy o 4%), a amerykańskie rafinerie zwiększyły poziom wykorzystania mocy przerobowych średnio o prawie 2 punkty procentowe). Te optymistyczne odczyty amerykańskiego Departamentu Energii wraz z taniejącym dolarem i utrzymaniem kwot produkcyjnych przez OPEC przełożyły się na majowy wzrost notowań ropy o ponad 15 USD/Bbl. Najbliższe tygodnie powinny przynieść kontynuację tych tendencji, tym bardziej że potwierdzają się pozytywne sygnały z Azji (komunikaty OPEC, decyzja o podwyżce cen paliw w Chinach). Wzrost cen powyżej 70 USD/Bbl może jednak być trudny ze względu na rosnące ryzyko zwiększenia produkcji przez OPEC (oficjalne bądź nieoficjalne).

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Trzymaj)

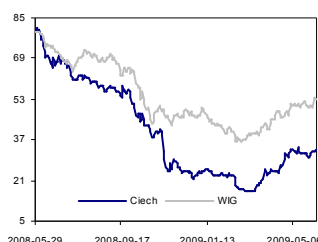
Cena bieżąca: 33 PLN

Cena docelowa: 31,8 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 795,4	0,4%	3 861,9	1,8%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	476,8	3,7%	514,8	8,0%	MC (cena bieżąca)	923,4
marża EBITDA	6,5%	12,2%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	2 606,9
EBIT	43,0	256,4	496,6%	228,5	-10,9%	261,0	14,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		70,4	58,3%	99,5	41,4%		
P/E		20,8		13,1		9,3		Zmiana ceny: 1m	-0,1%
P/CE	6,3	3,7		2,9		2,6		Zmiana ceny: 6m	28,3%
P/BV	0,9	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-58,8%
EV/EBITDA	9,5	5,6		5,5		5,3		Max (52 tyg.)	80,0
Dyid (%)	6,4	6,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Wyższa amortyzacja oraz zmiany w strukturze rachunkowości zabezpieczeń skłoniły nas do rewizji naszych prognoz zysku netto dla Ciechu na ten rok do 70,4 mln PLN. Jednocześnie podnieśliśmy wycenę dochodową ze względu na zapowiadane przez Zarząd wyższe o 40 mln PLN od wcześniej zakładanych przychody netto z projektu kawernowego. W kontekście obecnej ceny rynkowej utrzymujemy jednak rekomendację neutralną dla akcji Ciechu. W naszej opinii jest jeszcze za wcześnie na dyskontowanie pozytywnego scenariusza trwałego ożywienia popytu w sektorze. Dodatkowego zagrożenia dla wyników upatrujemy w możliwym dalszym umacnianiu się polskiej waluty, której słabość w ostatnich miesiącach była kluczowym czynnikiem wzmacniającym konkurencyjność Spółki i chroniła przed wolumenami z importu. W krótkim terminie może brakować pozytywnych katalizatorów dla kursu gdyż zyski z kawern oraz zakończenie sukcesem prowadzonych negocjacji z bankami jest już uwzględnione przez inwestorów, a ostatnie rozstrzygnięcia sądowe w sprawie PTU oddalają perspektywę tej dezinvestycji.

1Q'09- Wyższa amortyzacja i wyższa efektywna stopa podatkowa

Raportowane wyniki Ciechu za 1Q na poziomie EBITDA były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Odchylenie na poziomie EBIT to przede wszystkim efekt wyższej o 12 mln PLN amortyzacji (dywizja sodowa). Największy udział w skonsolidowanym zysku operacyjnym wykazał segment sodowy (52 mln PLN), co nie stanowi zaskoczenia (poprawa marży brutto na tej działalności pokryła się z naszymi szacunkami 105 mln PLN vs. 103 mln PLN). Gorzej niż zakładaliśmy wyglądają wyniki w dywizji organicznej (zysk brutto 14 mln PLN vs. oczekiwane 28 mln PLN), co zostało jednak zrekompensowane przez dywizję agrochemiczną, która wyższy zysk zawdzięcza prawdopodobnie środkom ochrony roślin (sprzedaż nawozów nadal nie była wysoka i nie udało się istotnie obniżyć poziomu zapasów q/q). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było neutralne. Saldo na działalności finansowej było lepsze niż oczekiwaliśmy (-11 mln PLN vs. -23 mln PLN), co przede wszystkim było efektem nieco mniejszych ujemnych różnic kursowych netto (odsetki od kredytów były zgodne z prognozami). Niższa ujemna wycena hedgingu w rachunku wyników to prawdopodobnie efekt przesunięcia części instrumentów do rachunkowości zabezpieczeń (wzrost ze 120 mln EUR w 4Q do 132 mln EUR na koniec marca i kwartału ujemna wycena w kapitałach na -60 mln PLN) oraz efekt rozliczenia części opcji w ciągu kwartału przy niższym kursie EUR/PLN od średniego (łączna kwota zabezpieczeń na koniec marca to 216 mln EUR vs. 247 mln EUR na koniec 2008 roku). Na poziomie zysku netto odchylenie od naszej prognozy się zwiększyło ze względu na zaskakująco wysoki poziom podatku dochodowego (efektywna stopa 36%)- przede wszystkim efekt zaksięgowanego podatku w dywizji organika mimo straty brutto.

Niekorzystny wyrok w sprawie PTU

W raporcie rocznym Ciech poinformował, że 28 kwietnia Sąd Okręgowy wydał wyrok dotyczący sporu właścicielskiego w PTU, a mianowicie unieważnił decyzję zarządu komisarycznego towarzystwa z 2003 dotyczącą obniżenia (ze 100 mln PLN do 2 mln PLN), a następnie podniesienia kapitału zakładowego (z 2 mln PLN do 64 mln PLN). Decyzja ta doprowadziła do utraty kontroli nad PTU przez ówczesnego właściciela FSO Daewoo na rzecz Ciechu (45,4%), PTR oraz Techwell (wówczas Matrix). Kontrowersyjna okazała się także decyzja objęcia akcji PTU przez Techwell, który wniósł wówczas w zamian aportem wątpliwej jakości aktywa telekomunikacyjne. Decyzja Sądu nie jest prawomocna, aczkolwiek może opóźnić proces sprzedaży PTU przez Ciech. Obecnie wartość PTU w księgach Ciechu to 31 mln PLN, ale raczej nawet w czarnym scenariuszu nie oczekujemy z tego tytułu rezerw gdyż w przypadku uprawomocnienia się takiej decyzji sądu Ciech będzie mógł zwrócić się z roszczeniem do PTU o zwrot zainwestowanego w 2003 roku kapitału wraz z odsetkami. Taki scenariusz miałby jednak znaczenie z punktu widzenia naszej wyceny Ciechu, gdyż uwzględniliśmy w niej wartość posiadanego przez Spółkę pakietu PTU na 93 mln PLN netto. Różnica w przypadku możliwości odzyskania tylko zainwestowanego kapitału z odsetkami wyniosłaby -1,5 PLN na akcję.

Finalizacja sprzedaży kawern

Ciech podpisał z zależną spółką koncernu RWE umowę sprzedaży 4 kawern, która do wejścia w życie potrzebuje jeszcze zgody lokalnego urzędu górniczego. Wartość umowy do 2019 roku przekroczy 60 mln EUR. Według ostatnich zapowiedzi Prezesa Kunickiego płatność uzyskana w 2Q'09 wyniesie 27 mln EUR, na pozostałą część w kolejnych latach złożą się opłaty za odsalanie tych kawern. Główny pozytywny efekt na rachunku wyników skoncentruje się więc w 2009 roku. W naszych szacunkach zakładaliśmy, że wpływ na EBIT 2Q z tego tytułu sięgnie 45 mln PLN (wpływ gotówki po uwzględnieniu podatku to około 66 mln PLN), ale jeśli potwierdzą się zapowiedzi Prezesa to efekt cash flow może być znacznie wyższy.

Umowa z bankami do wakacji

Według doniesień prasowych Ciech powinien wynegocjować porozumienie z konsorcjum banków w kwestii konsolidacji zadłużenia Grupy jeszcze w czerwcu. Podobno wśród największych kredytodawców Spółki apetyt na zwiększenie zaangażowania ma PKO BP i to prawdopodobnie on będzie liderem konsorcjum. BRE i Pekao nie chcą już zwiększać limitów na Ciech, a Handlowy ma zamiar ograniczyć nieco swoje zaangażowanie.

Zgoda UOKiK na inwestycję z Lafarge

UOKiK wydał zgodę na uruchomienie inwestycji Ciechu i Lafarge w instalację separacji popiołów lotnych powstających w elektrociepłowniach Sody Polskiej. Budowa tego zakładu będzie kosztować 40 mln PLN, a udział Ciechu w projekcie wyniesie 29%. Inwestycja ma docelowo (uruchomienie 2010 rok) przynieść oszczędności w zakresie energetyki oraz zmniejszyć emisję pyłów.



Lotos (Kupuj)

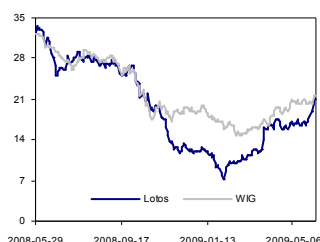
Cena bieżąca: 20,9 PLN

Cena docelowa: 26,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	12 469,8	-23,5%	19 029,4	52,6%	Liczba akcji (mln)	113,7
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	746,0	340,9%	1 154,7	54,8%	MC (cena bieżąca)	2 377,5
marża EBITDA	7,8%	1,0%		6,0%		6,1%		EV (cena bieżąca)	7 866,4
EBIT	713,7	-145,8		339,9		494,2	45,4%	Free float	41,2%
Zysk netto	777,2	-453,9		335,5		452,2	34,8%		
P/E	3,1			7,1		5,3		Zmiana ceny: 1m	23,9%
P/CE	2,2			3,2		2,1		Zmiana ceny: 6m	74,3%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-37,2%
EV/EBITDA	3,1	35,3		10,5		8,3		Max (52 tyg.)	33,3
Dyid (%)	1,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Akcje Lotosu mimo wzrostu kursu o prawie 60% od momentu naszego ostatniego raportu analitycznego nadal w naszej opinii oferują znaczny potencjał wzrostowy i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj. W naszym scenariuszu dla otoczenia makroekonomicznego należy spodziewać się bardzo dobrych raportowanych wyników w 2Q'09, kiedy to Spółka powinna odwrócić ujemne różnice kursowe z ostatniego kwartału i zaksięgować dodatni efekt z przeszacowania zapasów. Wysokie zyski w ujęciu nominalnym nie będą co prawda jeszcze oznaczały poprawy jakości wyników (kwestia remontu i nieco słabszych marż rafinerijnych), ale przerwą serię kwartalnych strat netto co powinno poprawić sentyment wokół akcji koncernu. Stabilizacja cen ropy, przy utrzymaniu widocznych w ostatnich tygodniach tendencji ożywienia popytu na paliwa w Azji, powinna wesprzeć marże przerobowe w drugim półroczu i wówczas należy oczekiwać powrotu Lotosu do jego optymalnego potencjału generowania środków pieniężnych. Ważną kwestią, która powoli może się coraz bardziej krystalizować, będzie także nowa ustawa o zapasach obowiązkowych, która w perspektywie kilku lat będzie oznaczać nie tylko uwolnienie zamrożonej gotówki w obecnych rezerwach, ale także odciążenie kapitału obrotowego w roku 2011 (+7 PLN/akcję) w kontekście zakładanego wzrostu sprzedaży.

1Q'09- negatywny wpływ walut i słaba rafineria

Lotos wypracował w 1Q'09 EBIT na poziomie 2 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -24 mln PLN. EBIT segmentu rafinerijnego wyniósł -6 mln PLN (oczekiwaliśmy -28 mln PLN), ale został osiągnięty przy dodatnim efekcie LIFO na poziomie 83 mln PLN (nasza prognoza -32 mln PLN, a różnica była efektem odwrócenia odpisów na zapasach z 4Q'08 w kwocie 158 mln PLN). Zysk operacyjny liczony metodą LIFO wyniósłby więc -89 mln PLN, czyli znacznie mniej niż szacowane przez nas +4 mln PLN. Zaskoczenie na tym poziomie mogło wynikać ze znacznie niższego niż oczekiwaliśmy przerobu ropy (1,16 mln ton vs. 1,33 mln ton), czyli większego negatywnego efektu przeprowadzanego przestoju remontowego (kwestia alokacji produkcji pomiędzy kwartałami bo przestój miał miejsce na przełomie marca i kwietnia- łączny koszt remontu w 1Q to około 56 mln PLN z czego połowa to utracona marża) oraz sygnalizowanych przez Zarząd ujemnych różnic kursowych na transakcjach zakupu ropy w kwocie 134 mln PLN (podobne zjawisko miało miejsce w 3Q'08 i ma związek z bardzo wysoką zmiennością kursu USD/PLN oraz momentem księgowania transakcji). W segmencie rafinerijnym uwzględniono także wynik detalu, który poprawił EBITDA r/r o 7 mln PLN. Segment wydobywczy wygenerował stratę EBIT na poziomie -15 mln PLN vs. 36 mln PLN zysku przed rokiem i +5,9 mln PLN naszej prognozy. Analiza wyników na tej działalności powinna być jednak oceniana wraz z pozycją korekt konsolidacyjnych (zmiana prezentacji wyników segmentowych, wcześniej korekty konsolidacyjne pojawiały się już w segmentach i nie były wyłączone). Po uwzględnieniu tych korekt wynik upstreamu wyniósłby +15 mln PLN vs. 42 mln PLN wcześniej (nasza prognoza była konstruowana wg tej metodologii tak więc wynik był trochę lepszy niż oczekiwaliśmy, głównie ze względu na wyższy o 5,6 tys. ton przerób ropy z Petrobalticu i prawdopodobnie niższe koszty sygnalizowanych przez Zarząd awarii). Na pozostałej działalności saldo wyniosło -7 mln PLN vs. oczekiwane -2 mln PLN. Znaczące odchylenie wyniku Lotosu jakie pojawia się na poziomie zysku netto to przede wszystkim efekt wyższego ujemnego salda na działalności finansowej (-791 mln PLN vs. oczekiwane -562 mln PLN). Różnica przypada przede wszystkim na różnice kursowe z przeszacowania kredytów (-612 mln PLN vs oczekiwane -390 mln PLN), choć nieco wyższe były też straty na instrumentach zabezpieczających (-220 mln PLN vs - 160 mln PLN), co miało związek z nieuwzględnionymi stratami na hedgingu stopy procentowej (-52 mln PLN). W 1Q'09 Lotos zwiększył poziom zadłużenia netto do 4,83 mld PLN (+1,6 mld PLN q/q), co oprócz kwestii przeszacowania księgowego kredytów walutowych miało związek z pociągnięciem kolejnych transz finansowania programu 10+ (kwartalny capex sięgnął 860 mln PLN). Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł +56 mln PLN vs. +83 mln PLN rok wcześniej.

Umowa na studium wykonalności elektrociepłowni

Energa, Lotos i PGNiG podpisały umowę w sprawie opracowania studium wykonalności budowy elektrociepłowni gazowej w Gdańsku o mocy 200 MW. Szacunkowy koszt inwestycji to 800 mln PLN a planowane uruchomienie to rok 2013. Około 75% inwestycji miałyby być finansowane z kredytów zabezpieczonych długoterminowymi umowami gwarantującymi dostawy gazu (PGNiG), odbiór ciepła i prądu (Lotos oraz Energa). W specjalnie powołanej do tego projektu SPV, Energa będzie miała 60%, a PGNiG i Lotos po 20%.

Konkurs na nowy Zarząd

Rada Nadzorcza zdecydowała, iż zostanie ogłoszony konkurs na nowy Zarząd Lotosu, gdyż kadencja nowego kończy się 30 czerwca. Prezes Olechnowicz zapowiedział udział w postępowaniu. Konkurs może być zaskoczeniem, gdyż jeszcze do niedawna wydawało się że przedłużony zostanie kontrakt z obecnym kierownictwem. Teraz wydaje się, że pozycja prezesa Olechnowicza może być zagrożona. Ewentualne zamieszczenie kadrowe w koncernie na obecnym etapie procesów inwestycyjnych nie byłoby w naszej opinii dobrze odebrane przez rynek.

Petrobaltic otrzymał kredyt na 150 mln PLN

Nordea Bank Polska udzielił 150 mln PLN kredytu wydobywczej spółce Petrobaltic. Kredyt jest wielowalutowy i ma być wykorzystany na sfinansowanie bieżącej działalności operacyjnej i inwestycyjnej na Morzu Bałtyckim oraz norweskim szelfie kontynentalnym. Umowa obowiązuje do 18 listopada 2010 roku.

WZA 30 czerwca o aporcie Petrobalticu

Prawdopodobnie na WZA 30 czerwca zapadnie decyzja dotycząca wniesienia przez MSP aportem mniejszościowego pakietu w Petrobalticu w zamian za akcje Lotosu nowej emisji. Zgodnie z prezentowanymi przez nas wcześniej szacunkami, oczekujemy że emisja może objąć 14,5 mln nowych akcji, które po transakcji stanowiłyby około 11,5% wszystkich walorów.

PGNiG złożył ofertę współpracy Petrobalticowi

PGNiG pozytywnie odpowiedziało na propozycję Petrobalticu i złożyło ofertę współpracy przy eksploatacji złóż gazu na Bałtyku, licencję na wydobycie których posiada spółka zależna Lotosu. Chodzi przede wszystkim o wsparcie kapitałowe tego projektu i zabezpieczenie sprzedaży surowca. Łączne nakłady mogą w przypadku tych złóż szacowanych na 3,8 mld m³ wynieść około 1 mld PLN.

Nafta Polska przekaże akcje rafinerii do MSP

Nafta Polska przygotowała się już do procesu przekazania akcji Orlenu (17,3%) oraz Lotosu (51,9%) do MSP i zapowiada jego realizację. Realizacja tego procesu w najbliższych miesiącach oznacza, że MSP będzie już bezpośrednio kontrolował Lotos i aport Petrobalticu wbrew wcześniejszym oczekiwaniom (Nafta Polska straciłaby rolę większościowego akcjonariusza) nie zdejmie z gdańskiego koncernu obowiązku stosowania się do ustawy kominowej. Przy bezpośrednim większościowym udziale MSP limit zarobków dla kierownictwa Lotosu zwiększy się jednak z 4-krotnej średniej krajowej do 7-krotnej.



PGNiG (Redukuj)

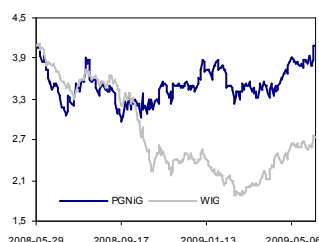
Cena bieżąca: 4,1 PLN

Cena docelowa: 3,58 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	19 207,3	4,2%	18 601,2	-3,2%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 264,9	-1,2%	2 930,7	29,4%	3 699,6	26,2%	MC (cena bieżąca)	24 190,0
marża EBITDA	13,8%	12,3%		15,3%		19,9%		EV (cena bieżąca)	25 008,5
EBIT	861,0	839,9	-2,4%	1 384,6	64,8%	1 897,2	37,0%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	904,6	-1,1%	1 104,5	22,1%	1 521,2	37,7%		
P/E	26,4	26,7		21,9		15,9		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	10,3	10,4		9,1		7,3		Zmiana ceny: 6m	17,1%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	9,9	10,5		8,5		6,7		Max (52 tyg.)	4,1
Dyld (%)	4,1	4,6		2,3		4,1		Min (52 tyg.)	3,0



Zaskakująco wysoka strata na segmencie obrotu zanotowana przez PGNiG w 1Q'09, mimo iż wywołała negatywną reakcję inwestorów, ze względu na regulowany charakter tej działalności powinna być traktowana raczej jako zdarzenie jednorazowe niż zły prognostyk na dalszą część roku. W naszej opinii taniejący obecnie gaz rosyjski i obserwowane umocnienie złotego pozwolą na dość szybkie odbudowanie rentowności na handlu gazem. Dodatkowo, poprawie wyników będą sprzyjały podwyższone taryfy dystrybucyjne. Wycena Spółki jest już jednak wymagająca i nie wydaje się atrakcyjna ani na tle szerokiego rynku, ani porównywalnych podmiotów z branży. EV/EBITDA koncernu dla roku 2009 wynosi 6,7 (już po oczyszczeniu o EuRoPolGaz, leasing aktywów przesyłowych i udziały w złożach norweskich) vs. mediana europejskich spółek z sektora na poziomie 5,7. Naszym zdaniem w najbliższej perspektywie może brakować pozytywnych impulsów do wzrostu kursu akcji, tym bardziej że wspomniany wzrost wyników kluczowy dla realizacji naszej rocznej prognozy będzie miał miejsce dopiero w 3Q, a w szczególności 4Q. W tym kontekście, wyceniając akcje PGNiG na 3,58 PLN, zalecamy wykorzystywanie obecnych poziomów cenowych do redukcji pozycji.

1Q'09- Bardzo słaby wynik obrotu- znacznie wyższe koszty gazu z importu

Wyniki PGNiG za 1Q'09 okazały się znacznie gorsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Odchylenie na poziomie EBIT wynika przede wszystkim z bardzo wysokiej straty segmentu obrotu (-1,1 mld PLN vs. prognozowane -433 mln PLN), która była efektem bardzo wyraźnego wzrostu jednostkowej ceny gazu z importu (+108% vs. szacowane przez nas +86%). Dodatnie rozliczenie transakcji zabezpieczających przyniosło 217 mln PLN (nasze szacunki to +204 mln PLN), ale prawdopodobnie mniejszy niż szacowaliśmy był pozytywny efekt sprzedaży tańszego surowca z magazynów. W pozostałych segmentach pojawiły się zaskoczenia in plus, ale nie zdołały one zneutralizować ogromnej straty na handlu gazem. W segmencie dystrybucji EBIT wyniósł 393 mln PLN vs. oczekiwane 327 mln PLN (267 mln PLN rok temu), co oznacza że nie doszacowaliśmy pozytywnego wpływu wyższych taryf dystrybucyjnych ustalonych przez URE w kwietniu 2008. W segmencie wydobywczym zysk operacyjny wyniósł 272 mln PLN czyli również znacznie więcej niż oczekiwaliśmy (31 mln PLN), na co w części złożyły się: brak straty na hedgingu pożyczki do norweskiej spółki zależnej (szacowaliśmy, że strata na instrumentach CIRS wyniesie -150 mln PLN, a wygląda na to że Spółka zmieniła zasady prezentacji wyceny tego hedgingu, być może zastosowano rachunkowość zabezpieczeń), niższe koszty rezerw oraz niższa o 10 mln PLN amortyzacja. Ostatecznie skonsolidowana strata operacyjna wyniosła -457 mln PLN.

Umowa na studium wykonalności elektrociepłowni

Energa, Lotos i PGNiG podpisały umowę w sprawie opracowania studium wykonalności budowy elektrociepłowni gazowej w Gdańsku o mocy 200 MW. Szacunkowy koszt inwestycji to 800 mln PLN a planowane uruchomienie to rok 2013. Około 75% inwestycji miałyby być finansowane z kredytów zabezpieczonych długoterminowymi umowami gwarantującymi dostawę gazu (PGNiG), odbiór ciepła i prądu (Lotos oraz Energa). W specjalnie powołanej do tego projektu SPV, Energa będzie miała 60%, a PGNiG i Lotos po 20%. Ewentualna budowa elektrowni gazowej byłaby pozytywną informacją dla PGNiG.

Taryfa zatwierdzona przez URE

Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził taryfy gazowe dla PGNiG oraz spółek dystrybucyjnych. Ostatecznie cena paliwa spadnie o 8,8% dla odbiorców przemysłowych i 9,1% dla odbiorców podłączonych do sieci dystrybucyjnej. Po uwzględnieniu podwyżki opłat sieciowych w dystrybucji (średnio +14,7%) oraz wzrostu taryfy dla Gaz-Systemu (+19%) zmiana kosztów gazu dla dużych odbiorców wyniesie około 7%. Skala obniżek była już w naszej opinii zdyskontowana w kursie PGNiG (efekt ostatnich wypowiedzi przedstawicieli Spółki oraz URE),

a jedynym rozczarowaniem może być informacja, że nowy cennik będzie obowiązywał do 31 marca 2010, podczas PGNiG próbował przełamać termin 31 grudnia 2010. W naszej opinii decyzja URE jest raczej neutralna dla PGNiG i negatywna dla spółek nawozowych, których zamrożenie cen na poziomie niższym tylko o 7% od dotychczasowych na pewno nie będzie satysfakcjonować, szczególnie w drugiej połowie roku i prawdopodobnym scenariuszu umocnienia złotego. Nowa taryfa ma obowiązywać od 1 czerwca.

Umowa na dodatkowe dostawy gazu nie jest realizowana

PGNiG zawarł umowę z Gazpromem na dostawy 1 mld m³ gazu w okresie do końca września br. Wolumen ma częściowo zrekompensować brak dostaw od RosUkrEnergo, które w skali roku wynosiły 2,5 mld m³. Wartość umowy przy dzisiejszych cenach produktów ropopochodnych wynosi 300 mln USD (implikowana z umowy cena gazu w wysokości 300 USD/tys. m³ pokrywa się z naszymi szacunkami 320 USD/tys. m³ w 2Q'09). Mimo wynegocjowania tego kontraktu, rosyjski koncern nadal nie ratyfikował tej umowy i nie realizuje jej postanowień. W tej chwili magazyny PGNiG, wyłączając 360 mln m³ rezerwy obowiązkowej są praktycznie puste. Łączna pojemność magazynów PGNiG to 1,66 mld m³. Spółka zazwyczaj załataczała surowiec do kawern w okresie od kwietnia do października, tak więc przedłużanie się obecnej patowej sytuacji może doprowadzić do braków gazu na rynku w okresie zimowym. Byłaby to negatywna informacja nie tylko dla zakładów chemicznych, ale również dla PGNiG gdyż szacujemy że przy obecnej taryfie Spółka będzie zarabiać w 4Q'09 i 1Q'10 na gazie z importu.

Plany eksploatacji małych złóż krajowych

PGNiG rozważa budowę instalacji skraplania gazu, co umożliwiłoby zwiększenie krajowego wydobycia poprzez eksploatację mniejszych złóż, z których nie opłacało się budować rurociągów do sieci krajowej. Wydobywany gaz byłby skraplany i przewożony cysternami do odbiorców, gdzie następowałaby jego regazyfikacja. Takie instalacje mogłyby być przenoszone po wyczerpaniu zasobów pola. Według PGNiG w ten sposób Spółka pozyskiwałaby kilka lub kilkanaście mln m³ surowca rocznie. Skala wolumenów nie miałaby istotnego wpływu na wyniki Spółki.

Propozycja 4 groszy dywidendy

Zarząd PGNiG na WZA zwołanym na 23 czerwca proponuje, aby na dywidendę przeznaczyć 236 mln PLN z 546 mln PLN zysku netto za rok 2008, co implikuje wypłatę 4 groszy na akcję. Około 170 mln PLN przypadające MSP będzie rozliczone niepieniężnie poprzez transfer aktywów przesyłowych. Dzień dywidendy przypadać ma na 26 sierpnia, a wypłata na 2 października. W naszych szacunkach oczekiwaliśmy, że Spółka wypłaci całość zysku za rok 2008, co implikowałoby dywidendę w kwocie 9 groszy na akcję. Oznaczałoby to, że praktycznie w całości przekazany zostanie majątek przesyłowy leasingowany obecnie przez Gaz-System. Trudno w tej chwili przesądzać, czy MSP będzie domagać się wyższej wypłaty, aczkolwiek wydaje się że mimo znacznej presji budżetowej w tym przypadku (dywidenda niepieniężna) nie jest to przesądzone.

Negocjacje chemii z PGNiG

Pod patronatem Ministerstwa Skarbu i z inicjatywy ZA Puławy oraz ZA Kędzierzyn doszło do spotkania producentów nawozów z PGNiG. Sektor chemiczny domaga się większej obniżki cen gazu oraz elastyczności Gaz-Systemu w przypadku niewykorzystania mocy przesyłowych. Zakłady azotowe twierdzą, że płacą obecnie za gaz o 30% więcej niż ich konkurenci z Europy Zachodniej z czym nie zgadza się PGNiG. W naszej opinii nadal cena gazu w Polsce jest niższa niż w Europie Zachodniej, a prezesi zakładów azotowych porównują ceny spotowe z długoterminowymi i stąd to nieporozumienie (sytuacja się zmieni w 2H'09). Na razie nie widzimy szans na większą obniżkę gazu dla sektora chemicznego, gdyż wymagałoby to zmiany przepisów. Podtrzymujemy opinię, iż obecnie największym zagrożeniem dla polskiego sektora chemicznego jest umocnienie złotego, co oznaczałoby spadek konkurencyjności i obniżenie wolumenów.

PGNiG złożył ofertę współpracy Petrobalticowi

PGNiG pozytywnie odpowiedziało na propozycję Petrobalticu i złożyło ofertę współpracy przy eksploatacji złóż gazu na Bałtyku, licencję na wydobycie których posiada spółka zależna Lotosu. Chodzi przede wszystkim o wsparcie kapitałowe tego projektu i zabezpieczenie sprzedaży surowca. Łączne nakłady mogą w przypadku tych złóż szacowanych na 3,8 mld m³ wynieść około 1 mld PLN.



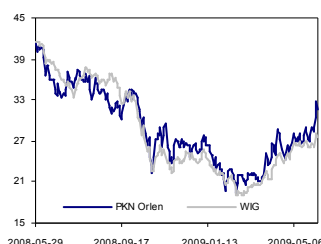
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 31,6 PLN Cena docelowa: 40,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	65 818,5	-17,2%	74 645,2	13,4%	Liczba akcji (mIn)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	4 855,3	447,0%	5 027,6	3,5%	MC (cena bieżąca)	13 515,6
marża EBITDA	7,9%	1,1%		7,4%		6,7%		EV (cena bieżąca)	30 265,3
EBIT	2 603,9	-1 603,8		2 164,5		2 294,6	6,0%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 608,7		1 774,1	10,3%		
P/E	5,6			8,4		7,6		Zmiana ceny: 1m	13,5%
P/CE	2,8			3,1		3,0		Zmiana ceny: 6m	16,4%
P/BV	0,7	0,8		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-22,7%
EV/EBITDA	5,0	32,4		6,2		6,2		Max (52 tyg.)	40,9
Dyid (%)	0,0	5,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Akcje Orlenu, po uwzględnieniu wartego ponad 3 mld PLN pakietu w Polkomtelu, nadal wyceniane są z prawie 20% dyskontem do porównywalnych spółek z regionu na bazie EV/EBITDA dla tego roku. W naszej opinii w kontekście uregulowania umowy z bankami i niskim w obecnym otoczeniu makro ryzykiem ponownych kłopotów z warunkami kredytowymi na koniec roku taka różnica nie jest uzasadniona. Dodatkowo pozytywnym katalizatorem w krótkim terminie może być zbliżająca się decyzja Rady UE w sprawie zasobów obowiązkowych, która wymusi wypracowanie harmonogramu dostosowania się do tych wymogów przez polską administrację. Ponadto oczekujemy, że obecne ożywienie popytowe na światowym rynku paliw utrzyma się w drugiej połowie roku, co przy prawdopodobnym ustabilizowaniu się notowań ropy wpłynie pozytywnie na wysokość marż rafineryjnych. W tym kontekście, mimo ponad 40% wzrostu kursu od naszego ostatniego raportu, utrzymujemy rekomendację kupuj, nie zmieniając ceny docelowej.

Jakość wyników 1Q nieco gorsza od oczekiwań, mniejsza strata na finansówce

Raportowany wynik operacyjny Orlenu okazał się nieznacznie lepszy od naszych szacunków i znacznie gorszy od konsensusu rynkowego, choć prawdopodobnie część prognoz uwzględniona w średniej rynkowej nie była zaktualizowana po opublikowanym przez Spółkę komunikacie o szacunkowych danych za 1Q. Segment rafineryjny wypracował stratę EBIT w wysokości -116 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -105 mln PLN, aczkolwiek po uwzględnieniu efektu LIFO (-246 mln PLN vs. oczekiwane -300 mln PLN) rezultat jest gorszy od naszych szacunków (130 mln PLN vs. 195 mln PLN). Segment detaliczny z kolei zaskoczył in plus osiągając zysk operacyjny na poziomie 87 mln PLN vs. oczekiwane 51 mln PLN, co w dużej mierze było zasługą nadal bardzo wysokiej marży pozapaliwowej (+32 mln PLN w ujęciu r/r). Segment petrochemiczny (wg. nowej prezentacji uwzględniający Anwil) wypracował wynik gorszy niż oczekiwaliśmy (-72 mln PLN vs. -36 mln PLN). Zostało to jednak zneutralizowane przez niższe koszty nieprzypisane (-219 mln PLN vs. -242 mln PLN) z uwagi na niższą niż zapowiadana rezerwę na ryzyka gospodarcze (-78 mln PLN vs. zapowiadane w komunikacie -150 mln PLN). Saldo na działalności finansowej okazało się wyższe niż zakładaliśmy (-951 mln PLN vs. -1159 mln PLN), co było przede wszystkim efektem niższych ujemnych różnic kursowych na przeszacowaniu kredytów (-842 mln PLN vs. -1 mld PLN- kwestia założonej przez nas innej struktury walutowej długu, która została ujawniona dopiero w raporcie rocznym). Przypominamy, że Orlen znacząco zwiększył udział kredytów dolarowych kosztem EUR i różnice kursowe na długu denominowanym w USD odnosi w kapitały własne, gdyż jest on połączony z inwestycją w Możejki. Na poziomie wyniku netto dodatkowo sytuację poprawiło wyższe niż oczekiwaliśmy aktywo podatkowe (+179 mln PLN vs. +83 mln PLN). W 1Q'09 Orlen zwiększył skonsolidowany dług netto o 1,75 mld PLN, ale wynikało to tylko ze wspomnianych przeszacowań walutowych (+1,9 mld PLN łącznie z kredytami w USD), które zostały w części zneutralizowane przez bardzo wysoki poziom przepływów z działalności operacyjnej (+1,15 mld PLN vs. +986 mln PLN rok wcześniej).

Plany redukcji zatrudnienia

Według doniesień prasowych Zarząd PKN Orlen planuje redukcję zatrudnienia, która może objąć nawet 600-800 osób z prawie 4700 zatrudnionych w spółce matce koncernu. Obecnie trwają w tej sprawie rozmowy kierownictwa ze związkami zawodowymi. Przy założeniu, że zwalniani pracownicy otrzymają odprawy zgodnie z dotychczasowym porozumieniem dotyczącym dobrowolnych odejść (50 tys. PLN + 4 tys. PLN za każdy rok pracy) może to kosztować Spółkę 50-64 mln PLN. Potrzebę optymalizacji zatrudnienia Orlen sygnalizował już wcześniej. Przy uwzględnieniu średnich rocznych kosztów pracownika można założyć, że redukcja wydatków w tym roku będzie zneutralizowana przez wspomniane odprawy. Obniżenia kosztów o około 80-100 mln PLN można więc oczekiwać dopiero od 2010 roku.

Tegoroczny Capex mniejszy niż 3 mld PLN

PKN Orlen zakłada, że tegoroczne wydatki inwestycyjne będą niższe niż 3 mld PLN. Obecnie zakontraktowane opiewają na kwotę 1,7 mld PLN. Koncern zrewidował także plany capex do roku 2013. Wcześniej planował wydać w tym okresie 12,6 mld PLN. W naszym modelu tegoroczne nakłady inwestycyjne szacowaliśmy na prawie 4 mld PLN. Wydaje się, że te oszczędności nie były również uwzględniane przez rynek. Pomogą one w zredukowaniu długu na koniec roku.

Obniżenie ratingu przez Moody's

Agencja ratingowa Moody's obniżyła rating Orlenu z Baa3 do Ba1 z perspektywą negatywną, tłumacząc to pogorszeniem się wyników operacyjnych i przepływów pieniężnych w ostatnich 6-9 miesiącach z powodu osłabienia otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie agencja zauważyła korzystny wpływ redukcji kapitału obrotowego na przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej oraz pozytywnie ocenia podpisaną umowę z bankami. Płynność finansowa koncernu jest na odpowiednim poziomie, a dodatkowo może być potencjalnie poprawiona przez planowane przejęcie obowiązku utrzymywania zapasów obowiązkowych przez państwo. Obniżenie ratingu nie będzie miało wpływu na wzrost kosztów obsługi zadłużenia już istniejącego. Orlen w najbliższym czasie nie będzie potrzebował żadnych nowych linii kredytowych.

Pożar kompresora w Możejках bez wpływu na produkcję

W wyniku pożaru, który wybuchł pod koniec maja w Możejках spłonął kompresor instalacji HON, ale nie miało to wpływu na pracę pozostałych instalacji i dostawy produktów dla odbiorców. Przyczyny pożaru są badane (prawdopodobnie ulatniający się gaz), szacowane są także straty.

Nieplanowany remont w Litvinowie

Orlen poinformował, że z początkiem czerwca będzie zmuszony do przeprowadzenia 16 dniowego nieplanowanego remontu w rafinerii Litvinov w związku z wykrytą awarią instalacji chłodzenia propylenu. Wykorzystując ten przestój Spółka usunie także inne usterki zdiagnozowane w rafinerii. Dostawy do klientów w czasie remontu mają być realizowane z zapasów. Informacja negatywna, aczkolwiek trudno skwantyfikować koszty tego remontu i jego wpływ na wynik skonsolidowany Orlenu w 2Q. Może on jednak sięgnąć kilkudziesięciu mln PLN. Rafineria w Litvinowie przerabia około 5,4 mln ton ropy rocznie, z czego dla Orlenu przypada 51%.



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 7 PLN

Cena docelowa: 5,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 993,3	-17,1%	1 846,6	-7,4%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-40,2		107,6		MC (cena bieżąca)	524,3
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-2,0%		5,8%		EV (cena bieżąca)	708,2
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-122,7		20,2		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-140,8		6,7			
P/E	2,6	18,2				78,3		Zmiana ceny: 1m	30,4%
P/CE	2,1	5,5				5,6		Zmiana ceny: 6m	20,3%
P/BV	0,6	0,5		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-67,4%
EV/EBITDA	1,6	2,3				6,3		Max (52 tyg.)	22,8
Dyid (%)	6,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



W ciągu ostatnich 2 tygodni cena akcji Polic wzrosła o ponad 40%, co stanowiło reakcję inwestorów na krystalizującą się perspektywę zabezpieczenia krótkoterminowej płynności Spółki poprzez uzyskanie promesy poręczeń kredytowych od ARP oraz restrukturyzację zobowiązań wynikających z hedgingu. Trudno kwestionować pozytywny wydźwięk tych wydarzeń, aczkolwiek w naszej opinii skala zwwyżki kursu była za wysoka i dlatego rekomendujemy sprzedawanie akcji Polic, wyceniając je na 5,8 PLN. Zwracamy szczególną uwagę na rosnącą przy obecnym kursie USD/PLN presję importową ze wschodu, która może negatywnie przełożyć się na wolumeny sprzedaży w kolejnych kwartałach i powodować dalsze spadki cen nawozów. Ujemna marża operacyjna w kolejnych kwartałach oraz rosnące zadłużenie (restrukturyzacja opcji na 115 mln PLN, przeterminowane zobowiązania handlowe w kwocie 177 mln PLN) nie będą stanowiły wsparcia dla kursu. Według naszych prognoz, obecnej ceny akcji nie uzasadnia także perspektywa poprawy wyników w przyszłym roku, które implikują wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 6,8 (premija do ZAP sięga 27% mimo wyższego ryzyka inwestycyjnego).

1Q'09- Zejście z zapasów za cenę rentowności

Police zanotowały w 1Q'09 znacznie wyższy poziom przychodów niż zakładaliśmy (+45%), co wynikało przede wszystkim z większego wolumenu sprzedaży nawozów (309 tys. ton vs. oczekiwane 250 tys. ton). Spółce udało się uplasować na rynku tyle produktów przede wszystkim dzięki zastosowanej kampanii promocyjnej. Efektem tego było znaczne zredukowanie zapasów (z ponad 600 mln PLN na koniec 2008 roku do 384 mln PLN), ale kosztem ujemnej marży brutto na sprzedaży (-27 mln PLN), mimo rozwiązania części odpisów aktualizujących wycenę produktów (+49 mln PLN). Oprócz wysokich kosztów stałych (Spółka w nawozach NPK wykorzystywała moce w 50%, a NP w 37%) na poziomie EBIT odbiło się dodatkowo ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej zakwalifikowane w dużej mierze do segmentu pozostałe (Spółka nie wyjaśnia co to za koszty). Na poziomie netto stratę powiększyły ujemne różnice kursowe na transakcjach zabezpieczających w wysokości ponad -80 mln PLN (nasze szacunki to -77 mln PLN), z czego około 23 mln PLN stanowiły instrumenty zrealizowane w 1Q. Zarząd poinformował w raporcie, że dzięki wysokiemu poziomowi cash flow z działalności operacyjnej (+100 mln PLN) udało się spłacić część posiadanych kredytów krótkoterminowych i obecnie w dostępnych liniach kredytowych ma do dyspozycji około 68 mln PLN. W celu zabezpieczenia bieżącej płynności Spółka stara się pozyskać dodatkowe finansowanie bieżące na 150 mln PLN, na które powinna otrzymać poręczenie Agencji Rozwoju Przemysłu. Dodatkowo, Zarząd zamierza dokonać restrukturyzacji portfela transakcji zabezpieczających i w tym celu złożył bankom propozycję zamknięcia struktur na około 82 mln EUR (konwersja spieniężonych strat na dług) i pozostawienie tylko około 59 mln EUR zabezpieczeń o najwyższych kursach wykonania.

Promesa poręczenia kredytu przez ARP

Agencja Rozwoju Przemysłu udzieliła Policom promesy na poręczenie kredytu obrotowego w kwocie 150 mln PLN, o który Spółka stara się w PKO BP. Promesa ma charakter warunkowy i będzie uruchomiona jeśli Police zrestrukturyzują portfel opcji walutowych oraz uzupełnienie programu restrukturyzacji i zawarcie porozumienia ze związkami zawodowymi. Taki scenariusz został już w naszej opinii zdyskontowany w ostatnich wzrostach kursu. W naszej opinii poręczenie ARP rozwiąże problemy płynnościowe Polic i Spółka powinna sobie poradzić w obecnym okresie dekonunktury na rynku nawozów NPK. W kontekście zamykania kolejnych fabryk w tej branży w Europie (decyzja Yary o zamknięciu kolejnego mniejszego zakładu NPK, tym razem na Węgrzech) może to oznaczać, że w kolejnym cyklu ze względu na swoją lokalizację Police byłyby beneficjentem ewentualnego ożywienia na rynku. W obecnej sytuacji najlepszym rozwiązaniem byłaby jednak sprzedaż Spółki przez MSP inwestorowi branżowemu (zainteresowanie mogłyby wyrazić spółki rosyjskie). Na razie jest to jednak zbyt odległa perspektywa, aby na niej opierać decyzje inwestycyjne.



MSP akceptuje plan restrukturyzacji Polic

Resort skarbu zaakceptował program restrukturyzacji Polic przedstawiony przez Zarząd. Restrukturyzacja ma objąć redukcję zatrudnienia, kosztów eksploatacyjnych oraz dezinwestycje. W ramach programu dobrowolnych odejść z pracy do tej pory zrezygnowało 30 osób. Zarząd oczekuje, że łącznie z tej opcji skorzysta 300 osób z ponad 3200 zatrudnionych (w całej Grupie pracuje 4200 osób).

Odwołanie członka Zarządu

Rada Nadzorcza odwołała Pana Sławomira Winiarskiego z funkcji członka Zarządu i dyrektora handlowego. Informacja wydaje się być zaskakująca zarówno dla rynku jak i Zarządu Spółki.



ZA Puławy (Trzymaj)

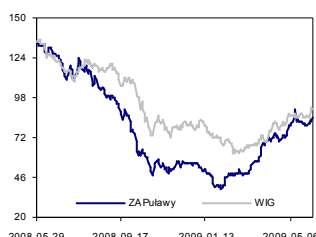
Cena bieżąca: 85 PLN

Cena docelowa: 82,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 413,0	-3,6%	2 148,2	-11,0%	2 370,4	10,3%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	471,1	8,9%	173,8	-63,1%	234,7	35,1%	MC (cena bieżąca)	1 624,8
marża EBITDA	17,3%	19,5%		8,1%		9,9%		EV (cena bieżąca)	1 164,4
EBIT	358,7	402,9	12,3%	102,7	-74,5%	156,0	51,8%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	259,7	-21,5%	127,7	-50,8%	143,8	12,6%		
P/E	4,9	6,3		12,7		11,3		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	4,0	5,0		8,2		7,3		Zmiana ceny: 6m	49,9%
P/BV	1,1	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-36,0%
EV/EBITDA	2,6	1,9		6,7		5,3		Max (52 tyg.)	132,9
Dyid (%)	2,0	5,1		4,8		2,4		Min (52 tyg.)	38,1



Przy obecnej kapitalizacji przekraczającej 1,5 mld PLN akcje ZAP nie są już w naszej opinii atrakcyjne na tle szerokiego rynku, nawet po uwzględnieniu posiadanych zasobów gotówki (na koniec roku 2008/09 ujemny dług netto wyniesie po oczyszczeniu o zobowiązania z hedgingu około -650 mln PLN czyli 34 PLN/akcję). Najbliższe kwartały przyniosą bowiem pogorszenie wyników Spółki, co będzie związane przede wszystkim z oczekiwaną większą presją konkurencji importowej, która powinna się uaktywnić przy obserwowanym umocnieniu złotego oraz przewadze kosztowej jeśli chodzi o gaz ziemny. Według naszych szacunków w drugim półroczu przy obecnych taryfach PGNiG, Puławy będą płacić za surowiec nawet do 40% więcej niż najwięksi europejscy producenci. Podtrzymujemy opinię, iż w perspektywie roku nie należy spodziewać się znaczącej poprawy koniunktury w segmencie nawozowym, która mogłaby te powyższe negatywne tendencje neutralizować. Wsparcia dla notowań nie będzie stanowić także planowane przez Zarząd ogłoszenie optymistycznych szacunków opłacalności inwestycji w zgazowanie węgla. Perspektywa rozpoczęcia realizacji tego bardzo kosztownego projektu o długim okresie zwrotu może raczej zniechęcać średnioterminowych inwestorów do ZAP. Dodatkowe ryzyko stanowią także niepewne dostawy gazu w sezonie zimowym.

Nowi członkowie Zarządu

Rada Nadzorcza uzupełniła skład Zarządu ZAP. Za finanse Spółki będzie odpowiedzialny Pan Andrzej Kopeć (dotychczas członek Zarządu DZ Bank Polska, wcześniej pracował m.in. w BGŻ i ING Banku Śląskim), a za strategię i rozwój Pan Zenon Pokojski (ostatnio świadczył usługi doradcze w ramach własnej działalności, wcześniej był prezesem spółki chemicznej Cheman).

PGNiG nie ma specjalnej oferty dla chemii

Na majowym spotkaniu przedstawicieli PGNiG i sektora chemicznego nie udało się wypracować konkretnych rozwiązań, które mogłyby obniżyć koszty gazu dla przemysłu. PGNiG nie widzi obecnie prawnych możliwości wprowadzenia specjalnej taryfy i uzależnia to od decyzji legislacyjnych rządu. W naszej opinii trudno będzie w najbliższym czasie o rozwiązania korzystne dla sektora chemicznego. Szczególnie branża odczuje to w drugim półroczu jeśli utrzyma się obecna tendencja umacniania złotego.

Odwieszony spór zbiorowy

Związek zawodowy Pracowników Ruchu Ciągłego zdecydował się odwieść spór zbiorowy z Zarządem ZAP. W zeszłym roku związkowcy domagali się 15% podwyżki oraz uruchomienia programu inwestycyjnego dla pracowników poprzez miesięczne wpłaty po 200 PLN na osobiste konta funduszy inwestycyjnych. Spór zawieszono na początku tego roku w kontekście kryzysu gospodarczego i problemów z dostawami gazu. W naszej opinii dopiero ewentualna decyzja o strajku pracowników mogłaby negatywnie wpłynąć na kurs akcji.

WZA w sprawie oferty Bogdanki

Zarząd ZAP zwołał na 12 czerwca WZA, które ma wyrazić zgodę na objęcie akcji innej spółki w ofercie IPO. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, ZAP zamierza wziąć udział w ofercie kopalni Bogdanka. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że koncepcja zakupu akcji kopalni nie wygeneruje dodatkowej wartości dla akcjonariuszy Puław, nawet zakładając że ZAP w przyszłości kupiłoby pakiet większościowy Bogdanki. Nie widzimy między tymi spółkami większych synergii, a ewentualna współpraca przy projekcie zgazowania węgla nie wymaga powiązań kapitałowych.

Telekomunikacja

Polkomtel w 1Q2009

Polkomtel miał w I kw. 2009 r. zysk netto w wysokości 213,0 mln PLN wobec 356,7 mln PLN przed rokiem. Przychody wyniosły 2.020,6 mln PLN (vs. 2.027,1 mln PLN w 1Q2008) a EBITDA 678,8 mln PLN wobec 738,2 mln PLN przed rokiem. Operator podał, że na koniec I kwartału 2009 r. miał 14,576 mln klientów, z czego 6,691 mln post-paid. Na koniec IV kw. 2008 r. Polkomtel miał 14,473 mln klientów, z czego 6,564 mln post-paid. Dzięki utrzymaniu przychodów na poziomie sprzed roku zarówno pod względem przychodów jak i EBITDA Polkomtel awansował na pozycję lidera wśród operatorów komórkowych w Polsce. Należy tu jednak podkreślić, że najprawdopodobniej operator w dalszym ciągu wykazuje w przychodach ze sprzedaży SMS pełną kwotę, a nie jak pozostali jedynie marżę (jeden z głównych powodów spadku przychodów Centertel w ujęciu r/r – zmiana zasad księgowania). W przeciwieństwie do pozostałych operatorów Polkomtelowi udało się również utrzymać ponad 30% marżę EBITDA. Po słabych wynikach podanych wcześniej przez PTC i Centertel, Polkomtel na tym tle wypada relatywnie dobrze. Nie zmienia to faktu, że pogorszenie wyników i otoczenia regulacyjnego w kolejnych miesiącach może mieć negatywny wpływ na wycenę operatora w kontekście oczekiwanej przez nas transakcji pomiędzy polskimi udziałowcami a Vodafone. Na chwilę obecną nie zmieniamy naszych założeń w tym względzie.

KE naciska na obniżki MTR

Znaczącym obniżeniem rachunków telefonicznych płaconych przez konsumentów ma zaowocować plan obniżenia o 70% stawek hurtowych w rozliczeniach między operatorami telefonicznymi, który chce narzucić krajowym regulatorom Komisja Europejska. Stawki ustalane przez krajowe urzędy regulacyjne, wahają się od 2 eurocentów na Cyprze do 15 eurocentów w Bułgarii. KE podliczyła, że stawki za kończenie połączeń w sieciach komórkowych (średnio 8,5 eurocenta) są średnio 10 razy wyższe niż płacone operatorom stacjonarnym. To oznacza w praktyce finansowanie dużych operatorów komórkowych przez klientów sieci stacjonarnych i utrudnia operatorom sieci stacjonarnych i małym operatorom sieci komórkowych konkurencję z gigantami na rynku telefonii komórkowej. Zdaniem KE wdrożenie zaleceń oznacza, że do 2012 roku średnia stawka za kończenie połączenia spadnie do poziomu 1,5-3 eurocentów za minutę w przypadku połączeń komórkowych. UKE jest jednym z najbardziej agresywnych regulatorów rynku w Europie, dlatego zalecenia KU nie mają większego negatywnego wpływu na polski rynek, który obecnie należy do jednych z najtańszych pod względem MTR. Wyznaczona przez UKE ścieżka obniżek już w tym roku sprowadzi poziom MTR do 3,5 eurocenta. Paradoksalnie zalecenia KE są korzystne dla polskich operatorów, którzy i tak musieli pogodzić się z obniżką stawek na rynku lokalnym, a którzy przy ich spadku w innych krajach europejskich będą płacili niższe opłaty interkonektowe do zagranicznych operatorów (spadek cen, wzrost ruchu).

... i jednocześnie KE przeciw radykalnym obniżkom MTR w Polsce

Komisja Europejska zagroziła Polsce wszczęciem procedury w związku z trybem i skalą obniżek MTR przeprowadzonych przez UKE. KE podważa m.in. fakt, że UKE opiera się na benchmarku trzech najniższych operatorów narodowych w Europie a nie kosztach ewentualnie w trzech krajach o podobnej do Polski specyfice. Obecnie stawki MTR obowiązujące w Polsce (3,7 euro centa) są jednymi z najniższych. Sytuacja jest o tyle dziwna, że niedawno KE przedstawiła projekt, zakładający przyspieszenie obniżek stawek MTR w Europie w najbliższych kilku latach do poziomu 1,5-3 euro centy (akapit wyżej). W tym kontekście Polska jawi się jako prymus. Nie można jednak wykluczyć, że na bazie obecnego prawa obowiązującego w UE, UKE mogło nadużyć swojej pozycji i złamać procedurę. Z punktu widzenia TP najgorszym scenariuszem jest 30-50% spadek MTR w kolejnych 5 latach. To i tak zasadniczo mniej niż dla innych operatorów europejskich, gdzie średni poziom MTR wynosi 8 euro centów. Pozytywny scenariusz to anulowanie decyzji UKE i krótkotrwały wzrost MTR. W kolejnym kroku stawki będą obniżane w ślad za spadającymi MTR w Europie do poziomów zakładanych w poprzednim scenariuszu.



Netia (Kupuj)

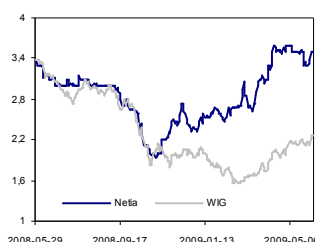
Cena bieżąca: 3,5 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 121,2	33,8%	1 503,1	34,1%	1 640,3	9,1%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	234,0	37,1%	290,1	24,0%	MC (cena bieżąca)	1 362,1
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	1 056,0
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		5,9				31,4		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	241,5	2,7		5,5		4,6		Zmiana ceny: 6m	42,3%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	8,2	6,8		4,5		3,4		Max (52 tyg.)	3,6
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Naszym zdaniem przejęcie kontroli przez fundusze inwestycyjne przyspieszy 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 kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Zapowiedź słabszego 2Q2009

Netia spodziewa się jednorazowego pogorszenia wyniku netto i EBIT w drugim kwartale 2009 roku w porównaniu z pierwszym kwartałem, w związku z dodatkowymi kosztami, głównie o charakterze jednorazowym (z powodu rezerw związanych z redukcją zatrudnienia o 130 osób oraz innymi kosztami, m.in. marketingu i promocji). Czynniki nie będą występowały w takim nasileniu w kolejnych kwartałach. Prezes podtrzymał prognozy Netii na 2009 rok, które przewidują wzrost wyniku EBITDA do 265 mln PLN. Netia prognozuje, że w 2010 roku marża EBITDA wzrośnie do 23%, a w 2012 roku do 28%. Zarząd już wcześniej zapowiadał, że wyniki 2Q będą obciążone jednorazowymi zdarzeniami, co nie powinno zaskakiwać inwestorów.

Solidne wyniki za 1Q2009

Wyniki spółki za 1Q2009 są zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie przychodów i nieco lepsze na poziomie EBITDA i wyniku netto. Spółka osiągnęła przychody w wysokości 375,7 mln PLN (+64% r/r, +2% q/q, nasza prognoza 371,5 mln PLN) oraz EBITDA w wysokości 69,9 mln PLN (+108% r/r, nasza prognoza 61,9 mln PLN). Różnica w wyniku operacyjnym to w dużej mierze efekt obniżenia przez spółkę wydatków na reklamę i marketing (-8,5 mln PLN q/q). Po wynikach opublikowanych przez TP nasze największe obawy o Netię budziły dane o liczbie abonentów. Przypominamy, że TP zaraportowała w 1Q2009 wzrost użytkowników BSA o 40 tys. (q/q), z czego 30 tys. pozyskał Centertel. Zostawiało to jedynie 10 tys. łączy dla wszystkich operatorów alternatywnych do podziału, to co przypadłoby Netii byłoby odebrane przez inwestorów negatywnie. Tymczasem spółka zaraportowała wzrost użytkowników BSA o 21 tys. Nie zakładamy, że inwestorzy są wprowadzani w błąd przez któregoś z operatorów więc najbardziej racjonalnym wytłumaczeniem może być różny moment uwzględniania klienta jako użytkownika BSA (umowa, zestawienie łącza, etc..) lub co jest raczej mało prawdopodobne masowe rezygnacje z BSA u innych operatorów (w danych TP przyrost netto po uwzględnieniu rezygnacji). W przypadku pozostałych kluczowych dla spółki danych o abonentach kwartał również wygląda solidnie. Liczba użytkowników WLR wzrosła o 39,5 tys. do 710 tys., a ARPU utrzymało się na poziomie 51 PLN (vs. 56 PLN w 4Q2008 – okres świąteczny sezonowo zwiększa ruch telekomunikacyjny). Liczba rezygnacji netto we własnej sieci wyniosła 2,7 tys. linii – podobnie jak w poprzednich kwartałach. W efekcie łączna liczba linii dzwoniących w Netii (usługi głosowe własna sieć i WLR) wyniosła 1,105 mln i była o 40 tys. większa niż na koniec 2008. Średni przychód na abonenta wyniósł 56 PLN, vs. 60 PLN w 4Q2008. Liczba szerokopasmowych dostępow do internetu zwiększyła się z 413,65 tys. na koniec 2008 do 441,3 tys. – przy średnim przychodzie na linie na poziomie 59 PLN (vs. 60 PLN w 4Q2008). Widzimy potencjał do nieznacznego zwiększenia prognozowanej na br. EBITDA.



TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,3 PLN

Cena docelowa: 20,3 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	17 284,2	-4,8%	17 030,0	-1,5%	Liczba akcji (mln) 1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	7 012,1	-8,1%	6 759,5	-3,6%	MC (cena bieżąca) 23 120,1
marża EBITDA	42,3%	42,0%		40,6%		39,7%		EV (cena bieżąca) 27 713,9
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 888,2	-12,8%	2 844,1	-1,5%	Free float 46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 850,3	-15,4%	1 973,7	6,7%	
P/E	10,7	10,8		12,5		11,7		Zmiana ceny: 1m -1,0%
P/CE	3,6	3,6		3,9		3,9		Zmiana ceny: 6m -9,4%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m -17,5%
EV/EBITDA	3,8	3,8		4,0		4,0		Max (52 tyg.) 24,4
Dywid (%)	11,0	9,8		11,3		9,6		Min (52 tyg.) 16,5



W połowie miesiąca akcjonariusze TP nabywają prawo do dywidendy, potencjalnie w wakacje może pojawić się informacja o buy-backu lub dodatkowej dywidendzie, na co wskazywał zarząd po wynikach za 1Q2009. W lipcu spółka powinna przedstawić szczegóły programu redukcji kosztów operacyjnych. Przy obecnych cenach uważamy, że inwestycja w akcje TP jest atrakcyjna i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

CAS o podziale TP

TPSA powinna zostać podzielona na kilka spółek regionalnych z wyłącznym prawem do obsługi połączeń lokalnych oraz spółkę działającą na rynku połączeń międzyregionalnych i międzynarodowych, ocenia Centrum im. A. Smitha. Wg. Centrum podział planowany przez UKE nic nie zmienia. Ekspert CAS skrytykował też asymetrię w MTR (która obecnie premiuje sieć Play), oceniając że jest formą nieuprawnionego subsydiowania prywatnych przedsiębiorstw. Nie zgadzamy się z wnioskami z raportu. Bez wątpienia podział w formule proponowanej przez CAS doprowadziłby do rozbicia monopolistycznej pozycji TP, ale naszym zdaniem nie do przyspieszenia rozwoju rynku telekomunikacyjnego, co dla UKE powinno być celem nadrzędnym. CAS opiera się na modelu podziału, który został przeprowadzony w latach '80 w USA. Po ponad 20 latach podzielone telekomunikacyjne próbują jednak się łączyć bo trudno jest im finansować inwestycje w nowe technologie. W polskich realiach, przy słabo rozwiniętej infrastrukturze telekomunikacyjnej – szczególnie stacjonarnej – „eliminowanie” TP będzie prowadziło do wstrzymania rozwoju sektora. Od strony prawnej podział proponowany przez CAS jest praktycznie niemożliwy do przeprowadzenia i naszym zdaniem ma charakter akademicki.

TP tnie koszty

Grupa TP przygotowała program oszczędnościowy na 2009 rok, który obejmuje: wstrzymanie rekrutacji zewnętrznej w Grupie TP, wstrzymanie decyzji wydatków inwestycyjnych na nowe projekty, przygotowanie renegotiacji kontraktów z dostawcami, redukcja wydatków reklamowych usług dla konsumentów i biznesu (B2C i B2B), wstrzymanie badania dotyczącego rebrandingu, centralizacja i redukcja wydatków szkoleniowych, optymalizacja wydatków na usługi konsultingowe, wstrzymanie zakupu sprzętu IT, licencji i oprogramowania, wstrzymanie wydatków sponsoringowych i charytatywnych oraz imprez wewnętrznych i zewnętrznych, wstrzymanie realizacji istniejących zobowiązań oraz wstrzymanie zawierania nowych zobowiązań w ramach uruchomionych projektów inwestycyjnych, zmniejszenie floty samochodowej o około 25% i przesiedka do tańszych modeli. Krok w dobrym kierunku, chociaż dużo ważniejszy jest kierunek, w którym podąża EURO/PLN (umocnienie PLN zmniejsza koszty). Spółka nie podała jakich oszczędności spodziewa się w związku z uruchomieniem programu.

Media

CR Media: rynek reklamy w 2009 roku w dół o 10,3%

W swoim najnowszym raporcie CR Media Consulting prognozuje, że rynek reklamy skurczy się w tym roku o 10,3% do 6,7 mld PLN. Zdaniem analityków CR Media w pierwszym kwartale rynek reklamowy skurczył się o 11% w porównaniu do ubiegłego roku. Najmocniej miała ucierpieć prasa (spadek wartości reklamy o 19,6%), przy czym wydatki na reklamie w prasie codziennej spadły niemal o 1/4. W mniejszym stopniu kryzys odczuły Telewizja (spadek o 8,2%) oraz Radio (spadek o 7,5%). Jedynym medium, które zanotowało wzrost był Internet (wzrost o 4,9%). Dane podane przez CR Media są dużo bardziej pesymistyczne, przynajmniej w odniesieniu do pierwszego kwartału, niż informacje podawane przez Starlink (Starlink nie podał dotąd aktualnej prognozy rocznej). Niewątpliwie drugi kwartał będzie zdecydowanie słabszy pod względem dynamiki rynku od pierwszego. Realizacja scenariusza przewidzianego raportem CR Media oznaczałaby powtórzenie wydarzeń z rynku reklamowego z 2002 roku.



Agora (Kupuj)

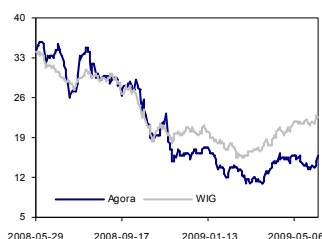
Cena bieżąca: 15,9 PLN

Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 152,0	1 277,7	10,9%	1 282,2	0,4%	1 333,0	4,0%	Liczba akcji (mln)	55,0
EBITDA	198,6	155,6	-21,7%	160,6	3,2%	195,9	22,0%	MC (cena bieżąca)	873,0
marża EBITDA	17,2%	12,2%		12,5%		14,7%		EV (cena bieżąca)	740,7
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	8,7	37,5		11,9		8,4		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	4,9	8,2		5,9		4,9		Zmiana ceny: 6m	-0,7%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-55,4%
EV/EBITDA	3,2	4,9		4,6		3,6		Max (52 tyg.)	35,7
Dyid (%)	9,4	14,2		10,0		8,9		Min (52 tyg.)	11,0



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Pomimo negatywnego zaskoczenia jakim jest dla nas deklaracja zarządu o rekomendacji wstrzymania wypłaty dywidendy oraz słabości rynku reklamowego, uważamy, że przełomową informacją jest połączenie Dziennika i Gazety Prawnej. Gazeta pozostaje jedynym opiniotwórczym dziennikiem ogólnopolskim o tak dużym zasięgu. Zniknięcie Dziennika otwiera drogę do kolejnych podwyżek cen.

Połączenie Dziennika i Gazety Prawnej

Jesienią z połączenia "Dziennika" (Axel Springer) i "Gazety Prawnej" (Infor) powstanie nowy tytuł. Zgodnie z podpisanym porozumieniem Axel Springer Polska obejmie 49% udziałów w spółce Infor Biznes, do której wnieśli "Dziennik Polska Europa Świat" - oraz serwis internetowy Dziennik.pl. Dotychczas oba wydawnictwa współpracowały m.in. w zakresie prenumeraty "Dziennika" i "Gazety Prawnej". Wydawnictwa nie chcą zdradzać tytułu nowego dziennika oraz nazwiska osoby, która miałaby nim docelowo kierować. Wydawanie nowego dziennika uzależnione jest od zgody UOKiK. Spekulacje na ten temat pojawiły się już przed dwoma tygodniami. Naszym zdaniem to bardzo dobra informacja dla Gazety Wyborczej i Agory. De facto z rynku znika Dziennik, który miał być konkurencją dla Gazety, co z jednej strony pozwoli Agorze na dalsze zmniejszenie wydatków na marketing i promocję (blisko 200 mln PLN rocznie), a z drugiej oznacza, że Gazeta pozostanie najtańszym dziennikiem o zasięgu ogólnopolskim. Cena kioskowa Gazety (2PLN) jest istotnie niższa niż pozostałych dzienników opiniotwórczych, z których zasięg ogólnopolski ma jedynie Rzeczpospolita (3,5 PLN). Obecnie Gazeta Prawna kosztuje 5,99 PLN i jest naszym zdaniem mało prawdopodobne, żeby wydawca zdecydował się na jej obniżenie po tym jak zostanie do niej dołączony Dziennik. Nowy dziennik będzie konkurował przede wszystkim z Rzeczpospolitą.

Bez dywidendy

Zarząd Agory rekomenduje WZA (23 czerwca 2009) przeznaczenie zysku netto za 2008 rok w całości na zasilanie kapitału zapasowego i niewypłacanie dywidendy dla akcjonariuszy za rok 2008. Zarząd nie rekomendując dywidendy, a tym samym odstępując od deklarowanej wcześniej polityki dywidendowej (deklaracja z 2005 roku, co roku dywidenda w wysokości 0,50 PLN na akcję) powołuje się na kryzys gospodarczy i szczególne warunki zewnętrzne (wcześniejsza deklaracja dawała taką możliwość). Decyzję zarządu oceniamy negatywnie. Deklarowana dywidenda na poziomie 0,5 PLN na akcję w okresie prosperity w gospodarce z punktu widzenia akcjonariuszy ma niewielkie znaczenie (przy kursie akcji Agory na poziomie 45 PLN, DY równy 1,1%). To właśnie w trudnych okresach akcjonariusze powinni być wsparci przez wypłatę ze spółki, tym bardziej że Agora posiada środki umożliwiające wypłatę takiej dywidendy. Nie przekonuje nas argumentacja o przejściach, którą słyszymy od wielu lat czy kryzysie – bo spółka nadal generuje satysfakcjonujący CF.

Najbliższe plany

Agora planuje wykorzystać obecną trudną sytuację rynkową do przeprowadzenia akwizycji. Spółka nie podała w tym zakresie żadnych szczegółów. Spółka będzie starała się utrzymać podobne tempo spadku kosztów operacyjnych w całym 2009 roku jak w pierwszym kwartale (-7,6%). Prezes nie wykluczył, że dojdzie do kolejnej podwyżki ceny Gazety, jeżeli konkurencja wykona podobny krok. Redukcja kosztów wymuszana jest nadal słabym rynkiem reklamowym, który w 2Q2009 ma jeszcze zwiększyć ujemną dynamikę r/r. Dla spółki wcale nie musi oznaczać to słabszego wyniku EBITDA niż w 1Q2009, ze względu na sezonowość mediów. Przy większych wolumenach reklamowych 2Q vs. 1Q i dużej części kosztów stałych oczekujemy lepszych wyników w kolejnym kwartale.

Większe zwolnienia w Agorze

Zarząd podjął decyzję o zwiększeniu redukcji zatrudnienia i wydłużeniu czasu trwania tego procesu. Pierwotnie, redukcja zatrudnienia miała dotyczyć do 300 osób i być przeprowadzone od 1 stycznia do 31 lipca 2009 r. Obecnie proces redukcji zatrudnienia realizowany będzie w okresie od 1 stycznia do 31 października 2009 r. i obejmie około 400 osób (co stanowi około 10,4% zatrudnionych). W związku ze zwiększeniem redukcji zatrudnienia, Spółka utworzy dodatkową rezerwę na koszty realizacji tych zwolnień, w wysokości około 2,3 mln PLN. Rozszerzenie programu to zapewne reakcja na większe niż oczekiwał zarząd spowolnienie na rynku reklamowym, szczególnie w 1H2009. Biorąc pod uwagę, że koniunktura powinna być już uwzględniona w wycenie spółki informacja pozytywna.

Wyniki za 1Q2009 – nominalnie nieco lepiej vs. prognoza, załamanie przychodów Gazety

Wyniki spółki za 1Q2009 są nominalnie nieznacznie lepsze niż zakładaliśmy w naszej prognozie, głównie dzięki niższym kosztom operacyjnym, przede wszystkim reklamy i promocji (-28,8% r/r). Tym samym zadziałał mechanizm obronny na kryzysowym rynku, na który liczyliśmy oceniając spółkę. Tym niemniej, negatywnie zaskakują skonsolidowane przychody, które wyniosły 274,4 mln PLN (-12,4% r/r) i były niższe niż zakładaliśmy (284,5 mln PLN). Tu duże zaskoczenie co do wielkości spadku przychodów reklamowych Gazety Wyborczej, które r/r obniżyły się aż o 30%. Niższe były również przychody ze sprzedaży egzemplarzowej, które pomimo podwyższenia ceny dziennika spadły r/r o 6,6%. Przychody segmentu prasowego ratuje wyższa sprzedaż wydawnictw (utrzymanie przychodów sprzed roku, spodziewaliśmy się spadku), Internet (+34% r/r) a na poziomie grupy segment radiowy +3,3%. Czasopisma odnotowały 10% spadek przychodów r/r a AMS -3,8%. Przy spadających kosztach, ale i słabszych przychodach – szczególnie w obszarach decydujących o atrakcyjności spółki – EBITDA wyniosła 25,7 mln PLN (-39,1% r/r, prognoza 17,5 mln PLN) a zysk netto 1 mln PLN (prognoza -2,8 mln PLN). CF z działalności operacyjnej wyniósł 40 mln PLN, co dowodzi, że spółka nadal jest w stanie generować wysoki poziom gotówki dla akcjonariuszy. Ze względu na bardzo słabą sprzedaż Gazety wyniki pozostawiają złe wrażenie. Kluczowe pozostaje, czy spółka dostrzega już jakieś ożywienie na rynku reklamowym w kwietniu/maju. Jeśli tak (początek roku przyniósł wstrzymanie budżetów, które w ciągu roku przynajmniej częściowo powinny być odblokowywane), to najgorszy kwartał (szczególnie biorąc pod uwagę, że sezonowo jest to słabszy okres) już za nami i osłabienie kursu pod wpływem wyników za 1Q2009 powinno wykorzystać się do kupna akcji.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

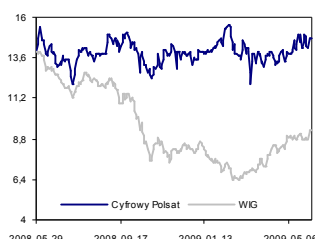
Cena bieżąca: 14,7 PLN

Cena docelowa: 14,55 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 351,4	18,9%	1 446,0	7,0%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	389,9	12,1%	491,9	26,2%	MC (cena bieżąca)	3 947,1
marża EBITDA	20,8%	30,6%		28,9%		34,0%		EV (cena bieżąca)	3 656,4
EBIT	145,1	324,3	123,4%	361,0	11,3%	462,2	28,0%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	296,2	9,8%	381,5	28,8%		
P/E	34,8	14,6		13,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/CE	29,4	13,5		12,1		9,6		Zmiana ceny: 6m	5,1%
P/BV	64,6	13,3		9,5		6,6		Zmiana ceny: 12m	-4,5%
EV/EBITDA	23,0	10,9		9,4		7,3		Max (52 tyg.)	15,5
Dyid (%)	0,0	1,0		4,5		5,0		Min (52 tyg.)	12,0



Wyniki pierwszego kwartału 2009 roku pokazują, że Cyfrowy Polsat stosunkowo dobrze poradził sobie z niekorzystnym środowiskiem kursowym odnotowując poprawę wyników operacyjnych, mimo że poza słabym złotym negatywnie na wyniki spółki w pierwszym kwartale wpływały straty poniesione przez projekt wirtualnego operatora komórkowego, który został uruchomiony w połowie zeszłego roku (11,3 mln PLN). Poprawa wyników wynika częściowo z faktu, że w pierwszym kwartale doszło do wzrostu udziału wynajmu dekoderek kosztem ich sprzedaży, co pozwoliło spółce nie rozpoznawać całej kwoty subsydiów, a jedynie amortyzowaną część. Ponadto podwyżka cen ze strony Cyfry Plus pokazuje, że konkurencja na rynku nie jest aż tak ostra i daje Cyfrowemu Polsatowi pole manewru w zakresie podniesienia cen swoich pakietów i przerzucenia części kosztów działalności na klientów, bądź też wykorzystania słabości konkurenta do pozyskania części jego abonentów. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla akcji Cyfrowego Polsatu.

Wyniki 1Q2009

Wyniki Cyfrowego Polsatu za pierwszy kwartał 2009 roku były lekko poniżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Przychody spółki wzrosły o 35,4% z 248,8 mln PLN do 336,9 mln PLN. Motorem wzrostu sprzedaży były przychody z abonamentu, które wzrosły z 216,6 mln PLN do 290,4 mln PLN, przy czym wzrost wpływów abonamentowych wynikał solidarnie ze wzrostu bazy abonentów (wzrost średniej liczby użytkowników o 28,1%) jak i poprawy średniego przychodu na abonenta (wzrost całkowitego ARPU o 3,1%). Tradycyjnie na wzrost ARPU wpływ miał przede wszystkim pakiet familijny, gdzie wzrost średniego przychodu wyniósł 7,8%. Nie wielki wzrost zanotowało jednak również ARPU Pakietu Mini (o 1,5%), na co wpływ miało wprowadzenie Pakietu MiniMax zaliczanego do tej grupy pakietów. W ostatnich miesiącach mocno wzrósł odsetek nowych klientów preferujących dzierżawę dekoderek zamiast jego zakupu. W związku z tym znacznemu zmniejszeniu uległy przychody ze sprzedaży dekoderek, które spadły o 42% do 12 mln PLN. Ze względu na fakt, że wynajem zestawów odbiorczych jest bezpłatny wzrost udziału klientów dzierżawiących nie wpłynął na zwiększenie przychodów z wynajmu dekoderek. Wręcz przeciwnie, nastąpił 78% spadek tej Grupy przychodów i przewidujemy, że w kolejnych kwartałach wartość tej pozycji będzie malała do zera. Dużą pozycję sprzedaży w tym kwartale stanowiły pozostałe przychody operacyjne. Na wartości tej pozycji zaważyła przede wszystkim ostatnia rata płatności od NagraVision w wysokości 8 mln PLN oraz umieszczenia w przychodach wartości wyprodukowanych dekoderek w kwocie około 13 mln PLN. Kolejną ważną pozycją w pozostałych przychodach operacyjnych były przychody z wynajmu powierzchni biurowej i wyposażenia dla call center, które jest obecnie zlecane na zewnątrz. Na poziomie kosztów operacyjnych spółce mocno we znaki dała się wysoka dynamika kosztów licencyjnych (wzrosły o 92,6% do 97,6 mln PLN), na co decydujący wpływ miało osłabienie polskiego złotego w stosunku do dolara amerykańskiego i euro, w których nominowane jest 99% tej pozycji kosztów. Mocno spadły natomiast koszty sprzedanych dekoderek (o 45% z 31,9 mln PLN, do 17,7 mln PLN), co jest efektem wprowadzenia do sprzedaży własnych zestawów odbiorczych, niższej liczby przyłączeń w omawianym okresie oraz wzrostu udziału leasingu dekoderek, który powoduje, że wynajęte zestawy nie są uwzględniane w rachunku wyników w tej pozycji tylko umieszczane na bilansie a następnie amortyzowane. Koszty dystrybucji i marketingu, które wzrosły o 29%, głównie za sprawą wzrostu kosztów mailingu i call center o 6,3 mln PLN oraz kosztów marketingu i reklamy o 2,1 mln PLN. Kolejną mocno rosnącą Grupą kosztów były wynagrodzenia, które wzrosły o 58,5%, przede wszystkim za sprawą wzrostu zatrudnienia w związku z uruchomieniem MVNO. Znacznie zmalały natomiast koszty sprzedanych odbiorników, co wynika z dwóch czynników – po pierwsze wyższa była sprzedaż własnych dekoderek, których koszty produkcji księgowane są w pozostałych kosztach operacyjnych (około 2 mln PLN) oraz ze wzrostu udziału dekoderek dzierżawianych w nowych przyłączeniach (54% nowo zawartych umów). Ostatecznie spółka wypracowała 85,4 mln PLN zysku operacyjnego, wobec 83,5 mln PLN zysku w roku ubiegłym.

Na poziomie finansowym wycena zrealizowanej części walutowych instrumentów pochodnych poprawiła wynik brutto o 11,7 mln PLN. Koszty finansowe z tytułu niezrealizowanej części zabezpieczenia wyniosły natomiast około 1,6 mln PLN, a z tytułu różnic kursowych około 6,8 mln PLN. W rezultacie zysk netto za pierwszy kwartał wyniósł 72,6 mln PLN, przy 64,0 mln PLN zysku w analogicznym okresie ubiegłego roku.

300 tys. PLN kary od UKE

Urząd Komunikacji Elektronicznej nałożył na Cyfrowy Polsat karę w wysokości 300 tys. PLN za niewypełnienie obowiązku udzielania informacji lub dostarczania dokumentów przewidzianych Prawem Telekomunikacyjnym podczas przeprowadzonej przez Urząd kontroli. Kwota jest niewielka w skali działalności spółki. Uważamy ponadto, że z dużym prawdopodobieństwem Cyfrowy Polsat złoży odwołanie od tej kary.

W 2009 roku oferta rozszerzona o Internet

Cyfrowy Polsat planuje rozszerzyć w tym roku swoją ofertę o Internet, prawdopodobnie w oparciu o sieć CDMA Sferii. Dodatkowo dostęp do sieci może być uzupełniony o technologię satelitarną. Podzielamy poglądu zarządu, że oferta internetowa wzmacnia zdecydowanie pozycję konkurencyjną spółki. Jak długo współpraca ze Sferią odbywa się na płaszczyźnie biznesowej i nie obejmuje drogich akwizycji uważamy to za dobre rozwiązanie. W przypadku Internetu w technologii satelitarnej wydaje nam się, że koszty zastosowania takiego rozwiązania są zbyt wysokie i nie pasowałyby ono do pozycji lidera cenowego jaką Cyfrowy Polsat posiada na rynku DTH.

Wyższa dywidenda?

Spółka poinformowała o przegłosowaniu wyższej dywidendy na wznowionym WZA. Zgodnie z artykułem dywidenda miałaby wynieść 0,75 PLN na akcję. Urzeczywistnienie się tak wysokiej dywidendy uznalibyśmy za znakomitą informację dla spółki, przesądzającą, że z pewnością nie dojdzie w najbliższym czasie do zaangażowania kapitałowego w Sferię. 0,75 PLN na akcję oznacza łącznie 200 mln PLN, a zatem około 75% zeszłorocznego zysku.

Cyfra Plus podnosi ceny pakietów

O średnio 4% mają wzrosnąć od lipca opłaty abonamentowe w Cyfrze Plus. Swoją decyzję operator platformy tłumaczy rosnącymi kosztami oraz inwestycjami w nowe usługi takie jak wideo na żądanie, możliwość odbioru naziemnej telewizji cyfrowej czy multiroom. Jednocześnie pozostali konkurenci, czyli Cyfrowy Polsat i platforma 'n' zapowiedziały, że nie planują podjęcia podobnych kroków. W operatorów płatnej telewizji uderza przede wszystkim słaby złoty, jednak na ten moment poziom kursów nie wydaje się na tyle silny by zagrażał rentownościom największych podmiotów. Podniesienie abonamentu przez Cyfrę Plus oznacza de facto wycofanie się przez nią z agresywnego ruchu jaki wykonała pod koniec zeszłego roku dając atrakcyjne promocje i obniżając opłaty abonamentowe. Platforma wycofała się więc z repozycjonowania i najprawdopodobniej nadal chce zajmować pozycję marki luksusowej, najdroższej na rynku. Naszym zdaniem uderzy to mocno w tempo rozwoju platformy, która od dłuższego czasu przeżywała na tym polu marazm i dopiero 4Q2008 pokazał dynamiczniejszy wzrost liczby klientów, naszym zdaniem właśnie dzięki obniżkom abonamentu. Zapowiedziane podwyżki zdają się zatem być dobrą wiadomością dla konkurentów.



TVN (Trzymaj)

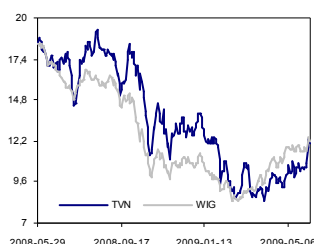
Cena bieżąca: 12,1 PLN

Cena docelowa: 11,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(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 (mln)	349,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	634,7	-10,8%	650,7	2,5%	MC (cena bieżąca)	4 227,5
marża EBITDA	35,5%	37,5%		32,5%		31,7%		EV (cena bieżąca)	5 697,8
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	17,4	11,6		12,5		12,8		Zmiana ceny: 1m	19,0%
P/CE	13,4	9,5		9,8		9,8		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	2,9	2,6		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	-34,6%
EV/EBITDA	8,8	7,4		9,0		9,2		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	3,1	2,9		4,3		4,0		Min (52 tyg.)	8,4



Mimo nie najlepszych wyników finansowych osiągniętych przez spółkę w pierwszym kwartale od początku maja akcje TVN podrożały o ponad 27% zdecydowanie bijąc tym samym wzrost całego rynku (8% wzrost), odrabiając straty do indeksu jakie powstały od początku roku i przekraczając wyznaczony przez nas poziom ceny docelowej. W związku z powyższym zamykamy naszą pozytywną rekomendację dla spółki i zalecamy trzymanie jej akcji.

Wyniki 1Q2009 – Dynamika przychodów zwolniła, kosztów nie

Wyniki pierwszego kwartału stanowiły dla nas negatywne zaskoczenie. Przychody wzrosły o 8,4% lub 34,5 mln PLN do 435,1 mln PLN. Około 21 mln PLN z tego wzrostu pochodziło z rozpoczęcia konsolidacji metodą pełną ITI Neovision. W ramach starej struktury Grupy wzrost został wygenerowany przez kanały tematyczne, Mango Media i w niewielkim stopniu przez Onet.pl. Spadły natomiast przychody kanału TVN. Przyczyną takiego stanu rzeczy były niższe przychody reklamowe, które w ramach Grupy spadły o 4,8% do 291,0 mln PLN. Wobec słabszej postawy rynku reklamowego podstawowym czynnikiem wzrostu stały się opłaty licencyjne pobierane od emisji kanałów tematycznych w platformach cyfrowych i kablówkach. Dynamiczny wzrost użytkowników płatnej telewizji oraz osłabienie złotego spowodowały, że przychody z tego tytułu wzrosły o 52,4% (z 30,4 mln PLN do 46,3 mln PLN) w pełni rekompensując spadek przychodów reklamowych. Blisko 30% dynamikę zanotowało też Mango Media osiągając przychody rzędu 16 mln PLN. Mimo przyzwoitej jak na kryzysowe warunki dynamiki sprzedaży w spółce nastąpiło pogorszenie wyników operacyjnych na co wpływ miało niedostosowanie bazy kosztowej do nowej sytuacji makroekonomicznej, przy czym do najdynamiczniej rosnących grup kosztowych należały wynagrodzenia i amortyzacja kosztów licencji. Wzrost kosztów licencji, mimo że są wyrażone przede wszystkim w dolarach amerykańskich nie można zrzucić na kark osłabienia złotego, gdyż księgowana jest obecnie amortyzacja kosztów licencyjnych zakupionych wcześniej po dużo niższym kursie walutowym. Wzrost ten jest zatem pochodną wyłącznie rozbudowy programowej w ramach Grupy (m.in. uruchomienia TVN Warszawa, a także wzbogacenie ramówek już istniejących kanałów). W przypadku wynagrodzeń kluczowe znaczenie miały wprowadzone w lipcu podwyżki, a także zwiększenie jesienią ubiegłego roku zatrudnienia przy nowych projektach, przy czym efekt przejścia ITI Neovision był tu widoczny tylko w niewielkim stopniu. Mocno wzrosła również amortyzacja (z 18,6 mln PLN do 27,1 mln PLN) na co duży wpływ miała konsolidacja ITI Neovision amortyzującej posiadane dekodery. Duży skok pozycji pozostałe koszty wynikał z kolei z zaksięgowania w tej pozycji blisko 15 mln PLN kosztów przejścia pakietu większościowego w 'n'. Pozostałe grupy kosztów mimo, że wykazywały tendencję wzrostową zmieniały się w znacznie mniejszym stopniu.

Nietypową pozycją sprawozdania był zysk z konsolidacji ITI Neovision, który wynikał z wyceny rynkowej 25% pakietu akcji posiadanego przed przejściem kontroli. Powyższa korekta konsolidacyjna wyniosła 110,7 mln PLN. W konsekwencji zysk operacyjny spółki wyniósł 174,4 mln PLN wobec 108,2 mln PLN przed rokiem. Bez uwzględnienia korekty konsolidacyjnej wynik operacyjny spadł do 63,7 mln PLN. W rozbiciu segmentowym spadek wyniku operacyjnego był widoczny w każdym segmencie, przy czym tylko nadawanie i telewizja zanotowały pozytywny rezultat. Pozostałe, czyli internet i platforma cyfrowa zanotowały straty (odpowiednio 2,9 mln PLN i 12,9 mln PLN). Szczególnie dotkliwa była strata tego drugiego segmentu biorąc pod uwagę, że spółka konsolidowała jego wyniki przez zaledwie 20 dni kwartału.

Kolejne rozczarowania przyniosło saldo finansowe działalności spółki. Łącznie wyniosło ono -217,7 mln PLN, a głównym źródłem tak wysokich kosztów były straty na zmianie kursów walutowych. Spółka poniosła 114,7 mln PLN straty na przeszacowaniu wartości wyemitowanych euroobligacji oraz 25,1 mln PLN straty przy zamykaniu collara zabezpieczającego ich wartość. Koszty odsetkowe związane ze zwiększonym długiem (wraz z konsolidacją ITI Neovision spółka konsoliduje też część pożyczek tego podmiotu przypadającą Grupie ITI) wzrosły do 43 mln PLN. Prócz tego TVN zaksięgował 39,4 mln PLN straty z tytułu

udziałów w stratach ITI Neovision za okres sprzed przejęcia kontroli. W rezultacie spółka zanotowała stratę brutto w wysokości 43,3 mln PLN. Po uwzględnieniu podatku i części straty w 'n' przypadającej Grupie ITI strata netto wyniosła 29,1 mln PLN.

Oglądalność telewizji w kwietniu

Pod względem oglądalności ogółem udział TVN w kwietniu 2009 roku spadł rok do roku do 14,63% z 17,05%. Stacja spadła z trzeciej na czwartą pozycję za TVP1, TVP2 i Polsatem - wynika z raportu TNS OBOP. Liderem pod względem oglądalności ogółem w kwietniu 2009 roku była TVP1, która zanotowała spadek udziału w rynku do 21,98% z 23,30%. Druga w rankingu TVP2 miała 15,45% udziału wobec 17,35% rok wcześniej. Na trzecie miejsce awansował Polsat, który zanotował spadek oglądalności do 15,07% z 15,37%. Wyniki TVN są według tych wskazań bardzo słabe. Należy jednak zauważyć, że są to dane TNS OBOP, a zatem nie uwzględniane przez reklamodawców w swoich decyzjach. Prawdopodobnie dane AGB Nielsen pokażą mniejszy spadek oglądalności stacji, choć biorąc pod uwagę skalę spadku wg danych OBOPu wskaźniki AGB również powinny pokazać spory spadek.

Rynek reklamy w pierwszym kwartale

Zdaniem domu mediowego Starlink wartość rynku reklamowego spadła w pierwszym kwartale tego roku o 5,3% do 1,56 mld PLN. Zmniejszenie wydatków reklamowych nie objęło jedynie dwóch segmentów: Internetu (Starlink prognozuje wzrost o 17%) i kino (0,2%). Pozostałe segmenty w mniejszym bądź większym stopniu skurczyły się w porównaniu do ubiegłego roku. Wartość segmentu telewizyjnego spadła o 5,9%, radio o 7,1%, magazynów o 10,4%, outdooru o 10,6%, magazynów o 10,4%. Najmocniej zdaniem Starlink ucierpiały prasa (spadek o 13,1%). Jednocześnie twórcy raportu zaznaczyli, że wcześniejszą prognozę domu mediowego mówiącą o dynamice w przedziale 0-3% należy wyraźnie zrewidować. Starlink jest drugim po MPG domem mediowym wskazującym na spadek wartości rynku reklamowego w pierwszym kwartale. Naszym zdaniem słabości pierwszego kwartału nie powinno być jeszcze widać po wynikach TVN z racji na fakt, że segment telewizyjny zachowywał się bardzo dobrze, a w jego ramach wierzymy, że dobrze spisywał się również TVN. Zagrożenie widzimy poczynając od drugiego kwartału, kiedy zapaść na rynku reklamowym może wyraźniej „rozlać się” na wszystkie segmenty. Uważamy, że w takiej sytuacji rozsądnym ruchem jest ograniczenie kosztów, w tym kosztów programowych, by słabsze wpływy reklamowe nie trafiły na okres wysokich kosztów działalności.

Dywidenda przegłosowana

WZA ostatecznie przegłosowało propozycję zarządu dotyczącą wypłaty dywidendy w wysokości 0,57 PLN na akcję. Tym samym spółka wypłaci dywidendę w wysokości od 194,0 do 200,0 mln PLN w zależności od stopnia wykonania programu motywacyjnego do dnia ustalenia prawa do dywidendy. Wypłata dywidendy była w naszym odczuciu dyskontowana przez rynek, więc informacja nie powinna stanowić zaskoczenia dla inwestorów.

Sąd o nadajnikach dla TV Puls

Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie oddalił skargę TVN, TVN4 i Telewizji Odra na decyzję KRRiTV dotyczącą przyznania nadajników naziemnych w Nowym Sączu, Katowicach, Wrocławiu, Bytkowie i Szczecinie Telewizji Puls. TVN zapowiedział złożenie skargi kasacyjnej. Sprawa dotyczy ubiegłego roku kiedy kontrolowany jeszcze wtedy przez News Corporation TV Puls otrzymał 5 nowych nadajników naziemnych. Tymczasem zdaniem nadawców składających skargę, Puls nie był na tamten moment uprawniony do uczestnictwa w przetargu, gdyż był on ograniczony do nadawców uniwersalnych, a TV Puls otrzymał koncesję uniwersalną kilka miesięcy wcześniej przy dużych uchybieniach przy standardowych procedurach. Naszym zdaniem wyrok sądu miał ewentualne znaczenie w okresie, gdy siłą, z którą wydawałoby się trzeba się liczyć jest News Corporation. Tymczasem amerykański koncern wycofał się z polskiego rynku telewizyjnego pozostawiając TV Puls bez finansowania.

Nabycie praw do transmisji Ligi Mistrzów przez ITI Neovision

Spółka poinformowała o nabyciu praw do transmisji trzech sezonów piłkarskiej Ligi Mistrzów (2009/2010, 2010/2011 i 2011/2012) przez ITI Neovision, operatora platformy 'n'. Wartości kontraktu nie podano. Prasa wcześniej spekulowała o 45 mln euro jednak nie ma możliwości potwierdzenia tej informacji. Platforma 'n' utrzymała prawa do pokazywania tych rozgrywek sportowych, które są pokazywane na kanale nSport od dwóch lat.

Dwie oferty na telewizję Puls

Spośród siedmiu zainteresowanych Telewizją Puls dwóch złożyło wiążące oferty. Zdaniem prezesa zakończenie rozmów może nastąpić do końca czerwca. Podtrzymujemy naszą opinię, że po wyjściu News Corporation z inwestycji znaczenie Telewizji Puls jako konkurenta jest niewielkie. Ponadto przykład koncernu Ruperta Murdocha pokazuje, że nawet zaangażowanie się w przyszłości w Telewizję Puls międzynarodowego koncernu (wśród potencjalnych zainteresowanych prasa wymienia Axel Springer i Bertelsmanna) nie gwarantuje sukcesu.



WSiP (Kupuj)

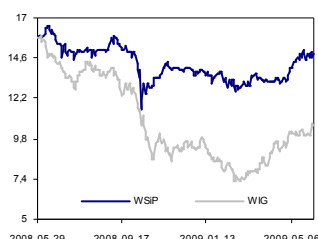
Cena bieżąca: 14,9 PLN

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)	368,4
marża EBITDA	15,4%	27,5%		24,4%		24,4%		EV (cena bieżąca)	326,0
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	8,0	8,9		10,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	7,3	8,2		9,2		9,2		Zmiana ceny: 6m	7,1%
P/BV	3,2	3,1		3,3		3,3		Zmiana ceny: 12m	-6,7%
EV/EBITDA	9,4	5,9		7,0		7,0		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



W maju kurs Wydawnictw wzrósł o 9,3% zachowując się zdecydowanie lepiej niż szeroki rynek, który wzrósł zaledwie o 1,0%. Przyczyn relatywnie dobrych notowań WSiP należy upatrywać w decyzji dotyczącej przeznaczenia ponad 40 mln PLN na skup akcji własnych, co przy bieżącej wycenie rynkowej daje współczynnik dywidendy na poziomie 11,2%. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Wydawnictw i zalecamy ich przeważanie w portfelu inwestycyjnym w perspektywie najbliższego miesiąca.

Kwartał zgodny z oczekiwaniami

Wyniki Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych za pierwszy kwartał 2009 roku były zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Największym zaskoczeniem był dla nas dynamiczny wzrost przychodów ze sprzedaży (o 66% z 8,7 mln PLN do 14,4 mln PLN), który wynikał nie tylko z poszerzenia Grupy o wydawnictwo Zielona Sowa (wartość przychodów zrealizowanych przez segment prasy dziecięcej, za który odpowiada Zielona Sowa i Book House wyniosła 3,9 mln PLN), ale również z wzrostu sprzedaży w ramach jednostki dominującej. Wzrost przychodów we WSiP SA był spowodowany z jednej strony wcześniejszym składaniem zamówień przez hurtowników na publikacje, które nie podlegają zmianom podstaw programowych, z drugiej sprzedażą publikacji „Zabytki architektury” dla „Rzeczypospolitej”. Wzrost sprzedaży publikacji spoza jednostki dominującej przyczynił się do spadku marży brutto na sprzedaży, ze względu na fakt, że WSiP SA charakteryzuje się najwyższą rentownością w Grupie. Dodatkowo, zgodnie z naszymi oczekiwaniami koszty ogólnego zarządu i sprzedaży wzrosły na skutek wyższych kosztów promocji związanych z wprowadzeniem nowych ram programowych. W rezultacie zysk operacyjny w okresie wyniósł -12,2 mln PLN wobec -11,0 mln PLN osiągniętych przed rokiem i -11,5 mln PLN naszej prognozy. Saldo na działalności finansowej było o 0,8 mln PLN niższe od naszych oczekiwań, najprawdopodobniej przez niższy średni stan gotówki w okresie. Ostatecznie zysk netto Grupy wyniósł -12,4 mln PLN, przy -11,0 mln PLN zeszłorocznego wyniku i -11,1 mln PLN naszych oczekiwań.

Skup akcji za 40,4 mln PLN

WZA spółki zdecydowało o przeznaczeniu 40,4 mln PLN na skup akcji własnych. Projekt uchwały mówił o przeznaczeniu na skup do 44 mln PLN, a zatem poza zyskiem części kapitału zapasowego. Przegłosowana kwota daje przy kapitalizacji na poziomie 362 mln PLN stopę dywidendy na poziomie 11,1%.

Sektor IT

ABS

Zarząd o wynikach i planach na 2009 rok

Asseco Business Solutions mimo słabszych wyników pierwszego kwartału oczekuje osiągnięcia poprawy wyników w skali całego roku w stosunku do roku 2008. Przemawiać za tym ma znaczny backlog posiadany przez spółkę w kwocie około 100 mln PLN. Składają się na niego: segment rozwiązań mobilnych (35,4 mln PLN), outsourcing (16,7 mln PLN), ERP dla dużych i średnich firm (44,5 mln PLN), ERP dla małych firm (4,2 mln PLN). Na słabsze wyniki pierwszego kwartału zdaniem zarządu wpływ miały koszty restrukturyzacji i koszty związane z wdrożeniem systemu informatycznego. Stoimy na stanowisku, że integracja będzie częścią sektora informatycznego, który najtrudniej będzie znosił spowolnienie gospodarcze, dlatego powtórzenie zeszłorocznych wyników byłoby dla ABS dużym osiągnięciem. Obecny backlog na poziomie 60% zeszłorocznej sprzedaży daje jednak minimalną nadzieję, że powyższy cel uda się osiągnąć.

Comarch

Umowa z Lotosem

Spółka podpisała z Grupą Lotos trzyletnią umowę na dostawę licencji Microsoft w ramach umów Microsoft Enterprise i Select. Wartość kontraktu to 1,53 mln euro. Wartość umowy to około 1% zeszłorocznych przychodów spółki.

Macrologic

WZA zatwierdza dywidendę

Walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki zdecydowało o przeznaczeniu na wypłatę dywidendy kwoty 3,78 mln PLN z 5,06 mln PLN zysku netto wypracowanego w zeszłym roku. Tym samym stopa wypłaty dywidendy sięgnie 75%. Przy bieżącej kapitalizacji spółki na poziomie około 58 mln PLN stopa dywidendy wyniesie 6,5%.

Qumak Sekom

Zlecenie od Erbudu

Spółka podpisała kontrakt na wykonanie kompletnych robót wewnętrznych i zewnętrznych branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach budowy centrum handlowo-usługowo-rozrywkowego AGORA BYTOM. Wynagrodzenie za wykonanie tych prac ma wynieść 13,02 mln PLN netto, a zakończenie robót ma nastąpić do połowy października 2010 roku. Tym samym do wypchanego mimo pogorszenia koniunktury backlogu spółki wpada kolejny kontrakt. Jego wartość to około 5% zeszłorocznych przychodów z czego jednak tylko część (szacujemy około połowę) przypadnie na rok bieżący. Łączna wartość tegorocznego portfela kontraktów wynosi według naszych szacunków około 200 mln PLN, a zatem 80% zeszłorocznej sprzedaży.

Zarząd o tegorocznych wynikach i portfelu kontraktów

Zdaniem zarządu spółki Qumak w 2009 roku osiągnie 20% wzrost przychodów, przy rentowności zbliżonej, choć najprawdopodobniej nieco niższej od ubiegłorocznej. Według Pawła Jagusia, prezesa spółki, tegoroczna rentowność ukształtuje się w przedziale 4-5%. Łączny portfel kontraktów wynosi na koniec kwietnia 289,5 mln PLN, z czego na 2009 rok przypada 194,5 mln PLN. W centrum zainteresowania zarządu są obecnie przetargi na instalacje teletechniczne na stadionach piłkarskich. Wartość złożonych ofert waha się od 15 mln PLN w przypadku stadionu Lecha do 40 mln PLN w przypadku Stadionu Narodowego.

Dywidenda w wysokości 0,35 PLN na akcję

WZA spółki przegłosowało dywidendę za zeszły rok w wysokości 3,63 mln PLN zysku, co daje 0,35 PLN na akcję. Dniem ustalenia prawa do dywidendy ma być 18 czerwca 2009 roku, a terminem wypłaty 8 lipca 2009 roku. Stopa dywidendy przy obecnej wycenie rynkowej spółki to 3,2%. Wartość dywidendy jest zgodna z wcześniejszą propozycją zarządu, jednak jednocześnie prezes Paweł Jaguś zaznaczył, że po zakończeniu 2009 roku zarząd ponownie rozważy wypłacenie części zysku z 2008 roku (przegłosowana dywidenda to około 25% zeszłorocznego zysku).

Najlepsza oferta w przetargu dla UKE

UKE poinformowało o złożeniu najniższej oferty w przetargu na budowę Platformy Lokalizacyjno-Informacyjnej z Centralną Bazą Danych przez konsorcjum Qumaka i TB4. Wartość oferty wynosi 15,2 mln PLN. W przetargu startowały jeszcze m.in. Asseco Poland i Comarch. UKE zakładało finansowanie projektu na poziomie 13,1 mln PLN, z czego 85% miało pochodzić z funduszy europejskich. Fakt, że najniższa oferta wynosi 15,2 mln PLN oznacza, że



potrzebne będzie dodatkowe, krajowe finansowanie. Jednocześnie z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że wymusi to na UKE dyscyplinę kosztową, a zatem też ostateczny wybór najtańszej oferty Qumaka. Tym samym całkowity backlog spółki sięgnąłby ponad 300 mln PLN (wszystkie lata).



AB (Kupuj)

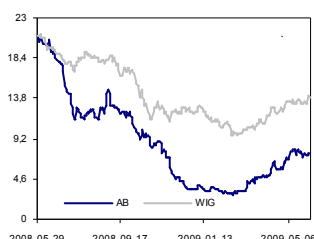
Cena bieżąca: 7,5 PLN

Cena docelowa: 10,31 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 700,6	-10,3%	2 749,4	1,8%	2 999,8	9,1%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	79,6	101,5%	40,7	-48,9%	44,3	9,0%	MC (cena bieżąca)	119,5
marża EBITDA	1,3%	2,9%		1,5%		1,5%		EV (cena bieżąca)	267,8
EBIT	35,2	74,2	110,9%	35,2	-52,6%	38,8	10,1%	Free float	51,3%
Zysk netto	16,1	21,9	36,0%	14,3	-34,6%	19,3	35,0%		
P/E	7,4	5,5		8,3		6,2		Zmiana ceny: 1m	10,1%
P/CE	5,9	4,4		6,0		4,8		Zmiana ceny: 6m	56,4%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-63,8%
EV/EBITDA	8,1	3,4		6,6		6,1		Max (52 tyg.)	20,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



W minionym miesiącu spółka zaprezentowała znakomite wyniki finansowe, w których osiągnięciu nie przeszkodziła nawet rezerwa w kwocie 7,5 mln PLN. Wynik netto po trzech kwartałach przy bieżącej kapitalizacji spółki implikuje wskaźniki ceny do zysku na poziomie P/E=5,5 oraz EV/EBITDA na poziomie 3,4. Naszym zdaniem czwarty kwartał powinien być neutralny dla całorocznego wyniku, co implikuje niezwykle niską wycenę akcji spółki. Dodatkowo, wciąż utrzymuje się spore dyskonto do wartości księgowej kapitałów własnych spółki, co również wskazuje na bieżące niedowartościowanie walorów AB. Zalecamy kupowanie akcji spółki, a w perspektywie najbliższego miesiąca rekomendujemy przeważanie akcji AB w portfelu inwestycyjnym względem szerokiego indeksu.

Wyniki za 3Q 08/09

Wyniki zaprezentowane przez AB za trzeci kwartał roku obrotowego oceniamy jako dobre. Przychody spółki wzrosły do 650 mln PLN do 740,5 mln PLN o 13,9%, co oznaczało przekroczenie naszej prognozy o 7,2%. Należy zauważyć, że główna zasługa leży tu po stronie czeskiego ATC, gdyż w ramach jednostki dominującej uwiódł się spadek przychodów o ponad 12,3%. Czeska spółka zależna dzięki umacniającej się w stosunku do złotego koronie oraz problemom tamtejszej konkurencji zanotowała rewelacyjne wyniki finansowe od dynamicznego wzrostu przychodów do sięgającego 5 mln PLN zysku netto kończąc. Konsekwentnie umacniające się w ciągu omawianego okresu, zarówno w stosunku do złotego jak i czeskiej korony, dolar i euro powodowały po raz kolejny znaczne rozszerzenie osiąganej marży brutto na sprzedaży. Marża w ramach Grupy i jednostki dominującej wzrosła odpowiednio z 5,5% i 4,9% do 7,4% i 7,1%. Tym samym marża brutto na sprzedaży przekroczyła nasze oczekiwania o 0,3p.p., co wraz z wyższym poziomem sprzedaży spowodowało odchylenie na zysku brutto na poziomie 5,6 mln PLN. Dość istotnie urosły koszty sprzedaży i ogólnego zarządu bo do 26,6 mln PLN z 20,5 mln PLN przed rokiem, 21,8 mln PLN naszej prognozy. Za wzrost tej grupy kosztów odpowiedzialne jest czeskie ATC, gdyż ich wartość w jednostce dominującej pozostała na niezmienionym poziomie w porównaniu do ubiegłego roku. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło blisko -14 mln PLN wobec -2 mln PLN naszych oczekiwań. Około 7,5 mln PLN z tej kwoty stanowiła rezerwa jaka została związana w związku z procesem jaki spółka wytoczyła bankowi w sprawie zajęcia depozytu zabezpieczającego wartość zamkniętego swapa na stopę procentową. Spowodowało to powstanie na poziomie zysku operacyjnego odchylenia od naszej prognozy na poziomie blisko 29% (14,1 mln PLN rzeczywistego wyniku vs 19,7 mln PLN naszej prognozy). Ujemne saldo na działalności finansowej wyniosło zaledwie -4,9 mln PLN (w porównaniu do -12,0 mln PLN naszej prognozy). W efekcie zysk brutto spółki wyniósł w omawianym okresie 9,1 mln PLN vs 7,7 mln PLN naszej prognozy. Wyższy od zakładanego przez nas podatek dochodowy zmniejszył osiągnięty przez spółkę zysk do 6,3 mln PLN, czyli 0,2% powyżej naszej prognozy. Podsumowując, wyniki oceniamy jako bardzo dobre, mimo zaksięgowanej rezerwy. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla akcji spółki.



Action (Kupuj)

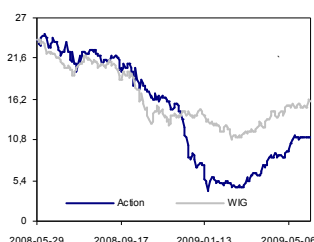
Cena bieżąca: 11 PLN

Cena docelowa: 12,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn PLN)	2006/07	2007/08	zmiana	2008/09P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 797,5	2 343,4	30,4%	3 320,6	41,7%	2 489,8	-25,0%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	59,3	-10,5%	50,5	-14,9%	MC (cena bieżąca)	189,4
marża EBITDA	2,1%	2,8%		1,8%		2,0%		EV (cena bieżąca)	300,2
EBIT	30,4	58,3	91,9%	46,3	-20,6%	41,5	-10,4%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	25,6	-24,4%	24,3	-4,8%		
P/E	8,2	5,6		7,4		7,8		Zmiana ceny: 1m	18,2%
P/CE	6,1	4,5		4,9		5,7		Zmiana ceny: 6m	-28,6%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-53,0%
EV/EBITDA	6,6	5,1		5,1		6,4		Max (52 tyg.)	24,9
Dyid (%)	0,0	2,3		12,5		2,7		Min (52 tyg.)	4,1



Czerwiec będzie miesiącem publikacji wyników finansowych za trzeci kwartał roku obrotowego. Naszym zdaniem będą one stanowiły solidne wsparcie dla kursu akcji spółki w tym okresie. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Actionu i zalecamy ich przeważanie w portfelu inwestycyjnym w perspektywie najbliższego miesiąca.

Inwestycja w Gram.pl

Action ma objąć 75% w podwyższonym kapitale witryny internetowej Gram.pl. Kwota dofinansowania ma wynieść około 3 mln PLN. Gram.pl prowadzi sprzedaż gier komputerowych. W 2008 roku witryna zrealizowała 80 tys. zamówień. W pierwszym kwartale 2009 zarejestrowano 19,4 mln odsłon i 2,1 mln niepowtarzalnych użytkowników. Naszym zdaniem to nie jest jeszcze odpowiedni czas na tego typu inwestycje i zdecydowanie lepiej byłoby przyjąć wstrzymanie się z tego typu inwestycjami jeszcze pół roku. Podwyższenie kapitału implikuje wycenę portalu na poziomie 4 mln PLN.



ASBIS (Kupuj)

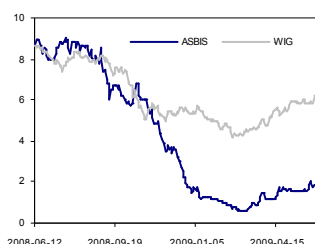
Cena bieżąca: 1,8 PLN

Cena docelowa: 2,16 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-30

(mIn USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 252,0	-16,3%	1 339,9	7,0%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	10,2	-43,7%	15,8	54,4%	MC (cena bieżąca)	101,6
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,8%		1,2%		EV (cena bieżąca)	118,9
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	7,3	-52,2%	12,8	75,2%	Free float	34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-1,1		4,9			
P/E	1,7	7,9				6,5		Zmiana ceny: 1m	14,4%
P/CE	1,5	4,6		17,9		4,1		Zmiana ceny: 6m	-49,3%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	3,6	6,6		11,6		8,0		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	8,8	30,4		0,0		6,4		Min (52 tyg.)	0,6



Notowania Asbisu wciąż utrzymują kapitalizację spółki na sporym dyskoncie w stosunku do kapitałów własnych spółki. Korzystne dla spółki zmiany zachodzą również na rynkach walutowych, gdzie cały maj upłynął pod znakiem znacznego umocnienia euro w stosunku do amerykańskiego dolara, co może mieć pozytywne przełożenie na wyniki spółki w drugim kwartale. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Asbisu.

Wyniki 1Q 2009

Pierwszy kwartał 2009 roku przyniósł w Asbisie bardzo słabe wyniki finansowe, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Skala strat przekroczyła jednak przewidywania nasze jak i konsensusu. Pierwszym elementem słabych wyników był mocny spadek sprzedaży (z 360 mln USD do 238 mln USD. Bez niespodzianek, źródłem spadku były rynek rosyjski i ukraiński. Skala spadku przekroczyła jednak nieznacznie nasze oczekiwania (-59,4% vs 55,3% naszej prognozy). Powodami spadku były silny dolar, spowolnienie gospodarcze w Rosji i na Ukrainie oraz decyzja o przejściu na rozliczenia dolarowe na rynku rosyjskim, która skłoniła do rezygnacji wielu klientów.

Marża brutto spadła z 6,0% do 3,0%, głównie na skutek różnic kursowych, jakie spółka zaksięgowała na tym poziomie w związku z dewaluacjami i deprecjacjami walut regionu Europy Środkowej i Wschodniej. Kwota zaksięgowanych różnic to 5,7 mln USD, a zatem ich wpływ na marżę brutto wyniósł 2,4 p.p. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły z 12,8 mln USD do 11,7 mln USD. Wpływ na ten spadek miał z jednej strony wdrożony przez spółkę pod koniec zeszłego roku program oszczędnościowy, który zdaniem zarządu spółki miał przynieść w pierwszym kwartale 1,4 mln USD oszczędności, z drugiej umocnienie dolara, które spowodowało, że nominowane w walutach regionu koszty (płace, część czynszów, itd.) stanowiły mniejsze kwoty w przeliczeniu na walutę raportowania. Wynik operacyjny spadł w związku z tym z 8,9 mln USD do - 4,5 mln USD. Koszty finansowe netto zamknęły się kwotą 1,7 mln USD wobec 1,4 mln USD przed rokiem na co wpływ miało wyższe zadłużenie oraz wyższe marże od linii kredytowych w niektórych krajach. W rezultacie wynik netto ukształtował się na poziomie -6,2 mln USD wobec 5,7 mln USD zysku przed rokiem.



Asseco Poland (Kupuj)

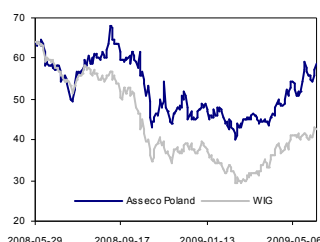
Cena bieżąca: 58,5 PLN

Cena docelowa: 67,4 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 282,4	2 786,6	117,3%	3 023,5	8,5%	3 213,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	597,2	0,9%	653,8	9,5%	MC (cena bieżąca)	4 537,6
marża EBITDA	21,4%	21,2%		19,8%		20,3%		EV (cena bieżąca)	4 880,1
EBIT	236,7	494,3	108,9%	492,1	-0,4%	547,0	11,2%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	309,6	-3,7%	347,2	12,1%		
P/E	28,2	14,1		14,7		13,1		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	22,8	10,8		10,9		10,0		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	2,1	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-8,6%
EV/EBITDA	17,3	7,9		8,2		7,2		Max (52 tyg.)	68,0
Dyid (%)	0,6	1,7		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	40,0



Ugruntowana pozycja wśród rzeszy klientów szczególnie w sektorze finansowym, długoterminowe kontrakty wdrożeniowe i konserwacyjne oraz imponujący portfel kontraktów na bieżący rok czynią naszym zdaniem Asseco Poland bezpieczną przystanią w okresie kryzysu ogarniającego zarówno gospodarkę jak i branżę informatyczną. Wierzmy, że dzięki powyższym czynnikom Asseco nie tylko będzie w stanie utrzymać zeszłoroczną bazę przychodową, ale również znacząco ją poszerzyć powtarzając zeszłoroczne wyniki finansowe. Ponadto spora baza kontraktów przewidzianych na lata 2010-2011 powoduje, że dla Asseco stosunkowo niegroźne wydaje się niebezpieczeństwo bezruchu na rynku informatycznym jaki może się pojawić przy wychodzeniu gospodarki ze spowolnienia, nim kontrahenci podejmą decyzję o powrocie do zawieszonych planów inwestycyjnych. Zalecamy kupowanie akcji Asseco Poland oraz przeważanie ich w portfelu inwestycyjnym w perspektywie najbliższego miesiąca.

Wyniki 1Q2009

W pierwszym kwartale 2009 roku Asseco Poland pozytywnie zaskoczyło swoimi wynikami finansowymi. Spółka osiągnęła przychody w wysokości 710,0 mln PLN, przy 414,6 mln PLN sprzedaży w pierwszym kwartale zeszłego roku. Bardzo wysoka dynamika wzrostu wynikała przede wszystkim z konsolidacji nowych podmiotów w Grupie, które nie wchodziły do bazy porównawczej ubiegłego roku oraz z korzystnego środowiska walutowego, które poprawiało przeliczone na polskie złote wyniki spółek zależnych. Najwyraźniej wzrosły przychody z sektora publicznego (z 53,4 mln PLN do 176,0 mln PLN), co jest przede wszystkim efektem konsolidacji dawniej Grupy Prokom Software, i jej kontraktów w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Dobrze radził sobie również segment przedsiębiorstw, który przyniósł 223,1 mln PLN, przy 143,6 mln PLN przed rokiem. Przychody z sektora finansowego wzrosły o 42,8% (z 217,7 mln PLN do 310,9 mln PLN), co nie zahamowało jednak spadku jego udziału w sprzedaży z 52,5% do 43,8%.

Asseco kontynuowało jednocześnie pozytywny trend wzrostu udziału w sprzedaży oprogramowania i usług własnych, które w omawianym okresie przyniosły 407,6 mln PLN przychodów, w porównaniu do 183,5 mln PLN wpływów z tego tytułu w pierwszym kwartale 2008 roku. Udział produktów własnych w sprzedaży wzrósł tym samym z 44,2% do 57,4%, co nie zapobiegło jednak spadkowi marży brutto na sprzedaży z 38,7% do 33,5%, co jednak należy tłumaczyć dużym udziałem prac integracyjnych w najważniejszych projektach w tym roku, które charakteryzują się niższą marżą i przez to obniżyły rentowność pierwszego kwartału 2009 roku. Ubytek w marży brutto na sprzedaży udało się częściowo zrekomensować spadkiem udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach, który zmniejszył się z 19,8% do 17,7%. W konsekwencji zysk operacyjny wyniósł w pierwszym kwartale 114,6 mln PLN, co implikuje marżę EBIT wynoszącą 16,1%, podczas gdy w ubiegłym roku było to odpowiednio 78,7 mln PLN i 19,0% marży. Na poziomie finansowym spółka zaprezentowała efektywne zabezpieczenie ryzyka walutowego, które zneutralizowało wpływ zmian kursów walutowych na zyski z polskich kontraktów. Ujemne saldo na działalności finansowej wyniosło 9,5 mln PLN. Wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł ostatecznie 76,9 mln PLN, przy 45,0 mln PLN w zeszłym roku.

Portfel kontraktów ma już 2,1 mln PLN

Prezes Adam Góral na konferencji podał szczegóły obecnego portfela zamówień. Bieżący backlog Grupy wynosi blisko 2,1 mld PLN (około 75% zeszłorocznych przychodów), z czego oprogramowanie i usługi własne stanowią ponad 1,6 mld PLN (105% zeszłorocznej wartości przychodów). Portfel kontraktów samego Asseco Poland wynosi obecnie 809 mln PLN, w tym 567 mln PLN to oprogramowanie i usługi własne.

Kontrakt dla Asseco South Eastern Europe

Asseco South Eastern Europe (ASEE) wdroży system intranet banking w Volksbank Serbia. Kontrakt obejmuje testową instalację systemu do końca czerwca, a następnie całkowitą migrację do nowego systemu we wrześniu 2009 r.

Decyzja WZA w sprawie dywidendy

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy z 26 maja przyjęło propozycję zarządu w zakresie wypłaty dywidendy na poziomie 1,03 PLN. Decyzja jest zgodna z oczekiwaniami rynku i nie powinna wpływać na notowania spółki.

Inwestor finansowy dla ASEE już w czerwcu?

Zdaniem Adama Górala już w czerwcu mogą zapaść decyzje w kwestii podmiotu finansowego, który miałby wesprzeć projekt Asseco South Eastern Europe. Według Górala taki scenariusz mógłby implikować debiut ASEE na parkiecie już w lipcu.

W czerwcu zakup skandynawskiej spółki?

Prezes Góral wypowiedział się również na temat kolejnego kierunku przejęć. W czerwcu miałyby zostać zrealizowane pierwsze przejęcie na rynku skandynawskim. Cel przejęcia to firma działająca na rynku konsultingu i oprogramowania dla instytucji finansowych.



Komputronik (Trzymaj)

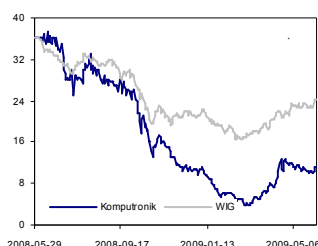
Cena bieżąca: 11,1 PLN

Cena docelowa: 10,48 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	519,3	757,9	45,9%	848,0	11,9%	980,8	15,7%	Liczba akcji (mln)	8,2
EBITDA	12,1	10,8	-10,5%	9,8	-9,5%	15,2	56,1%	MC (cena bieżąca)	91,0
marża EBITDA	2,3%	1,4%		1,2%		1,6%		EV (cena bieżąca)	149,9
EBIT	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%		
P/E	8,0	16,1		22,3		9,6		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	6,9	8,4		9,3		6,0		Zmiana ceny: 6m	-0,9%
P/BV	1,0	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-69,4%
EV/EBITDA	4,2	10,1		15,3		10,1		Max (52 tyg.)	37,3
Dyid (%)	0,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Pierwszy kwartał zgodnie z naszymi przewidywaniami nie zachwycił pod względem wyników, głównie za sprawą Karen, który wciąż znajduje się w trakcie restrukturyzacji i przyniósł blisko 3 mln PLN straty operacyjnej. Oczekujemy, że również drugiego kwartału Grupa nie zaliczy do udanych. Do problemów Karen, który naszym zdaniem zakończy ten okres stratą porównywalną do tej z pierwszych trzech miesięcy roku, dołoży się sezonowo najniższa sprzedaż i wciąż słaby polski złoty podnoszący koszty czynszów. Pewnej poprawy wyników spółki zależnej należy się spodziewać dopiero w drugim półroczu, choć w związku ze spowolnieniem gospodarczym, które coraz mocniej uderza w segment detaliczny nie oczekujemy, by w ramach całej grupy kapitałowej możliwa była poprawa rezultatów w porównaniu do drugiego półrocza 2008 roku. Zalecamy trzymanie akcji Komputronika, a w perspektywie najbliższego miesiąca niedowrażanie ich w portfelu inwestycyjnym względem indeksu rynkowego.

Wyniki 1Q2009 - Karen ciągle problemem

Wyniki pierwszego kwartału w Grupie Komputronik były bardzo zbliżone do naszych wcześniejszych oczekiwań. Przychody tego okresu wyniosły 186,0 mln PLN przy 149,9 mln PLN zeszłorocznego wyniku i 198,9 mln PLN naszej prognozy. Należy zauważyć, że poprawa sprzedaży o 24,1% jest niemal w całości efektem konsolidacji Karen, który w pierwszym kwartale zeszłego roku nie znajdował się jeszcze w strukturach Grupy i który realizował w pierwszym kwartale zamówienia niemal wyłącznie poprzez Komputronik. W rezultacie osiągnięte przez spółkę skonsolidowane przychody tylko w nieznacznym stopniu różniły się od tych osiągniętych przez jednostkę dominującą.

Marża brutto na sprzedaży spadła w ramach Grupy z 13,1% do 12,3%, co jest zarówno „zasługą” Karen, którego marża wyniosła zaledwie 8,2%, jak i jednostki dominującej: marża samego Komputronika obniżyła się do 12,1% z 12,9%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku z 16,2 mln PLN do 21,8 mln PLN. Na dynamiczny wzrost kosztów wpływ miało włączenie Karen w struktury Grupy (koszty SCOG tego podmiotu wyniosły w pierwszym kwartale 4,0 mln PLN). Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się sumą +0,2 mln PLN w porównaniu do -0,7 mln PLN przed rokiem. W konsekwencji powyższych wydarzeń zysk operacyjny spółki wyniósł 1,2 mln PLN wobec 2,6 mln PLN przed rokiem i 1,5 mln PLN naszej prognozy. Saldo działalności finansowej wyniosło za omawiany kwartał -0,1 mln PLN, przy czym udział w stracie z posiadanego przez KEN TI swapa walutowego wyniósł zaledwie 0,4 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 1,1 mln PLN. Rozbieżność wynika z faktu, że Komputronik mimo utraty kontroli nad spółką w dniu 30 marca konsolidował jej wyniki w 20% zamiast pierwotnych 80% przez cały kwartał, co poskutkowało mniejszym udziałem w stracie generowanej przez KEN i posiadany przez niego swap walutowy. Wynik brutto wyniósł 1,1 mln PLN. Po uwzględnieniu należnego podatku oraz strat przypadających akcjonariuszom mniejszościowym zysk netto przypadający akcjonariuszom Komputronika wyniósł 1,2 mln PLN przy 2,0 mln PLN zysku przed rokiem i 1,0 mln PLN naszych oczekiwań.

Ekspansja na Czechy i Słowację

Komputronik po uruchomieniu w Czechach pod koniec zeszłego roku sklepu internetowego rozważa budowę tradycyjnej sieci detalicznej w Czechach i na Słowacji, a pierwszy sklep może ruszyć już w drugim kwartale. W przypadku osiągnięcia przez sklep założonych wyników ekonomicznych spółka rozważy uruchomienie kolejnych placówek. Nie wydaje nam się, by bieżący czas był idealnym na dużą rozbudowę sieci sklepów, aczkolwiek jedna dodatkowa placówka zagraniczna jest w naszym odczuciu akceptowalna.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 19,2 PLN

Cena docelowa: 25,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-27

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	838,2	-15,8%	877,7	4,7%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		51,1	-9,6%	49,6	-3,0%	MC (cena bieżąca)	228,4
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		6,1%		5,7%		EV (cena bieżąca)	187,7
EBIT	-72,0	11,5		12,1	5,3%	12,8	5,1%	Free float	64,5%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	4,3		8,1	90,1%		
P/E				53,4		28,1		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/CE		5,2		5,3		5,1		Zmiana ceny: 6m	-23,1%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-16,1%
EV/EBITDA		4,3		3,7		3,6		Max (52 tyg.)	26,9
Dywid (%)	8,9	-0,2		0,6		1,1		Min (52 tyg.)	14,9



Po trudnym okresie jakim dla spółki były ostatnie dwa lata, kiedy pojawiły się problemy z zadłużeniem i nierentownymi projektami Sygnity czeka kolejna próba związana z pogorszeniem koniunktury w branży informatycznej. Uważamy, że zaostrzająca się konkurencja w sektorze spowoduje, że mało realne mogą okazać się plany Zarządu dotyczące znacznej poprawy wyników operacyjnych już w tym roku, a przychody mogą doświadczyć dalszego spadku związanego z malejącą liczbą kontraktów z sektorów finansowego, przemysłowego oraz publicznego. Jednocześnie spółkę czeka w lipcu rolowanie głównej transzy obligacji. Mimo to uważamy, że spółka jest dobrze przygotowana na trudniejsze czasy i wyjdzie obronną ręką również z tej próby. Niskie zadłużenie i zredukowane koszty działalności będące efektem wcześniejszej udanej restrukturyzacji dają Sygnity przewagę nad spółkami, które dopiero wkraczają w proces dostosowawczy. Ponadto spółka jest w tym momencie notowana po atrakcyjnej wartości 3,7 EV/EBITDA (4,6 EV/EBITDA przy pominięciu sprzedaży aktywów), co przy spodziewanej od 2010 roku poprawie wyników stwarza wyjątkową w obecnych warunkach rynkowych okazję. Zalecamy kupowanie akcji Sygnity, a w perspektywie najbliższego miesiąca przeważanie ich w portfelu inwestycyjnym względem indeksu.

Wyniki 1Q2009

Wyniki Sygnity w pierwszym kwartale były poniżej konsensusu rynkowego. Przychody spadły aż o 33% (z 211 mln PLN do 140 mln PLN), głównie za sprawą mniejszych zamówień dla sektora publicznego (spadek sprzedaży o 58%) jednak spadek zanotowały też pozostałe segmenty działalności poza jednostkami użyteczności publicznej. Spadek dotyczył zarówno sprzedaży produktów i usług własnych (o 18,3%) jak i towarów i materiałów (71%). Konsensus rynkowy zakładał osiągnięcie sprzedaży w wysokości 171 mln PLN. Dużym sukcesem spółki jest natomiast poprawa marży brutto, która wzrosła z 11,1% do 19,6%, a zatem o 8,5 p.p. Przyczyną wzrostu marży jest z jednej strony mocny spadek udziału sprzedaży towarów i usług obcych kosztem bardziej rentownych produktów własnych oraz nierentowne projekty 2007 roku, które obniżały marżę 1Q2008. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu pozostały na praktycznie niezmiennym poziomie w porównaniu do zeszłego roku, co zwiększyło ich udział w przychodach z 22,3% do 33,3%. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +3,1 mln PLN wobec -1,3 mln PLN przed rokiem. Brak niestety szczegółów opisujących poszczególne komponenty tej pozycji. Starta operacyjna wyniosła 16,1 mln PLN wobec oczekiwań rynku na poziomie 12,3 mln PLN straty. Niższe zadłużenie spółki pozwoliło na obniżenie kosztów finansowania w wyniku czego saldo działalności finansowej zamknęło się na poziomie -2,0 mln PLN. Przed rokiem wyniosło ono zaledwie -0,3 mln PLN, ale należy pamiętać, że spółka zaksięgowała wtedy w przychodach finansowych zyski ze sprzedaży EFH w kwocie 2,1 mln PLN. Ostatecznie odwrócenie podatku dochodowego oraz niewielkie zyski mniejszości pozwoliły spółce osiągnąć stratę netto w wysokości 17,2 mln PLN wobec 26,6 mln PLN straty przed rokiem i konsensusu rynkowego w wysokości 14,7 mln PLN straty.

Orzeczenie sądu w sprawie kary umownej od ARiMR

Sąd Okręgowy w Łodzi wydał orzeczenie nakazujące Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa zwrot na rzecz Sygnity niesłusznie naliczonych 7,5 mln PLN kary nałożonej na Computerland w sierpniu 2005 roku. Roszczenia ARMiR z tego tytułu obejmowały 10,4 mln PLN. Orzeczenie sądu nie jest prawomocne. Uprawomocnienie się wyroku oznaczałoby rozwiązanie rezerwy w kwocie 7,5 mln PLN, co wydatnie poprawiłoby tegoroczny wynik. Ponadto nastąpiłby dodatkowy zastrzyk gotówki.

Zwołanie WZA

Sygnity zwołało na 18 czerwca walne zgromadzenie swoich akcjonariuszy, które głosować będzie m.in. nad sprzedażą zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Sygnity informowało



wcześniej o podpisaniu umowy na sprzedaż nieruchomości, a w planach ma jeszcze sprzedaż spółek geodezyjnych: KPG i Geomar oraz spółek outsourcingowych. Projekt uchwały dotyczy więc zapewne, któregoś z tych podmiotów. Sprzedaż części aktywów ma kluczowe znaczenie w związku z planami dalszej redukcji zadłużenia spółki.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 74,8 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn 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)	689,6
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	994,7
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	7,1	10,9		10,7		8,9		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	4,6	5,5		5,4		4,9		Zmiana ceny: 6m	8,9%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-31,5%
EV/EBITDA	5,4	5,5		5,8		5,2		Max (52 tyg.)	113,1
Dywid (%)	5,4	6,0		6,2		6,4		Min (52 tyg.)	49,5



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Momentum w gospodarce oraz nadal słaby PLN powinny sprzyjać poprawie wyników spółki. W 2Q2009 spółka powinna osiągnąć wyniki, które uwiarygodnią prognozę roczną zarządu na poziomie 62 mln PLN. Pozytywny wpływ na wyniki będą miały dodatnie różnice kursowe oraz konsekwentnie redukowany dług.

Słabsza sprzedaż SSA, redukcja długu

Sprzedaż Grupy Kęty w segmencie systemów aluminiowych spada mocniej od oczekiwań zarządu (zarząd zakładał -4% r/r). Spółka wprowadza programy redukcji kosztów (redukcja zatrudnienia, zmniejszenie zapasów, wprowadzenie programów oszczędnościowych w jednostkach zagranicznych) i ogranicza zadłużenie. Prezes spółki podtrzymał, że w połowie roku zadłużenie Kęt może spaść do około 300 mln PLN. Przed rokiem wynosiło około 450 mln PLN. Spółka założyła w swoim budżecie, że w całym 2009 roku ujemny wpływ transakcji zabezpieczających wyniesie 15 mln PLN. W pierwszym kwartale wpływ ten wyniósł minus 9 mln PLN. Kęty podtrzymują prognozy. Prezes uważa, że ukraiński zakład wygeneruje w br. zysk netto. W związku z umocnieniem PLN spółka powinna wygenerować dodatnie różnice kursowe w 2Q (wielkość będzie zależała od kursu zamknięcia na koniec czerwca), co w połączeniu z lepszym kwartałem pod względem wyniku operacyjnego (sezonowy wzrost popytu na wyroby wyciskane vs. 1Q) powinno prowadzić do bardzo dobrego wyniku kwartalnego. Zgadza się z zarządem, że tegoroczna prognoza zysku netto na poziomie 62 mln PLN jest realna, a nawet może zostać przekroczona.



KGHM (Zawieszona)

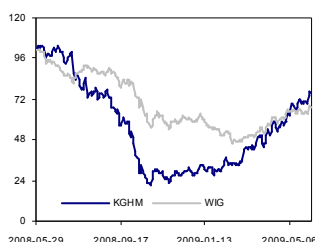
Cena bieżąca: 75,3 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(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 (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	1 139,7	-72,0%	937,6	-17,7%	MC (cena bieżąca)	15 060,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		15,3%		12,6%		EV (cena bieżąca)	13 307,4
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	4,0	5,2		25,8		35,9		Zmiana ceny: 1m	19,4%
P/CE	3,6	4,4		14,3		16,9		Zmiana ceny: 6m	162,5%
P/BV	1,7	1,4		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	-27,6%
EV/EBITDA	2,5	3,3		11,7		14,3		Max (52 tyg.)	104,0
Dywid (%)	22,5	12,0		3,7		1,5		Min (52 tyg.)	21,4



W związku z przygotowywaną aktualizacją prognoz zawieszamy rekomendacje dla akcji KGHM. W najbliższych dniach odniesiemy się do atrakcyjności inwestycyjnej spółki.

Bardzo dobry kwartał, 1,9 mld PLN zysku netto w 2009

Wyniki KGHM za 1Q2009 są lepsze niż nasze oczekiwania (zysk netto 430 mln PLN) i konsensus rynkowy (zysk netto 483 mln PLN). Przy przychodach na poziomie 2 377 mln PLN, spółka wypracowała EBIT w wysokości 796,3 mln PLN i zysk netto na poziomie 627,9 mln PLN. Wolumen sprzedaży miedzi obniżył się do 119 tys. ton w stosunku do 132 tys. przed rokiem, pomimo że spółka wyprodukowała 123 tys. ton. Jednostkowy koszt produkcji wyniósł 9 760 PLN/t (-12% r/r) w stosunku do naszej prognozy na poziomie 10 690 PLN/t. Różnica częściowo jest efektem wyższego niż zakładaliśmy wolumenu sprzedaży srebra (294 vs. 263 tony). Większy niż zakładaliśmy w prognozie był też wynik na transakcjach zabezpieczających +245 mln PLN. Po wynikach za 1Q2009 zarząd podwyższył całoroczną prognozę zysku netto do 1,9 mld PLN z 430 mln PLN poprzednio. Spółka ma osiągnąć przychody na poziomie 9,065 mld PLN przy założeniu średniorocznej ceny miedzi na poziomie 3 800 USD/t i kursie PLN/USD w wysokości 3,25. Wyniki i zapowiedź wyższego niż się spodziewaliśmy budżetu na 2009 roku powinny zostać pozytywnie przyjęte przez inwestorów. Zmiana podejścia zarządu do prognozy rocznej (w miejsce konserwatywnych założeń pojawiły się dosyć agresywne) świadczy naszym zdaniem o pogodzeniu się z wysoką dywidendą jaką spółka zapłaci w tym roku jak również prawdopodobnie z fiaskiem zakupu większych zagranicznych złóż.

KGHM kupi koncentrat miedzi

KGHM zawarł umowę kupna koncentratu miedzi z Salobo Metais o szacunkowej wartości 639-969 mln USD, czyli 2,07-3,14 mld PLN w pierwszych pięciu latach jej obowiązywania, czyli w latach 2009-2012. KGHM podał, że jako gwarant umowy występuje Companhia Vale do Rio Doce. KGHM zużywa rocznie ok. 50 tys. ton koncentratu, który pozwala na optymalne wykorzystanie mocy produkcyjnych hut, przy własnej produkcji miedzi z kopalń na poziomie 420 tys. ton. Informacja bez wpływu na kurs.

Związkowcy dostali co chcieli

Zgodnie z oczekiwaniami związkowy w KGHM uzyskali co chcieli. Zarząd podjął decyzję o wypłaceniu nagrody specjalnej w wysokości 5 tys. PLN na jednego pracownika (dwie raty: 3,5 tys. PLN wypłacone 12 maja, 1,5 tys. PLN 15 września – przy założeniu, że nie pogorszy się sytuacja ekonomiczna KGHM). Ponadto zarząd zgodził się na podniesienie składki podstawowej na Pracowniczy Program Emerytalny o 2 punkty procentowe, tj. do 5% wynagrodzenia. Realizacja porozumienia to koszt na poziomie 130 mln PLN. Informacja nie powinna być zaskoczeniem dla inwestorów, zarząd i tak dosyć długo i skutecznie opierał się żądaniom związków. Należy pamiętać, że nadal obowiązuje w 2009 roku zamrożenie wzrostu wynagrodzeń, a obecna płatność ma charakter premii. Istotne jest to, że nagroda specjalna nie będzie zaliczana do średniej płacy stanowiącej podstawę do naliczania wynagrodzenia na 2010 rok.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w kwietniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w kwietniu 0,5% r/r i 12% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 0,3% r/r i 1,1% m/m.

Budownictwo drogowe

Sytuacja w zakresie finansowania inwestycji drogowych

W czerwcu GDDKiA może otrzymać do 7 mld PLN z Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) na nowe trasy. Pieniądze te jednak mogą być przeznaczone jedynie na nowe inwestycje, nie zaś na wykup gruntów, czy przygotowanie kolejnych inwestycji. Ustawa o KFD, do którego mają trafić pieniądze z EBI, ma wejść w życie w czerwcu. Wiceminister infrastruktury uważa, że po wejściu w życie ustawy pojawi się podstawa do podpisania umowy z EBI. Zgodnie ze słowami wiceministera infrastruktury, bank wypłaca pieniądze szybko – w ciągu dwóch tygodni.

GDDKiA stara się o pieniądze z EBI

Rada Ministrów niedawno zgodziła się, aby resort finansów podpisał umowę w Europejskim Banku Inwestycyjnym (EBI) na 565 mln EUR (2,48 mld PLN). Pieniądze mają być przeznaczone na budowę dwóch odcinków warszawskiej obwodnicy. GDDKiA stara się o kolejne środki z EBI, złożyła właśnie wniosek o 1,25 mld EUR (5,5 mld PLN) na autostradowe projekty o wartości 2,5 mld EUR (11 mld PLN). Rząd zatwierdził też reaktywowanie 280 mln EUR (1,23 mld PLN) niewykorzystanego przed laty kredytu EBI oraz wystąpienie o dodatkowe 200 mln EUR (880 mln PLN). W sumie z EBI możemy w tym roku pozyskać 7 mld PLN.

EBI pożyczy aż 1,2 mld PLN spółce Autostrada Wielkopolska

Europejski Bank Inwestycyjny ma pożyczyć aż 1,2 mld EUR spółce Autostrada Wielkopolska, która jest koncesjonariuszem 102 km odcinka autostrady A2 na odcinku Nowy Tomyśl – zachodnia granica Polski. 1 mld EUR to kwota kredytu, 200 mln EUR zaś opcja do wykorzystania w przypadku niepowodzenia negocjacji z bankami komercyjnymi. Pożyczka zabezpiecza 75% wartości kosztów budowy (1,6 mld EUR). Firma Gdańsk Transport Company otrzymała kredyt w wysokości 50% wartości inwestycji (odcinek autostrady A1 Grudziądz – Toruń). Obecnie Autostrada Wielkopolska przystąpi do negocjacji z bankami komercyjnymi. Po ich zakończeniu będzie wiadomo, ile wyniesie wkład własny spółki (prawdopodobnie od 5 do 15% wartości inwestycji). Prezes Polskiego Kongresu Budownictwa przyznał, że jest zaskoczony decyzją EBI, gdyż jeszcze niedawno pojawiały się sygnały, że Autostrada Wielkopolska nie pozyska finansowania.

Kredyt na A2 Stryków-Konotopa jest w drodze

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Europejskiego Banku Inwestycyjnego, łąda moment zakończą się negocjacje w sprawie kredytu na budowę odcinka autostrady A2 Stryków-Konotopa. Środki z EBI mają pokryć przynajmniej 50% wartości prac.

Budowa dróg jest coraz tańsza

Na budowę południowej obwodnicy Warszawy zamierzano wydać 1,7 mld PLN. Najniższa złożona oferta opiewa na ponad 600 mln PLN mniej. Budżet ośmiu rozstrzygniętych od początku roku przetargów opiewał na 7,8 mld PLN, podczas gdy najniższe oferty na 6,2 mld PLN. Zdaniem rzecznika Budimexu, materiały budowlane potaniały, zaś kosztorysy GDDKiA były tworzone w czasach najwyższych cen materiałów i robocizny. Prezes Hochtief Polska uważa, że ceny usług oferowanych przez spółkę spadły, lecz obniżyły się także żądania podwykonawców, więc niższe marże się bilansują.

Budownictwo szynowe

Zmiany w PKP PLK

Obecnie nie ma podstaw do wnioskowania o dotację budżetową na remont torów, zaś rząd nie ma podstaw, aby spółkę rozliczać. Prezes PKP PLK zakłada, że pierwszy kontrakt z rządem, określający jakie prace modernizacyjne zostaną wykonane i na których odcinkach torów, w zamian za uzyskaną od rządu dotację, PKP PLK ma podpisać jeszcze w tym roku, lub w przypadku opóźnień w roku 2010. Zdaniem prezesa, obecna sytuacja powoduje, że PKP PLK dostosowuje ilość remontów do ilości dostępnych środków. W wyniku zmian to właściciel, czyli Skarb Państwa, decydowałby które tory remontować. W tym roku dotacja budżetowa dla PKP PLK wyniosła 680 mln PLN, w przyszłym roku zgodnie z deklaracjami rządu ma wynieść 900 mln PLN. Za taką kwotę spółka może utrzymać jedną trzecią kontrolowanej infrastruktury. Gdyby spółka miała dbać na bieżąco o całą sieć torów, musiałaby wydawać 3,5 mld PLN rocznie (strategia rządowa przewiduje 1 mld PLN). Przygotowywany jest także podział PKP PLK na dwie spółki – jedną prowadzącą utrzymanie sieci, drugą prowadzącą inwestycje. Nowy dział

przejąłby realizację inwestycji finansowanych z UE. W przyszłym roku z tego źródła pochodzić ma około 2 mld PLN.

Materiały budowlane

Spadki cen materiałów budowlanych: nawet do 30% r/r

W porównaniu z ubiegłym rokiem najbardziej staniały materiały wykorzystywane przy budowie ścian. Ceny cegieł ceramicznych spadły o około 30%. W porównaniu do górnicy cenowej dwa lata temu, spadek sięgnął nawet 50%. Ceny bloczków betonowych spadły o 21%. O około 10% staniał gazobeton. Materiały wykorzystywane do ocieplenia budynku staniały o 20%, przy tym w przypadku styropianu spadek ten jest większy. Nieco mniej spadły też ceny stali (-16%) i betonu (-11%).

Dołek cen stali budowlanej już za nami?

Przedstawiciele firm zajmujących się dystrybucją stali dostrzegają ożywienie na rynku. Firmy zaczynają uzupełniać zapasy. Mobilizują je działania producentów – w Czechach i na Słowacji zaczęli oni podnosić ceny. Złomrex zanotował 40% wzrost sprzedaży w kwietniu. Prezes Stalprofilu ocenia, że obecne ożywienie jest ciągle płytkie. Dość ostrożnie sytuację ocenia również dyrektor Polskiej Unii Dystrybutorów Stali.

Elektrotim

Komentarz po wynikach Q1 2009

Prezes Elektrotimu przyznaje, że wyniki grupy pogorszyły spółki zależne, również sam Elektrotim był zmuszony obniżyć marżę. Kwiecień prezentuje się o wiele lepiej niż poprzednie miesiące roku. Do Q3 2009 sytuacja w spółce powinna wyglądać dobrze, zaś Q4 to zawsze niewiadoma. Największych trudności spółka spodziewa się w 2010 roku. Spodziewa się spadku zamówień z sektora publicznego i sektora objętego dotacjami UE. Obecnie portfel zamówień grupy wynosi 95 mln PLN, z tego 87 mln PLN przypada na rok 2009. W negatywnym scenariuszu przychody mogą spaść w tym roku o 20%. W pozytywnym, możliwy jest wzrost, choć byłoby to trudne do realizacji.

Zarząd rekomenduje dywidendę

Zarząd Elektrotimu zamierza zaproponować WZA wypłatę dywidendy w wysokości 60 groszy na akcję (yield = 5,5%). Spółka zamierza zwiększyć pulę środków przeznaczonych na skup akcji własnych z 4,5 do 6,5 mln PLN. Portfel zamówień grupy na koniec marca to 96 mln PLN (79% przychodów w 2008 roku).

Energoinstal

Energoinstal jednak zainwestuje w laserowe techniki spalenia

Prezes Energoinstalu uważa, że wyniki spółki w kolejnych kwartałach również będą dobre, gorsze jednak niż w Q1 2009 (kiedy spółka wygenerowała ponad 10% marży zysku netto). W drugiej połowie roku spółka zamierza ograniczyć produkcję i skoncentrować się na budowie nowej hali, w której ma być wdrożona innowacyjna technika spawania laserem. Inwestycja pochłonie 30 mln PLN, ale spółka otrzymała na ten cel 12 mln PLN dotacji z UE. Inwestycja ma przełożyć się na wysokomarżowe kontrakty w 2010 roku. Trudno jednak sprecyzować, ile spółka może zarobić stosując nową technologię. Energoinstal odczuwa spowolnienie i mniejszą liczbę inwestycji w Europie Zachodniej. Związane jest to z utrudnionym dostępem do finansowania. Spółka nadal liczy na kontrakty na budowę spalarni w Polsce. Tegoroczny portfel zamówień jest już zapełniony.

Energomontaż Południe

Wyniki Q1 2009

Przychody Energomontażu Południe w Q1 2009 wyniosły 54,1 mln PLN (Q1 2008: 39,2 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży to 13,5% (Q4 2008: 21,4%, Q3 2008: 18,0%, Q2 2008: 9,8%, Q1 2008: 10,4%). W stosunku do Q4 2008 o blisko 1,4 mln PLN spadły koszty ogólne. Saldo pozostałych kosztów finansowych jest neutralne, prawdopodobnie ze względu na dodatnie różnice kursowe (spółka zaksięgowwała znaczną pozycję z powodu wyceny instrumentów pochodnych po stronie kosztów).

420 mln PLN w portfelu

Portfel zamówień grupy przekracza 420 mln PLN (z tego ponad 300 mln PLN na rok 2009). Nowy prezes zapowiada pozyskanie kolejnych umów i przyzwoite wyniki Q1 2009. Spółka nie obawia się o ilość możliwych zleceń na rynkach zagranicznych (Niemcy, Francja, Belgia). Nieco gorzej może być jednak na rynku krajowym, gdzie wciąż trudno liczyć na szybki boom inwestycyjny. Spółka nie zamierza wracać do programu skupu akcji własnych. W najbliższym czasie nie należy też spodziewać się nowych przejęć.

Energomontaż Południe na celowniku PBG

Grupa PBG namierzyła na Śląsku 3 cele przejęć. Wśród nich znajduje się Energomontaż Południe.

Energomontaż Północ**Wyniki Q1 2009**

Energomontaż Północ zaprezentował wyniki kwartalne Q1 2009. Przychody wyniosły 84,7 mln PLN (Q1 2008: 71,1 mln PLN), zysk brutto 10,5 mln PLN (Q1 2008: 8,0 mln PLN), zysk operacyjny 5,6 mln PLN (Q1 2008: 2,4 mln PLN), zysk netto zaś 5,3 mln PLN (Q1 2008: 2,0 mln PLN, marża netto w Q1 2009: 6,2%). Najwyższa rentowność (22,8% brutto) została wykazana w segmencie produkcyjnym, w spółkach Energomontaż Gdynia, Energop, ZRE. Portfel zamówień spółki na rok 2009 wynosi 372 mln PLN, na rok 2010 100 mln PLN, na rok 2011 zaś 10 mln PLN (wartość portfela kalkulowana przy kursie EUR/PLN = 4,3). W najbliższym czasie wartość portfela spółki może się zwiększyć o kontrakt na budowę IOS w Bełchatowie (ponad 100 mln PLN, konkurent: Rafako), kontrakt na budowę rurociągów parowych i wodnych w jednym z bloków Elektrowni Bełchatów (60 mln PLN). Na wysoką rentowność wpłynęła w dużej mierze zmienność kursów EUR/PLN. W 2009 roku spółka zrealizuje wpływy w walucie w wysokości 34,7 mln EUR, z tego 23,6 mln EUR jest pozycją niezabezpieczoną (2010: 7,1 mln PLN).

Kontrakt warunkowy na 5,4 mln EUR

Energomontaż Północ podpisał kontrakt warunkowy z STF na montaż kotła i prefabrykację elementów rurociągów dla węgierskiej Elektrowni Gonyu. Szacunkowa wartość prac to 5,4 mln EUR, czyli na dzień podpisania umowy 24,15 mln PLN. Warunkiem wejścia w życie kontraktu jest uzyskanie pisemnej akceptacji zawartych porozumień przez Siemens AG, której podwykonawcą jest firma STF.

Mostostal Płock**Wyniki Q1 2009**

Przychody Mostostalu Płock w Q1 2009 wyniosły 35,5 mln PLN (Q1 2008: 27,8 mln PLN, prognoza DI BRE wykorzystana w prognozie wyników Mostostalu Warszawa: 37,8 mln PLN). Rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży wyniosła 4,3 mln PLN, czyli nieznacznie lepiej niż oczekiwaliśmy (4,2 mln PLN). Nieznacznie wzrosły r/r koszty zarządu. Zysk operacyjny wyniósł 2 mln PLN, zysk netto zaś 1,7 mln PLN.

Korzystny wyrok sądu

Sąd apelacyjny w Warszawie zasądził od Bilfinger Berger na rzecz Mostostalu Płock odszkodowanie w wysokości 4,4 mln PLN wraz z ustawowymi odsetkami od 4 marca 2005. Sprawa dotyczyła wykonaniu prac przy budowie mostu przez rzekę Wisłę w Płocku.

Mostostal Zabrze**Wyniki Q1 2009**

Mostostal Zabrze zaprezentował wyższe niż w ubiegłym roku przychody (193,0 mln PLN, Q1 2008: 146,6 mln PLN) oraz bardzo wysoką rentowność (zysk brutto na sprzedaży = 29,0 mln PLN, marża: 15%). Koszty zarządu wzrosły o 0,9 mln PLN r/r. Zysk operacyjny wyniósł 18,2 mln PLN, zysk netto zaś 14,2 mln PLN.

Naftobudowa**Wyniki Q1 2009**

Wyniki Q1 2009 nie zaskakują. Przychody wyniosły 49,9 mln PLN (Q1 2008: 44,5 mln PLN), zysk brutto na sprzedaży zaś 7,4 mln PLN (marża: 14,7%). Zysk operacyjny wyniósł 4,8 mln PLN (w roku ubiegłym: 5,8 mln PLN), wynik netto zaś 5,3 mln PLN (rok ubiegły: 3,8 mln PLN).

Pol-Aqua**Wyniki Q1 2009**

Przychody spółki wyniosły 335 mln PLN, tzn. o 25% więcej niż zakładał konsensus prognoz (267 mln PLN). Wynik operacyjny wyniósł 20,1 mln PLN, tzn. o 62% więcej od konsensusu prognoz (12,4 mln PLN). Wynik netto był zaś zbliżony do oczekiwań, wyniósł 1,82 mln PLN (prognoza: 1,32 mln PLN).

Plan zwiększenia przychodów w 2009 roku o 20% podtrzymany

Przedstawiciele spółki podtrzymali plan zwiększenia w bieżącym roku przychodów o 20%. Portfel zamówień spółki na koniec marca wynosi 1 887 mln PLN, z tego 55% przypada na rok bieżący. Spółka liczy na zdobycie kontraktów podwykonawczych przy budowie warszawskiego metra.

Brak zleceń w Oddziale Generalnego Wykonawstwa w Gdańsku

Prezes Chelkowski twierdzi, że nie ma mowy o likwidacji oddziału w Gdańsku, ani o znacznej redukcji zatrudnienia. Obawy załogi o przyszłość oddziału wywołała niewielka liczba wygranych przetargów w zakresie budownictwa kubaturowego. Wstępne uzgodnienia z pracownikami (głównie Zespołu Sił Własnych – 100 osób) zakładają, że w okresie do trzech miesięcy będą pracować oni w wymiarze do ½ etatu. Zarząd rozważa też skierowanie części załogi do innych oddziałów. Wartość zleceń w budownictwie kubaturowym w spółce wynosi 600 mln PLN i jest na poziomie z roku ubiegłego. Nie należy więc spodziewać się drastycznego spadku obrotów. Obecnie zatrudnienie gdańskiego oddziału sięga 460 osób. W 2008 roku jego przychody wyniosły 444 mln PLN.

Projprzem**Wyniki Q1 2009**

Spółka zanotowała 25,4 mln PLN przychodów (Q1 2009: 46,6 mln PLN). Spadek przychodów nastąpił w segmencie budownictwa przemysłowego (przychody: 7,6 mln PLN, Q1 2008: 26,7 mln PLN). Związany jest on z finalizacją dwóch kontraktów realizowanych w segmencie. Do zrealizowania z 2 kontraktów w portfelu spółki pozostało zaledwie 6 mln PLN. Wzrosły przychody z wytwarzania konstrukcji stalowych (Q1 2009: 14,1 mln PLN, Q1 2008: 5,5 mln PLN). Rekordowa była też rentowność (36% brutto na sprzedaży, poziom normalnie nieosiągalny). Sądzymy, że tak wysoka rentowność wynika z oszczędności poczynionych w momencie spadku cen stali. Znacznie spadły przychody z segmentu systemów przeładunkowych (Q1 2009: 2,9 mln PLN, Q1 2008: 13,8 mln PLN). Ogólnie, pomimo niskich przychodów, spółka zaprezentowała bardzo wysoki zysk brutto na sprzedaży (7,2 mln PLN, marża 28,3%). Prawdopodobnie wynika on z oszczędności na kosztach stali. Z uwagi na wzrost kosztów zarządu r/r, wynik netto był jednak ujemny i wyniósł -0,8 mln PLN.

Q2 2009 nie zachwyci

Zgodnie ze słowami prezesa, Q2 2009 niekoniecznie będzie dla spółki udany. Trudno na razie wyrokować, czy uda się go zamknąć z zyskiem. Kryzys dotknął kontrahentów Projprzemu, szczególnie w zakresie sprzedaży pomostów przeładunkowych. Spółka realizuje jedną trzecią zamówień w segmencie. Pozostałe zamówienia są wstrzymane ze względu na trudne otoczenie rynkowe. Niekorzystna sytuacja występuje także w segmencie budownictwa przemysłowego. Firma uzyskała niedawno kilka mniejszych zleceń, ale ich realizacja zakończy się w drugiej połowie roku. Wyniki z działalności deweloperskiej pojawią się dopiero w Q3 2009. Pełnym obłożeniem może pochwalić się segment konstrukcji stalowych, zaś przychody w segmencie są wyższe od planowanych.

Remak**Wyniki Q1 2009**

Remak zaprezentował wyniki Q1 2009, które okazały się na poziomie przychodów lepsze od naszych oczekiwań (67,5 mln PLN, oczekiwaliśmy 55,9 mln PLN). Marża zysku ze sprzedaży w Q1 2009 wyniosła 8,3%. Koszty zarządu ukształtowały się na poziomie z Q4 2008. Wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się pozostałe przychody finansowe, wynikające z różnic kursowych (3,2 mln PLN, oczekiwaliśmy: 1 mln PLN). W efekcie, wynik netto wyniósł 4,6 mln PLN.

Żurawie Wieżowe**Rozpoczęcie poszukiwań inwestorów**

Prezes spodziewa się, że najgorszy dla spółki będzie Q2 i Q3 2009. Jest to związane z bardzo dużą liczbą zatrzymanych inwestycji. Możliwość poprawy sytuacji pojawia się dopiero pod koniec Q3 2009. Prezes podtrzymał szacunki zakładające 30% spadek przychodów r/r. Ustabilizowały się ceny wynajmu, które od boomu w 2007 roku spadły o 40-50%. Ceny są niższe niż w 2006 roku. Na razie nie ma mowy o przejęciu Grohmanna, rozmowy akwizycyjne zawieszono, powrót do nich możliwy jest w II połowie roku. Spółka posiada obecnie 150 żurawi i nie planuje zwiększania tej liczby.



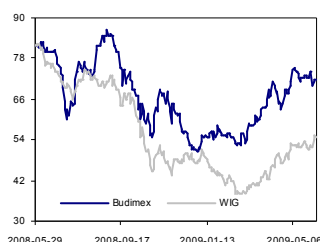
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 71,9 PLN Cena docelowa: 71,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-11

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 451,0	3,0%	4 636,6	34,4%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	207,3	54,5%	179,0	-13,6%	MC (cena bieżąca)	1 835,6
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,0%		3,9%		EV (cena bieżąca)	1 719,6
EBIT	28,0	112,2	300,1%	184,4	64,4%	155,8	-15,5%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	150,5	43,7%	118,3	-21,4%		
P/E	121,8	17,5		12,2		15,5		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	47,5	14,5		10,6		13,0		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	3,4	2,8		2,8		2,4		Zmiana ceny: 12m	-11,2%
EV/EBITDA	30,9	10,0		8,3		10,9		Max (52 tyg.)	86,8
Dyid (%)	0,0	0,0		8,1		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Uważamy, że w obecnej sytuacji akcje Budimexu są mniej atrakcyjne niż najbliższego rywala, czyli Mostostal Warszawa. Spółkę wyróżnia mniejszy portfel zamówień oraz wyższa wycena. Wysoka dywidenda może być zachętą do inwestycji w akcje spółki, nie sądzimy jednak, aby była powtarzalna (naszym zdaniem na rynku można nabyć inne typowo dywidendowe spółki, o wyższej stopie dywidendy i dużym prawdopodobieństwie utrzymania tej stopy). Zwracamy uwagę, że bardzo wysoka dywidenda wskazuje na duże potrzeby gotówkowe Ferrovialu. Sądzimy, że jeśli Ferrovial nie przeprowadzi działań w kierunku delewarowania grupy (spłata części zadłużenia wewnątrzgrupowego, sprzedaż części majątku Cintra Construcciones), obawy o możliwość realizacji budowy odcinka autostrady Stryków-Pyrzowice będą uzasadnione. Jednocześnie, nie dostrzegamy ryzyka braku finansowania inwestycji GDDKiA na rok 2009, przynajmniej jednak, że takie ryzyko dotyczy roku 2010 (mniej środków = ryzyko niższej stopy wzrostu rynku drogownictwa). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Budimex: wyniki Q1 2009

Wyniki Budimexu zaskoczyły pozytywnie rynek, jednak główną przyczyną zaskoczenia są zdarzenia jednorazowe. W komentarzu do prognozy zaznaczyliśmy, że na wyniki mogą wpłynąć tego typu zdarzenia. Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, w Q1 2009 saldo rezerw na straty na kontraktach spadło o kwotę 25,1 mln PLN, saldo rezerw na naprawy gwarancyjne zaś o 2,1 mln PLN. Korekta rezerw wynika z rewizji kontraktów budowlanych w portfolio spółki (może być to tak efekt zatrzymania dynamiki kosztowej, jak i braku materializacji części ryzyk technicznych, czy ugody z inwestorami). Korygując marżę brutto ze sprzedaży o te zdarzenia, wychodzimy na wynik na działalności operacyjnej bardzo zbliżony do naszej prognozy (1,5% różnicy w prognozie przychodów, 1,9% różnicy w prognozie marży brutto ze sprzedaży po korekcie). Z innych istotnych różnic należy wspomnieć o stracie z wyceny instrumentów pochodnych, która okazała się o prawie 12 mln PLN wyższa od naszych oczekiwań. W przeważającej części wyższa strata została skompensowana nie przewidywanymi dodatnimi różnicami kursowymi na kwotę 9,3 mln PLN. Spółka zaksięgowała też nieznacznie wyższy podatek niż zakładaliśmy.

Sprzedaż w 2009 roku nie mniejsza niż w roku ubiegłym

Grupa liczy, że sprzedaż w 2009 roku nie będzie niższa niż w roku ubiegłym, pomimo pogorszenia sytuacji w budownictwie kubaturowym. W kolejnych kwartałach sprzedaż w tym segmencie ma spadać. Przychody w Q1 2009 były niższe niż w roku ubiegłym ze względu na utrzymujące się dłużej przymrozki. Dobry wynik prezes tłumaczy poprawą marży na kontaktach.

Kontrakt na rozbudowę i modernizację oczyszczalni

Budimex w konsorcjum z Cadagua (udział obu spółek: 50%) podpisał umowę z MPWiK we Wrocławiu na rozbudowę i modernizację Wrocławskiej Oczyszczalni Ścieków. Wartość kontraktu to 276,1 mln PLN (na Budimex przypada 138 mln PLN, tzn. około 3,9% prognozowanych na rok 2009 przychodów). Termin zakończenia prac przypada na 28 miesięcy od dnia rozpoczęcia robót.

PPPL nie muszą zwracać hiszpańskiemu konsorcjum 54,3 mln PLN

Przedsiębiorstwo Państwowe "Porty Lotnicze" nie musi zwracać hiszpańskiemu konsorcjum Ferrovial, Budimex, Lamela 54,3 mln PLN gwarancji z odsetkami. Jak podały władze Okęcia, Sąd Okręgowy odmówił nadania klauzuli wykonalności wcześniejszego wyroku Sądu Arbitrażowego, który w marcu br. zasądził zwrot tej kwoty. PPL przypomina, że gwarancje zostały pobrane "jako zabezpieczenie roszczeń w związku z nie wywiązywaniem się konsorcjum z umowy".



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 160 PLN

Cena docelowa: 162,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	819,9	1,1%	829,8	1,2%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,1	-10,1%	70,4	-1,0%	MC (cena bieżąca)	759,6
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		8,5%		EV (cena bieżąca)	689,5
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,6	-13,6%	60,5	-1,7%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	52,7	-12,6%	55,7	5,7%		
P/E	19,5	12,6		14,4		13,6		Zmiana ceny: 1m	8,6%
P/CE	16,8	11,2		12,2		11,6		Zmiana ceny: 6m	-2,4%
P/BV	6,0	3,0		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	-18,3%
EV/EBITDA	13,6	8,5		9,7		9,4		Max (52 tyg.)	202,5
Dyid (%)	1,2	1,6		2,3		2,4		Min (52 tyg.)	121,0



Wyniki Elektrobudowy za Q1 2009 są zbliżone do naszych oczekiwań. W związku z wzrostem kursu akcji obniżamy rekomendację do trzymaj. Nadal uważamy, że realizacja inwestycji w polskiej energetyce może pozwolić spółce na wzrost przychodów i wyników, choć obecnie jest to już w cenie. Z perspektywy wyników 2 najbliższych lat spółka nie należy do najtańszych (P/E 2009 = 14,4, EV/EBITDA = 9,7, P/S = 0,9). Popyt na rozdzielnice wzrósł w stosunku do stanu sprzed z początku roku, kiedy spółka obserwowała jego spadek, w efekcie, większość portfela zamówień na Q3 2009 jest już zapełniona (portfel w zakresie produkcji naturalnie budowany jest z 3-4 miesięcznym wyprzedzeniem). Nie przewidujemy istotnego pogorszenia w zakresie produkcji rozdzielnic oferowanych przez Elektrobudowę (tzw. primary distribution, odbiorcy: przedsiębiorstwa energetyczne, ciężki przemysł). Uważamy, że budżet zarządu na rok 2009 jest konserwatywny i nie wykluczamy pozytywnych zaskoczeń, jednak nie będą one prawdopodobnie tak duże jak w latach poprzednich. Zgodnie z opinią zarządu, sytuacja w Q2 2009 rozwija się zgodnie z budżetem, wyniki Q1 2009 zaś były lepsze niż zakładano (ze względu na dodatnie różnice kursowe).

Wyniki Elektrobudowy Q1 2009: zgodnie z oczekiwaniami

Wyniki Elektrobudowy za Q1 2009 w niewielkim stopniu odbiegają od naszych oczekiwań. Przychody okazały się o 7,7% niższe (niedoszacowanie efektu sezonowego). Marża brutto ze sprzedaży okazała się o blisko 1,2 p.p. wyższa od naszych szacunków. Zgodne z naszymi oczekiwaniami są koszty zarządu, niższe zaś pozostałe przychody operacyjne netto (niższy niż zakładamy pozytywny efekt różnic kursowych). Zysk operacyjny jest zgodny z oczekiwaniami. Przyczyną odchylenia w prognozie zysku netto jest zaksięgowanie przez Elektrobudowę wyższego niż oczekiwany podatku dochodowego. Znacznie niższe niż w poprzednim roku były przychody w segmencie przemysłu. Naszym zdaniem wystąpił tu efekt sezonowy i rynkowy. Z powodu silniejszej zimy, realizacja niektórych prac w porównaniu do poprzedniego roku opóźniła się. Przychody z rynku wytwarzania energii są niższe niż w roku ubiegłym, rentowność zaś wyższa. Prawdopodobnie, na wynik mógł wpłynąć efekt oszczędności kosztowych oraz dodatnie różnice kursowe. Przychody w segmencie dystrybucji energii są nieznacznie niższe od naszych oczekiwań. Sądymy, że poprawa rentowności może być związana z wysokimi dodatkowymi różnicami kursowymi lub/i oszczędnościami kosztowymi. Przychody w segmencie automatyki były znacznie wyższe niż w roku ubiegłym, rentowność zaś ujemna. Uważamy, że wynika to z czynników sezonowych.

Wyniki Q2 2009 powinny być dobre

Spółka liczy na wzrost przychodów q/q, przy marżach pozostających na podobnym poziomie. Rozwój sytuacji jest zgodny z planami uwzględnionymi w budżecie, Q2 może być lepszy jeśli chodzi o wyniki niż Q1. Do ocen wyników kwartalnych należy podchodzić z pewną dozą ostrożności, gdyż spółka z opóźnieniem otrzymuje dane od spółek zależnych działających na rynku rosyjskim. Obie firmy powinny w 2009 roku wyjść na zero lub wykazać niewielki dodatni wynik finansowy. Spółka nie odnotowuje na razie opóźnień w płatnościach ze strony partnerów biznesowych. Segment automatyki prezentuje się najlepiej, napływają kolejne zamówienia, słabo prezentuje się segment przemysłu, przeciętnie zaś segment dystrybucji energii. Portfel zamówień utrzymuje się nadal na poziomie 550-560 mln PLN. W ciągu 2 miesięcy spółka mogłaby podpisać duży kontrakt w Finlandii na kilkadziesiąt mln PLN. Spółka liczy, że w drugiej połowie roku pojawią się zamówienia z Arabii Saudyjskiej, ma też nadzieje na kontrakty na budowę oświetlenia i instalacji na budowanych w Polsce stadionach oraz instalacji w warszawskim metrze. Spółka przygotowuje się na spowolnienie trwające 2-3 lata. Rynek w tym czasie powinien być płaski, zaś wzrosty przychodów, jeśli pojawią się, to będą niewielkie.



Erbud (Redukuj)

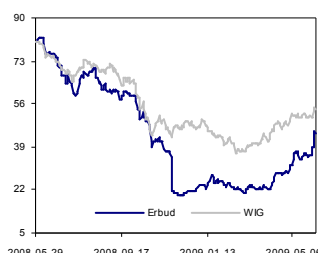
Cena bieżąca: 44 PLN

Cena docelowa: 35 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	865,0	-18,3%	924,8	6,9%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	49,0	-31,3%	41,4	-15,4%	MC (cena bieżąca)	553,1
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,7%		4,5%		EV (cena bieżąca)	449,3
EBIT	32,8	64,8	97,7%	42,6	-34,2%	35,0	-17,9%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	35,1	237,9%	31,0	-11,6%		
P/E	17,4	53,2		15,8		17,8		Zmiana ceny: 1m	37,5%
P/CE	16,4	32,7		13,3		14,8		Zmiana ceny: 6m	121,1%
P/BV	2,9	2,7		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-46,3%
EV/EBITDA	14,0	7,6		9,2		10,5		Max (52 tyg.)	82,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Nie znajdujemy uzasadnienia aż tak dużego wzrostu cen akcji spółki podczas ostatnich sesji. Zgodnie z naszymi prognozami, spółka jest wyceniona znacznie wyżej niż porównywalne firmy budowlane, takie jak Unibep, Pol-Aqua, Mostostal Warszawa, ABM Solid, czy nawet Budimex (P/E 2009 = 15,8, EV/EBITDA = 9,2 P/S = 0,6). Obniżamy rekomendację do redukuj. W kolejnym kwartale wyniki będą gorsze niż w Q1 2009, ze względu na brak dużej liczby finalizowanych starych kontraktów budowlanych. Zgadza się, że na tle branży marże w roku 2010 prawdopodobnie będą wyższe niż średnia, co związane jest m.in. z przesunięciem realizacji znacznej części kontraktu na budowę CH w Wałbrzychu z 2009 roku na rok 2010 (wartość kontraktu to 229 mln PLN, kontrakt był negocjowany w połowie 2008 roku, w zupełnie innych warunkach makroekonomicznych). Nie jesteśmy w stanie obronić tezy, że efekt ten będzie występował także w roku 2011, gdyż na ten rok spółka na razie nie posiada zleceń. Portfel zleceń na rok 2010 w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju sięga 370 mln PLN, tzn. jest zapełniony w 59,3%. Portfel w zakresie działalności eksportowej na rok 2010 jest zapełniony w 6,1%.

Wyniki Q1 2009

Wyniki Erbudu za Q1 2009 są istotnie lepsze od naszych oczekiwań. Wynika to z zakończenia aż 7 kontraktów budowlanych w Q1 2009 i rozliczenia wygenerowanego na nich wyniku (sytuacja odwrotna niż w Q2 2008). Odchylenie na przychodach wyniosło 6,6%, niższe przychody zostały wygenerowane w zakresie działalności budowlanej na terenie kraju, w tym w segmencie drogowym, wyższe zaś w zakresie eksportu. Rentowność brutto na sprzedaży wyniosła 19,8%, tzn. była blisko dwukrotnie wyższa od naszych oczekiwań. Koszty zarządu i sprzedaży okazały się znacząco wyższe od oczekiwań. Związane jest m.in. z żądaniem audytora dotyczącym tworzenia nowych rezerw w spółkach zależnych. Pozostałe koszty operacyjne były o 2,5 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. W efekcie, wynik operacyjny wyniósł 16,6 mln PLN (tzn. był o 5,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań). Spółka wykazała bardzo wysoką efektywną stopę podatkową (32%). W efekcie wszystkich różnic, wynik netto wyniósł 12,3 mln PLN (prognoza: 7,5 mln PLN), tzn. był o 77% wyższy od naszych oczekiwań. Na rekordowo wysokim poziomie była rentowność w segmencie budownictwa na terenie kraju (22,5%). Poziom naturalny w tej dziedzinie to około 7-8%. Wyższa niż oczekiwana jest rentowność działalności eksportowej, co spowodowane jest wyższym kursem EUR/PLN. Również rekordowo wysoka była rentowność w zakresie drogownictwa, a także w zakresie działalności deweloperskiej (rentowność znacznie wyższa niż we wszystkich poprzednich kwartałach).

Erbud chce utrzymać rentowność z 2008 roku

Erbud chciałby w tym roku osiągnąć sprzedaż i rentowność z 2008 roku. Zgodnie ze słowami prezesa Grzeszczaka, są to ostrożne założenia, zakładające możliwość wycofania się inwestorów z części kontraktów. Spadek sprzedaży w Q1 2009 jest zgodny z oczekiwaniami i wynika z tego, że spółka koncentruje się na zdobywaniu kontraktów o zakładanej rentowności. Wzrosnąć mają przychody z segmentu drogowego i eksportu (2008: 12% przychodów Erbudu, 2009: 20-25% przychodów Erbudu). Zarząd Erbudu będzie rekomendował pozostawienie zysku za rok 2008 w spółce.

Kontrakt na 157,4 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt na budowę Centrum Medycyny Inwazyjnej w Gdańsku. Wartość zlecenia to 157,4 mln PLN, z tego roboty w wysokości 60 mln PLN mają być przeprowadzone w 2009 roku. Realizacja prac ma zakończyć się w terminie 20 miesięcy od daty podpisania umowy.



Zawieszenie kontraktu budowlanego za 58,5 mln PLN

Erbud otrzymał informację od inwestora – Dom Development – o zawieszeniu realizacji kontraktu na budowę Osiedla Winnica, etap I (kontrakt podpisany w lipcu 2008). Wartość kontraktu to 58,5 mln PLN (6,4% przychodów prognozowanych na rok 2009). Do tej pory Erbud wykonał prace za 12,2 mln PLN. Zakończenie realizacji miało nastąpić we wrześniu b.r. Zgodnie z umową, jeśli zawieszenie robót będzie trwało dłużej niż 90 dni, inwestor zwaloryzuje koszt realizacji o wskaźnik inflacji.

Dom Development przedłuża zawieszenia prac we Wrocławiu o 3 miesiące

Dom Development poinformował o przedłużeniu zawieszenia prac we Wrocławiu (budowa osiedla mieszkaniowego, kontrakt na 102 mln PLN) o kolejne 3 miesiące.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 59,1 PLN

Cena docelowa: 65,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 711,1	25,8%	2 809,4	3,6%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	167,3	22,7%	146,5	-12,4%	MC (cena bieżąca)	1 182,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 020,0
EBIT	58,9	113,4	92,6%	143,5	26,6%	122,4	-14,7%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	105,3	39,4%	92,4	-12,2%		
P/E	22,3	15,7		11,2		12,8		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	16,3	12,0		9,2		10,1		Zmiana ceny: 6m	20,7%
P/BV	4,1	3,6		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	-1,1%
EV/EBITDA	12,7	7,5		6,1		7,0		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	0,1	0,0		3,2		4,5		Min (52 tyg.)	36,3



Wyniki Mostostalu Warszawa zaskoczyły nas pozytywnie, tak z uwagi na wyższe niż przewidywane przychody, jak i rentowność operacyjną. Wraz z publikacją wyników Q1 2009 Mostostal zmienił zasady księgowania kontraktów denominowanych w EUR. Pomimo tego, że wynik zgodnie ze starym wzorem stosowanym do wyceny kontraktów walutowych byłby niższy, to właśnie wyniki zgodnie z nowymi standardami należy traktować jako porównywalne na tle branży. Ze względu na przekroczenie naszych prognoz przychodów spółki, zdecydowaliśmy się na rewizję prognozy na rok bieżący i lata kolejne. Zapełnienie portfela zamówień na rok 2009 jest w zasadzie pełne, na rok 2010 zaś sięga 53%. Tym samym zapełnienie portfela zamówień jest wyższe niż w Budimexie (39%), mniejsze natomiast niż w Rafako (74%) i PBG (ponad 80%). Wycena Mostostalu Warszawa zgodnie z naszymi prognozami prezentuje się atrakcyjnie (P/E 2010 = 12,8, EV/EBITDA 2010 = 7). Gotówka netto sięgała na koniec Q1 2009 285,4 mln PLN (160,5 mln PLN po zrównoważeniu poziomów należności, zobowiązań i rozliczeń międzyokresowych po stronie aktywów i pasywów). Duże stany gotówkowe to znaczny margines bezpieczeństwa. W związku z wzrostem ceny akcji obniżamy rekomendację do akumuluj.

Wyniki Q1 2009: pod wpływem zmiany zasad księgowości

Mostostal Warszawa pozytywnie zaskoczył nas dynamiką przychodów, generując r/r 37% wzrostu przychodów w grupie i 69,0% w jednostce dominującej. Zgodnie z nową metodą księgowania kontraktów walutowych, rentowność brutto na sprzedaży wyniosła w Grupie 13%, zgodnie ze starą metodą zaś 10,1% (prognoza: 11,2%). Naszym zdaniem różnica w prognozowanej rentowności brutto na sprzedaży wynika z wyższych niż oczekiwane oszczędności kosztowych i wyższej pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych, która pojawiła się w rachunku zysków i strat (wyższa wycena przez rachunek zysków i strat to jednocześnie wyższe marże na części kontraktów realizowanej w Q1 2009). Wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się koszty zarządu w grupie (o 3,8 mln PLN), niższe zaś saldo pozostałych kosztów operacyjnych. W efekcie, zysk operacyjny wyniósł 55,3 mln PLN (stara metoda księgowania kontraktów: 36,8 mln PLN, prognoza: 33 mln PLN). Znacznie wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się pozostałe koszty finansowe netto. Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, ujemna wycena instrumentów pochodnych w rachunku zysków i strat wyniosła 26,5 mln PLN, tzn. jest to praktycznie cała pozycja z tytułu kosztów finansowych. Zakładaliśmy, że będzie to jedynie 5 mln PLN. Zgodnie z komentarzem przedstawiciela Mostostalu Warszawa, z 26,5 mln PLN instrumentów wycenionych przez rachunek zysków i strat, około 16 mln PLN to instrumenty zrealizowane w Q1 2009. Wyższe niż przewidywaliśmy były pozostałe przychody finansowe (10,4 mln PLN, przewidywaliśmy 2,3 mln PLN) wynikają one prawdopodobnie z dodatnich różnic kursowych. W efekcie wszystkich zaprezentowanych zdarzeń, wynik netto Mostostalu Warszawa wyniósł 26,9 mln PLN, w porównaniu do prognozy zakładającej 21,9 mln PLN. Zgodnie ze starą metodą księgowania kontraktów denominowanych w EUR, wynik netto wyniósłby 11,9 mln PLN. Podsumowując, wyniki Q1 2009 są naszym zdaniem lepsze od oczekiwań i konsensusu, który zakładał 610 mln PLN przychodów, 28,3 mln PLN zysku operacyjnego i 16,9 mln PLN zysku netto.

Kontrakt na 69,8 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt na budowę Collegium Humanisticum UMK w Toruniu. Roboty mają zakończyć się w 2011 roku. Wynagrodzenie spółki to 69,8 mln PLN (2,7% prognozowanych przychodów na rok 2009).

Kontrakt za 54,7 mln PLN

Wrobis podpisał kontrakt na zaprojektowanie i wykonanie budynków dla Akademii Medycznej we Wrocławiu. Wartość zlecenia to 54,7 mln PLN (2,2% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2009).



Protest w sprawie budowy metra; prognozy prezesa

Mostostal Warszawa złożył odwołanie do Krajowej Izby Odwoławczej w zakresie rozstrzygnięcia przetargu na budowę warszawskiego metra. Prezes Popiołek podtrzymał nieoficjalne szacunki zakładające wzrost przychodów spółki o 15%, przyznał też, że portfel spółki przekracza 3 mld PLN, przy tym opiera się on w większości na zeszłorocznych zleceniach.



PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 222 PLN Cena docelowa: 201,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 902,0	38,9%	3 198,8	10,2%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	360,1	33,2%	383,6	6,5%	MC (cena bieżąca)	2 981,5
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,4%		12,0%		EV (cena bieżąca)	3 745,4
EBIT	109,4	223,4	104,3%	313,4	40,3%	336,6	7,4%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	196,4	24,3%	217,6	10,8%		
P/E	29,2	18,9		15,2		13,7		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	22,8	14,6		12,3		11,3		Zmiana ceny: 6m	8,8%
P/BV	4,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-28,4%
EV/EBITDA	24,1	14,2		10,4		8,4		Max (52 tyg.)	312,0
Dyid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	175,3



Wyniki Q1 2009 nie były dla nas zaskoczeniem, nie spodziewamy się też, aby spółka mogła nas zaskoczyć pozytywnie wynikami w roku 2010. Firma podpisała już kontrakty zapewniające pokrycie ponad 80% prognozy przychodów na rok 2010. Mimo to, nie znajdujemy uzasadnienia, aby uważać, że inwestycja w PBG jest pozbawiona ryzyk. Uważamy, że Hydrobudowa Polska jest najsłabszym ogniwem Grupy. Kontrakty na budowę stadionów są zdarzeniem jednorazowym, w dodatku nie pozbawionym ryzyk (kara za opóźnienie w budowie Stadionu Narodowego to 3 mln PLN / dzień). Obawiamy się, że przy obecnym wzroście konkurencji w budownictwie ekologicznym, rentowności generowane przez Hydrobudowę mogą w 2011 roku konwergować do poziomu średniego dla typowych spółek budowlanych (+/- 3-3,5% marży EBIT). Kolejne firmy budowlane zapełniają już portfel zleceń na rok 2010, waga znacznego wypełnienia portfela na ten rok przez PBG traci więc powoli na znaczeniu. Nie będąc w stanie uzasadnić wyższej wyceny spółki, rekomendujemy redukcję jej waleorów.

Wyniki Q1 2009

Wyniki PBG okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, jeśli chodzi o wysokość przychodów i marżę brutto ze sprzedaży (odchylenie o +1,9% na przychodach i o +4,2% na poziomie brutto ze sprzedaży). Znacznie wyższy niż zakładaliśmy okazał się zaś zysk operacyjny (34,8 mln PLN, oczekiwaliśmy: 24,9 mln PLN, konsensus: 31,2 mln PLN). Spodziewaliśmy się, że pozycja z tytułu rozwiązania rezerwy na budowę oczyszczalni ścieków w Rybniku wyniesie 7 mln PLN. Rezerwy rozwiązane w całej Hydrobudowie 9 wyniosły 8,9 mln PLN, więc można powiedzieć, że ta pozycja jest zgodna z oczekiwaniami. Równocześnie szacowaliśmy, że pozostałe koszty operacyjne z tytułu przeszacowania wartości pozostałej rezerwy (kontrakt w EUR) wyniosą 13 mln PLN, pozycje z tego tytułu w Hydrobudowie 9 wyniosły zaś jedynie 4,7 mln PLN. W efekcie, zakładając, że pozycje w Hydrobudowie 9 wynikają z kwestii rozwiązania i wyceny rezerwy na kontrakt w Rybniku, różnica z tego tytułu sięga 10,2 mln PLN i w zasadzie w pełni wyjaśnia różnicę w prognozie zysku operacyjnego (skorygowana o te zdarzenia prognoza EBIT wyniosłaby 35,1 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów finansowych okazało się wyższe niż oczekiwaliśmy (4 mln PLN) i wyniosło 9,5 mln PLN. Wynika to z przeszacowania wartości dodatknych różnic kursowych. Oczekiwaliśmy z tego tytułu 4,5 mln PLN przychodu, jest 1,1 mln PLN przychodu z tytułu transakcji rynku finansowego oraz 2,3 mln PLN ujemnych różnic kursowych. Koszty odsetkowe netto były nieznacznie niższe niż oczekiwaliśmy (7 mln PLN, przewidywaliśmy 8 mln PLN). Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się podatki. Z tytułu rozliczenia straty podatkowej z lat ubiegłych w Hydrobudowie Polska (a konkretnie Hydrobudowie 9) oczekiwaliśmy efektywnej stopy podatkowej = 13%, jest: 9,1%. Niższy niż prognozowany okazał się także zysk akcjonariuszy mniejszościowych.

Podpisany kontrakt na budowę Stadionu Narodowego

Konsorcjum z udziałem PBG i Hydrobudowy Polska podpisało kontrakt na budowę Stadionu Narodowego o wartości 1,25 mld PLN. Firmy Hydrobudowa Polska i PBG będą odpowiedzialne za 50% wartości prac (Hydrobudowa: 25%, PBG: 25%). Prace budowlane mają zakończyć się w terminie 24 miesięcy od podpisania umowy.

Maksimum 2% marży na budowie Stadionu Narodowego?

Zgodnie z wypowiedzią dyrektora Alpine Construction, p. Sikory, konsorcjum budujące Stadion Narodowy w Warszawie zakłada uzyskanie na projekcie marży netto na poziomie maksimum 2% netto.

Nowe kontrakty Grupy PBG

PBG podpisało kontrakt na budowę Tłoczni Gazu Goleniów. Inwestorem jest spółka Gaz-System. Wartość umowy to 54,9 mln PLN (1,9% prognozowanych na rok 2009 przychodów).

Grupa podpisała też kontrakt na modernizację stacji wodociągowej w Bydgoszczy z MWiK w Bydgoszczy. Wartość kontraktu to 82,45 mln PLN, z tego na spółkę zależną PBG, Hydrobudowa 9, przypada 70% (2,0% prognozowanych przychodów Grupy w 2009 roku).

Polimex nie jest zainteresowany połączeniem z PBG

Jacek Krzyżaniak, członek rady nadzorczej i rzecznik PBG, poinformował, że władze i akcjonariusze Polimexu nie są zainteresowane połączeniem obu firm (wymiana akcji Hydrobudowy Polska na akcje Polimexu). Prezes Polimexu, Konrad Jaskóła, przyznaje, że obecnie spółka skupia się na rozwoju organicznym i na razie nie planuje akwizycji.

Plany przejęć w segmencie budownictwa energetycznego: cele

Grupa PBG namierzyła na Śląsku 3 cele przejęć. Jest to Energomontaż Południe, Zakłady Remontowe Energetyki Katowice oraz Energoprojekt – Katowice. Prezes Energomontażu Południe nie potwierdza prowadzenia rozmów z PBG. Prezes ZRE Katowice potwierdza, że otrzymał taką propozycję od PBG, wielkopolska spółka nie jest jedyną, która złożyła taką propozycję, zaś dotychczasowi akcjonariusze tanio nie sprzedadzą swoich udziałów. W kręgu zainteresowań znalazł się także Energoprojekt – Katowice, akcjonariusze jednak nie są zainteresowani łączeniem się z większymi podmiotami (statut spółki na to nie zezwala). ZRE Katowice wypracowały w 2008 roku 260 mln PLN przychodów i 10 mln PLN zysku netto. Po pierwszych 4 miesiącach przychody spółki sięgnęły już 71 mln PLN, zysk netto zaś 5 mln PLN. Przychody Energoprojektu Katowice wyniosły w 2008 roku 80 mln PLN, zysk netto zaś 2,1 mln PLN. PBG jest zainteresowane także przejęciem spółki projektowej na Słowacji, której przychody sięgają kilkunastu mln PLN.

Plany przejęć w segmencie budownictwa energetycznego: finansowanie

Spółka analizuje różne warianty sfinansowania transakcji, wraz z inwestorami finansowymi. Celem jest pozyskanie z rynku około 200 mln PLN. Propozycja wybrana przez spółkę zostanie zaprezentowana akcjonariuszom na WZA 4 czerwca b.r. Jednym z wariantów jest oferta publiczna obligacji i warunkowa emisja nawet 4 mln akcji. Drugi wariant zakłada emisję 865 tys. akcji, która prawdopodobnie mogłaby zostać przeprowadzona bez przygotowania prospektu emisyjnego. Trzecim wariantem jest upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału w ciągu dwóch lat o 2,7 mln akcji.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

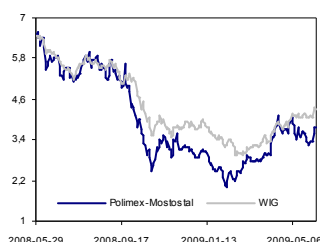
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 909,0	14,1%	4 449,6	-9,4%	Liczba akcji (mln)	476,7
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	332,5	11,4%	300,5	-9,6%	MC (cena bieżąca)	1 792,5
marża EBITDA	5,5%	6,9%		6,8%		6,8%		EV (cena bieżąca)	2 446,1
EBIT	160,4	228,1	42,2%	251,2	10,1%	201,3	-19,8%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	155,7	29,6%	129,1	-17,1%		
P/E	17,9	14,9		11,5		13,9		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	12,4	9,4		7,6		7,9		Zmiana ceny: 6m	20,1%
P/BV	1,8	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-41,3%
EV/EBITDA	11,1	7,9		7,4		7,5		Max (52 tyg.)	6,4
Dyid (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Polimex pozostaje jedną z najtańszych firm budowlanych notowanych na GPW. Przewidujemy, że wyniki Q2 2009 będą bardzo dobre. Zwracamy uwagę, że w związku z poprawą wyników w segmencie energetycznym, dróg i kolei oraz budownictwa, znaczenie segmentu produkcyjnego w generowaniu wyniku operacyjnego maleje. W latach ubiegłym segment produkcyjny zapewniał około 45% wyniku, w roku bieżącym będzie to naszym zdaniem już jedynie 18,1%. W 2010 roku, który naszym zdaniem będzie najtrudniejszy dla segmentu, udział segmentu w wyniku Polimexu spadnie do 16,9%. Przewidujemy znaczny wzrost udziału segmentów nie zagrożonych załamaniem koniunktury (energetyka, 2008: -1,8%, 2009: 25,5%, 2010: 35,6%; drogi i kolei, 2008: 9,6%, 2009: 10,0%, 2010: 13,6%). Obniżenie prognozy przychodów na rok 2010 wynika z zapowiadanej zmiany standardów księgowych (spółka w segmencie dróg i kolei będzie księgować w przychodach jedynie przychody odpowiadające jej udziałowi w konsorcjum). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2009: ogółem

Wyniki Polimexu na poziomie przychodów i zysku brutto ze sprzedaży okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami (odchylenia nie przekraczają 3,5%). Koszty zarządu i sprzedaży nie odchyliły się istotnie od prognoz (prognoza: 51,8 mln PLN, jest: 53,9 mln PLN). W efekcie, zysk operacyjny również jest bliski naszych oczekiwań. Znaczna różnica występuje na poziomie pozostałych kosztów finansowych netto (prognoza: 31,2 mln PLN, jest: 10,4 mln PLN). Zakładaliśmy, że w zasadzie nie wystąpią pozostałe przychody finansowe (założenie konserwatywne), zaś strata na wycenie instrumentów pochodnych wyniesie 20 mln PLN. Faktycznie jednak pozostałe przychody operacyjne wyniosły aż 34,0 mln PLN (prognoza: 0,7 mln PLN), co związane jest z dużymi dodatnimi różnicami kursowymi. 90% z 34 mln PLN to dodatnie różnice kursowe, z tego 50% to różnice niezrealizowane, które mogą być odwrócone w kolejnym kwartale, zakładając niższy niż na koniec Q1 2009 kurs EUR/PLN (<4,70). Pozostałe koszty finansowe wyniosły 44,4 mln PLN (prognozowaliśmy 31,9 mln PLN). Wynik z wyceny instrumentów pochodnych wyniósł 22 mln PLN. Wyższy niż oczekiwaliśmy okazał się podatek (10,5 mln PLN, efektywna stopa podatkowa = 20,4%, oczekiwaliśmy: podatek = 3,1 mln PLN, efektywna stopa podatkowa = 11%). Znacznie wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się zyski akcjonariuszy mniejszościowych (6,6 mln PLN, oczekiwania: 0,5 mln PLN). Związane jest to naszym zdaniem m.in. z korzystnymi wynikami Energomontażu Północ oraz dodatnimi różnicami kursowymi w innych spółkach zależnych.

Wyniki Q1 2009: segmenty

Wyniki w segmencie chemicznym są zgodne z naszymi oczekiwaniami (przewidywaliśmy 172,8 mln PLN przychodów, przy marży brutto na poziomie 11%). Przychody w segmencie energetycznym są zgodne z naszymi oczekiwaniami (190 mln PLN), wyższa jest natomiast marża brutto (przewidywaliśmy 8,5%). Spółka tłumaczy wyższą marżę zakończeniem realizacji starych, generujących straty kontraktów. Tak wysoka rentowność nie wynika z rozwiązania rezerw, mimo to, nie powinna się jednak powtórzyć w kolejnych kwartałach. Przychody w segmencie budownictwa są wyższe od oczekiwań (204 mln PLN), podobnie marża brutto (oczekiwaliśmy 9,0%). Wyższe przychody tłumaczymy przeszacowaniem przez nas efektu sezonowego. Spółka oczekuje, że w kolejnych kwartałach marża w segmencie będzie niższa niż 10,8%. Przychody w segmencie produkcji nas nie zaskoczyły (oczekiwaliśmy 163,2 mln PLN), wyższa jest natomiast marża (prognoza: 22,5%). Niższe niż oczekiwane okazały się przychody w segmencie dróg i kolei (prognoza: 168,0 mln PLN), znacznie niższa była też marża brutto na sprzedaży (przewidywaliśmy 6,8%). Niższe przychody wynikają z czynników sezonowych (zawieszenie części prac w segmencie drogowym).

Polimex nie wyklucza marży netto = 3,5% w 2009 roku

Prezes Jaskóła spodziewa się, że marża netto na sprzedaży w Q2 2009 może wynieść od 3,1% do 3,9%. Dyrektor finansowy, p. Kiernożycki, dodał, że gdyby utrzymało się tempo wzrostu wyników, tak jak w roku ubiegłym, marża netto na koniec tego roku wyniosłaby 3,5%. Jest to stwierdzenie o charakterze hipotetycznym. Portfel zamówień spółki wynosi obecnie 7,7 mld PLN.

Polimex podpisał list intencyjny w sprawie budowie elektrociepłowni o mocy 200 MW

Polimex Mostostal podpisał list intencyjny z Zakładami Azotowymi w Tarnowie, PGNiG oraz Tauron Energia w sprawie budowy nowej elektrociepłowni o mocy 200 MW oraz modernizacji istniejącej elektrociepłowni o mocy 65 MW na terenie Azoty Tarnów. W ramach przedsięwzięcia Polimex opracuje koncepcję i założenia techniczne, warianty finansowania inwestycji, ewentualnie zrealizuje planowaną inwestycję i modernizację, ewentualnie obejmie funkcję operatora elektrociepłowni.

Kontrakt Torpolu o wartości 95 mln PLN

Torpol zawarł kontrakt na modernizację linii kolejowej E-65 Warszawa-Gdynia o wartości 21,7 mln EUR (95 mln PLN, czyli niecałe 2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2009) z PKP Energetyka. Termin wykonania upływa w grudniu 2010 roku.

Zmiana standardów księgowych od 2010 roku

Z początkiem przyszłego roku Polimex zamierza zmienić sposób rozpoznawania przychodów z umów realizowanych w konsorcjach. Dotychczas przychody z tego typu kontraktów były ujmowane w całości w rachunku wyników spółki, jeśli Polimex był liderem konsorcjum. Przychody należne pozostałym konsorcjantom były wykazywane jako koszty. Zgodnie ze standardem MSR 31, który spółka zamierza zastosować od przyszłego roku, spółka będzie rozpoznawać jedynie przychody i koszty odpowiadające jej udziałom w konsorcjum. W efekcie, nie zmienią się wyniki na poziomie operacyjnym, spadną zaś przychody (w 2008 roku zgodnie z MSR 31 spółka zaprezentowała przychody niższe o 240 mln PLN). Z uwagi na niższe przychody i stały zysk operacyjny, wzrosną marże.

Polimex wypłaci 4,6 mln PLN w formie dywidendy

Zarząd Polimexu w projektach uchwał ZWZA zawarł plan wypłaty 4,6 mln PLN w formie dywidendy. W efekcie, dywidenda wyniosłaby 0,01 PLN na akcję (stopa dywidendy = 0,26%). ZWZA odbędzie się 16 czerwca.



Rafako (Kupuj)

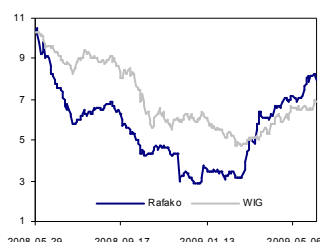
Cena bieżąca: 8 PLN

Cena docelowa: 8,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-14

(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%	1 121,2	5,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	68,4	-10,2%	64,2	-6,1%	MC (cena bieżąca)	553,3
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,4%		5,7%		EV (cena bieżąca)	339,7
EBIT	22,1	60,8	175,6%	52,6	-13,5%	48,0	-8,8%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		37,8		41,1	8,5%		
P/E	45,4			14,6		13,5		Zmiana ceny: 1m	10,7%
P/CE	21,9	147,6		10,3		9,7		Zmiana ceny: 6m	148,4%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-18,8%
EV/EBITDA	9,3	4,0		5,0		4,7		Max (52 tyg.)	9,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Wyniki kwartalne Q1 2009 okazały się lepsze od naszych oczekiwań. Zauważamy, że rozwój sytuacji w zakresie nowych inwestycji w Polsce przebiega korzystnie, biorąc pod uwagę środowisko kryzysu finansowego. Najbardziej zaawansowany jest przetarg na budowę nowego bloku w Siekierkach. Do drugiego etapu przeszły 4 konsorcja, w tym konsorcjum Rafako i Mostostal Warszawa. Konsorcjum obu spółek naszym zdaniem, przy utrzymaniu wysokich kursów EUR/PLN, może posiadać przewagę kosztową nad konkurencją (Polimex Mostostal i BWE; Foster Wheeler, Budimex; Alstom). W przygotowaniu jest specyfikacja przetargu na budowę nowego bloku w Opolu (900-1000 MW). Wbrew wcześniejszym obawom, EdF jednak zbuduje nowy blok w Rybniku. Spółka ogłosiła zbiorczy przetarg na budowę łącznie 3 bloków w Europie, w związku z tym, żaden z krajowych graczy nie ma szans stać się generalnym wykonawcą inwestycji. Możliwe są jednak kontrakty podwykonawcze. Obecnie wypełnienie portfela Rafako na rok 2009 jest w zasadzie pełne, na rok 2010 zaś wynosi 74%. Uważamy, że spółka ma duże szanse na zdobycie w ciągu najbliższych 1-2 miesięcy kontraktu na budowę instalacji odsiarczania w elektrowni Bełchatów (wartość kontraktu to ponad 300 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2009

Wyniki Rafako są lepsze od naszych oczekiwań, pomimo niższych niż prognozowane przychodów. Z uwagi na wzrost udziału kotłów w portfelu zamówień spółki, w porównaniu do poprzednich lat, oczekiwaliśmy stosunkowo znacznych przychodów, biorąc pod uwagę silniejszą zimę niż w dwóch ostatnich latach. Prognozowaliśmy realizację 21% rocznej prognozy przychodów w Q1 2009, spółka wygenerowała 19,7%. Nie traktujemy niższych przychodów w Q1 2009 jako kwestii, która mogłaby zaważyć na całorocznej prognozie obrotów spółki. Wyższa niż oczekiwana okazała się rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży oraz na poziomie operacyjnym. Wzrost rezerw na premie i nagrody jubileuszowe mógł wpłynąć na wzrost kosztów zarządu o około 0,4 mln PLN w stosunku do naszej prognozy (szacunki DI BRE). Pozostała różnica jest nieistotna. Ruchy na rezerwach zgodnie z naszą oceną mogły zawyżyć zysk brutto na sprzedaży o 0,5 mln PLN. Jest to kwota nieistotna. Generalnie, wyniki na poziomie operacyjnym (rentowność %) są lepsze niż oczekiwania. Zbliżone do oczekiwań okazały się pozostałe koszty finansowe netto, wyższa zaś okazała się efektywna stopa podatkowa. W efekcie, pomimo odchylenia w wysokości 26,9% w prognozie zysku brutto przed opodatkowaniem, odchylenie w prognozie zysku netto sięga jedynie 10,2%.

Komentarz prezesa po wynikach Q1 2009

Prezes Rafako przyznaje, że kilka dużych inwestycji realizowanych przez spółkę zwolniło tempo prac, jednak nie należy spodziewać się dalszych spadków obrotów w kolejnych kwartałach. Wszystko wskazuje, że Q2 2009 będzie dla spółki równie udany. Portfel zleceń Rafako wynosi obecnie 2 mld PLN. Spółka liczy na wygranie kilku dużych kontraktów. W krótkim terminie prezes nie spodziewa się realizacji transakcji przejęć.

Podpisany kontrakt na IOS w ZE Dolna Odra

Spółka poinformowała o podpisaniu kontraktu na budowę instalacji odsiarczania spalin dla bloków 5 i 6 w Elektrowni Dolna Odra. Wartość kontraktu to 258 mln PLN. Termin zakończenia prac przypada na marzec 2012 roku. Obecnie trwają prace projektowe. Na placu robót spółka pojawi się za 4 miesiące.

Millennium protestuje przeciw przekazaniu kontraktów Elwo do Rafako

W związku z upadłością Elwo, bank Millennium musiał utworzyć rezerwy na 50 mln PLN (łącznie rezerwy banków na opcje Elwo sięgają 150 mln PLN). Kilka banków będzie też musiało utworzyć rezerwy na niespłacone kredyty (do 100 mln PLN). Wątpliwości banku budzi przejęcie



kontraktów Elwo przez Rafako (o wartości 350 mln PLN, większość w EUR). Bank sprzeciwia się także przejmowaniu pracowników Elwo przez Rafako. Prezes Różacki zapewnia, że wszystko odbyło się legalnie. Zleceniodawcy pozrywali kontrakty z Elwo i rozpoczęli poszukiwanie nowych wykonawców. Syndyk Elwo przyznał, że na razie nie dostrzega uchybień.

Potencjalne kontrakty

Najprawdopodobniej jeszcze w tym roku rozpoczną się procedury przetargowe na budowę trzech bloków o mocy 500 MW każdy, w których Rafako zapowiada swój udział. Przygotowuje się także do uczestnictwa w przetargach na budowę spalarni śmieci w polskich miastach. Spółka liczy także na trzy kolejne kontrakty na budowę instalacji odsiarczania w Polsce.



Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	879,4	10,7%	949,5	8,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,3	36,8%	70,1	-15,9%	MC (cena bieżąca)	613,2
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		7,4%		EV (cena bieżąca)	397,7
EBIT	29,6	53,0	79,3%	66,9	26,2%	53,8	-19,6%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	65,0	18,8%	54,3	-16,4%		
P/E	17,4	11,2		9,4		11,3		Zmiana ceny: 1m	-10,9%
P/CE	14,3	9,8		7,5		8,7		Zmiana ceny: 6m	-10,1%
P/BV	3,4	2,0		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-30,4%
EV/EBITDA	12,1	5,8		4,8		5,1		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Wyniki Trakcji Polskiej za Q1 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że w kolejnych kwartałach bieżącego roku wyniki spółki będą bardzo dobre, co związane jest z wyceną kontraktów budowlanych po kursie EUR/PLN = 4,7 na koniec Q1 2009 oraz wygenerowanymi oszczędnościami kosztowymi. Negatywnym zaskoczeniem dla nas odrzucenie oferty Trakcji Polskiej w przetargu na budowę LCS Ciechanów. Spółka obecnie zastanawia się nad złożeniem odwołania w tej sprawie do Krajowej Izby Odwoławczej. Wynik odrzucenia oferty ma ograniczony wpływ na wyniki 2009 roku (-60 mln PLN przychodów, -3 mln PLN zysku netto), może jednak mieć wpływ na wyniki roku 2010 (spadek pokrycia portfelem zamówień prognozowanych na rok 2010 przychodów z 50% do 20%). Nie sądzimy, aby PKP PLK powstrzymała proces inwestycyjny, w efekcie spodziewamy się ogłoszenia kolejnych dużych przetargów w Q3 2009. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z średnioterminowym horyzontem inwestycyjnym. Przypominamy, że w roku ubiegłym portfel zamówień w tym samym czasie był porównywalnej wielkości (obecnie portfel na rok 2010 to 200 mln PLN).

Wyniki Q1 2009

Wyniki Trakcji Polskiej za Q1 2009 są zbliżone do naszych oczekiwań, lepsze zaś od konsensusu prognoz. Przychody Trakcji okazały się o 9 mln PLN niższe niż oczekiwaliśmy, co tłumaczymy niedoszacowaniem efektu sezonowego (budownictwo szynowe w niewielkiej skali prowadzone jest w warunkach zimowych). Wycena instrumentów pochodnych na koniec Q1 2009 po kursie 4,7 (Q4 2008: 4,17) zaniżyła przychody zgodnie z naszymi szacunkami o około 25 mln PLN. Wzrost kursu EUR/PLN podwyższył przychody o około 15 mln PLN, w efekcie, zaniżenie przychodów netto sięga 10 mln PLN. Rentowność brutto ze sprzedaży jest wyższa niż oczekiwaliśmy o 0,6 p.p. Nieznacznie wyższe od prognozowanych okazały się koszty zarządu i sprzedaży. Wyższe niż oczekiwaliśmy okazało się saldo pozostałych przychodów operacyjnych, w efekcie, wynik operacyjny i wynik netto jest lepszy od naszych oczekiwań. Na wynik netto pozytywnie wpłynęło też duże dodatnie saldo pozostałych przychodów finansowych, negatywny wpływ zaś nastąpił ze strony wyższego niż przewidywany zaksięgowanego podatku. W porównaniu do konsensusu, nawet po uwzględnieniu pozostałych przychodów operacyjnych netto w wysokości 1,4 mln PLN (potencjalne zdarzenia jednorazowe), wynik jest lepszy od oczekiwań. Generalnie, uważamy, że zaprezentowane wyniki Trakcji Polskiej są neutralne. Przy tak dużej pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych, która wpływa już na poziom przychodów i do tego nie jest ujawniana, potencjalne różnice w szacunkach powodują bardzo duże odchylenia w prognozowanym wyniku spółki. Zwracamy uwagę, że duża pozycja z wyceny instrumentów pochodnych może być odwracana już w Q2 2009, co wpłynie na wyższy poziom przychodów i wyższe marże (dodatkowo, przypominamy, że kontrakty wycenione są na koniec Q1 2009 po kursie 4,7 EUR/PLN, podpisywane zaś były przy kursach EUR/PLN = 3,5-3,8).

LCS Ciechanów: oferta Trakcji odrzucona

Oferta Trakcji Polskiej na budowę LCS Ciechanów (429 mln PLN) została odrzucona przez PKP PLK. Powodem były wadliwie sporządzone gwarancje. PKP PLK wybrała droższą o 40 mln PLN ofertę konsorcjum Tchas, Leonhard Weiss, Zakłady Usług Energetycznych i Komunikacyjnych grupa ZUE oraz Przedsiębiorstwo Napraw i Utrzymania Infrastruktury Kolejowej w Krakowie. Wybór oferty konsorcjum na czele z Tchas może zostać unieważniony, jeśli Trakcja Polska odwoła się do Krajowej Izby Odwoławczej. Pozwolić ma to na usunięcie braków i ponowne rozpatrzenie oferty.

Perspektywa przychodów i wyniku w 2009 i 2010 roku

Podpisanie kontraktu na LCS Ciechanów (429 mln PLN, oferta Trakcji jest najkorzystniejsza cenowo), mogłoby pozwolić spółce na wygenerowanie 80 mln PLN dodatkowych przychodów w

2009 roku. Realne jest więc 850 mln PLN przychodów. Szacunki analityków zapowiadające 60-65 mln PLN zysku nie są pozbawione sensu. Portfel zamówień na rok 2009 najprawdopodobniej już znacząco nie wzrośnie, a kolejne zapowiadane przetargi nie przyniosą już prawdopodobnie przychodów w tym roku (od ogłoszenia przetargu do pierwszych wpływów mija często 6 miesięcy). Zgodnie z oceną prezesa, PKP PLK zainwestuje w budowę i modernizację podobną kwotę, co w 2008 roku, dlatego kilkuprocentowy wzrost przychodów będzie dużym sukcesem, wynikać również będzie ze wzrostu kursu EUR/PLN. Najbliższe miesiące zaś mają szansę przynieść prawdziwy wysyp przetargów o wartości 3 mld PLN, których realizacja przypadnie na lata następne (odcinek Wrocław – granica woj. Dolnośląskiego: 1 mld PLN, LCS Działdowo: 1 mld PLN, odcinek Grodzisk – Skierniewice: 700 mln PLN). Wydatki PKP PLK w 2010 roku powinny wynieść 4,5 mld PLN (2009: 3,6 mld PLN, 2008: 3,2 mld PLN), co ma dać 20% wzrost przychodów grupy. Zdaniem prezesa marża na realizacji LCS Ciechanów jest niższa niż 10%, spółka musiała zejść z ceną, gdyż groziły jej w drugiej połowie roku przestoje. Mimo to, marża jest „godziwa”. Portfel zamówień na 2010 rok sięga 500 mln PLN (blisko połowa oczekiwani zarządu spółki na rok kolejny). Istnieje spora szansa, że w 2010 roku rentowność Grupy nie spadnie, gdyż rośnie wydajność pracy. Prezes uważa, że wejście konkurencji spółce nie grozi. Wzmocnienie kursu EUR/PLN dodatkowo zmniejsza atrakcyjność ofert zagranicznych spółek.

Trakcja Polska planuje konsolidację w ramach większej grupy

Prezes Radziwiłł zapowiada, że na jesieni zaproponuje akcjonariuszom utworzenie większej grupy budowlanej (jeszcze nie są prowadzone formalne rozmowy, więc trudno o szczegóły). Chodzi o połączenie z firmą lub firmami, które zajmują się budownictwem drogowym oraz związanym z ochroną środowiska i energetyką. Obecnie Trakcja skupi się na przejęciach dwóch firm, m.in. PRK Kraków i Kolbet. W przetargu na PRK Kraków oferty złożyło 8 firm. Obecnie Trakcja ma około 180 mln PLN gotówki, z tego 110 mln PLN z emisji. Większość tych środków ma zostać przeznaczona na przejęcia. Wybudowane mają zostać farny o mocy łącznie 300 MW, udział Trakcji i Comsy (akcjonariusza większościowego) ma wynieść 50%. Prezes uważa, że w zakresie budownictwa kolejowego obecny rok będzie trochę gorszy od poprzedniego. Wynika to z przesunięcia i odwołania kilku dużych kontraktów (m.in. na budowę LCS Działdowo).

Realizacja planów w zakresie energetyki wiatrowej

Trakcja Polska podpisała umowę kupna 25,2 mln akcji spółki Eco-wind Construction od zarejestrowanego w Luksemburgu funduszu Precordia. Cena zakupu akcji odpowiada ich wartości nominalnej. Spółka obejmie także 7,5 mln akcji nowej emisji. Łącznie spółka obejmie 31,36% akcji spółki. Razem z Trakcją w akcje spółki zainwestuje główny udziałowiec giełdowej firmy, Comsa. Trakcja i Comsa będą łącznie miały 50% udziału w kapitale Eco-wind Construction. Spółka chce inwestować w budowę farm wiatrowych w północnej Polsce. Zamierza zajmować się jedynie przygotowaniem projektów. Potem będzie sprzedawać je innym firmom. Pierwsze przychody i zyski z działalności spodziewane są najwcześniej pod koniec tego roku.

Trakcja zainteresowana przejęciem Kolbetu

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Radziwiłła, Trakcja prowadzi negocjacje z NFI Progress w sprawie zakupu pakietu kontrolnego (60% akcji) Wytwórni Podkładów Strunobetonowych Kolbet. Prawdopodobnie spółka kupiłaby też 40% akcji, kontrolowanych przez Polish Capital Investments. Kolbet kontroluje około 50% rynku podkładów kolejowych. Na zakończenie rozmów trzeba jeszcze poczekać. Trakcja złożyła już wniosek do UOKiK, negocjacje cenowe ciągle jednak trwają. Spółka produkuje wyroby używane do budowy i modernizacji linii kolejowych. NFI Progress nabył akcje Kolbet w kwietniu bieżącego roku od Polish Capital Investments, za kwotę 36 mln PLN. Proponowana dziś cena prawdopodobnie będzie większa, gdyż Kolbet kupił w 2008 roku za 55 mln PLN Wytwornię Podkładów Strunobetonowych w Goczałkowie. Transakcję w całości sfinansował długiem. Kolbet w wypracował w 2008 roku 35 mln PLN przychodów i 6,5 mln PLN zysku netto. Na zysk netto miały wpływ takie czynniki jak sprzedaż nieruchomości za 6 mln PLN oraz koszt obsługi długu na kupno Gołczakowa (3 mln PLN). WPS Gołczaków osiągnął w 2008 roku 38,7 mln PLN przychodów i 5,6 mln PLN zysku netto. O przejęcie Kolbetu z Trakcją Polską zamierza rywalizować Przedsiębiorstwo Napraw Infrastruktury, spółka z grupy PKP.

Nowy kontrakt wart 35,2 mln PLN

Trakcja Polska zawarła umowę z PKP PLK na odbudowę i modernizację linii E-30/CE-30 na odcinku Opole-Wrocław-Legnica, szlak Środa Śląska – Malczyce, wraz ze stacją Malczyce. Wartość umowy to 35,2 mln PLN (4% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin zakończenia prac przypada na 18 miesięcy od podpisania umowy.

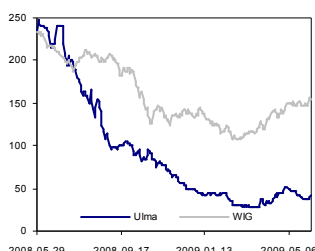


Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-26

	Cena bieżąca: 41,3 PLN			Cena docelowa: 40,2 PLN				
(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	222,6	241,5	8,5%	182,3	-24,5%	190,0	4,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	72,9	-29,5%	76,6	5,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	48,7%	42,8%		40,0%		40,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	17,8	-56,4%	22,1	23,9%	Free float
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	4,7	-81,6%	9,8	105,6%	
P/E	4,3	8,4		45,7		22,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,3	2,5		3,6		3,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,6	3,8		4,7		4,1		Max (52 tyg.)
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)



Wyniki Q1 2009 były gorsze niż nasze oczekiwania, różnica nie jest jednak istotna, zważywszy na specyfikę działalności spółki (90% kosztów własnych sprzedaży jest stałe, niewielkie odchylenie na przychodach znacząco wpływa na wynik netto). Zwracamy uwagę, że pomimo straty netto, Ulma wygenerowała 15,6 mln PLN EBITDA oraz dodatnie przepływy operacyjne w wysokości 15,1 mln PLN. Tak wysoka EBITDA wynika ze specyfiki działalności spółki (dzierżawa majątku o średnio 8-letniej żywotności, tzn. wysokiej amortyzacji). Uważamy, że sytuacja na rynku dzierżawy szalunków jeszcze przez najbliższe miesiące może ewoluować w kierunku spadku stawek dzierżawy, jesteśmy już jednak blisko dna. Nie przewidujemy strat wykazywanych w rachunku zysków i strat w kolejnych kwartałach. Ze względu na pozycję Ulmy w cyklu budowlanym (ekspozycja na stany surowe, które w tym roku będą pod presją bardzo małej liczby nowych budów), uważamy, że ten rok będzie dla spółki najtrudniejszy. Sytuacja poprawi się w roku 2010, jednak faktycznie atrakcyjne wyniki powinny być opublikowane dopiero w roku 2011. Zwracamy uwagę, że działalność Ulmy charakteryzuje się w porównaniu do generalnych wykonawców inną cyklicznością. W 2011 roku, kiedy marże w generalnym wykonawstwie mogą być pod presją wzrostu kosztów w budownictwie, Ulma będzie poprawiać wyniki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2009

Wyniki Ulmy za Q1 2009 są gorsze od naszych oczekiwań. Pomimo braku odchylenia na przychodach, wyższe okazały się koszty własne sprzedaży (o 1,5 mln PLN) oraz koszty zarządu (o 0,7 mln PLN). Różnica w przypadku prognozy kosztów własnych sprzedaży związana jest z różnicą w szacunku kosztów własnych sprzedaży o stałym charakterze. W efekcie, różnica w wyniku operacyjnym wyniosła 1,6 mln PLN. Różnice w przypadku pozostałych kosztów finansowych netto nie są istotne. Strata netto wyniosła 3,2 mln PLN, tzn. była o 1,1 mln PLN niższa niż prognozowaliśmy. EBITDA w Q1 2009 wyniosła 15,6 mln PLN (różnica: 8,8%). Dodatnie przepływy operacyjne wyniosły 15,1 mln PLN. Ulma zmieniła sposób prezentacji wyników w segmentach działalności. Obecnie wyróżniane są jedynie wyniki segmentu obsługi budów i sprzedaży materiałów budowlanych. Nie prezentowane są już segmenty regionalne, co tłumaczymy bardzo niskimi przychodami wygenerowanymi na rynku kazachskim i ukraińskim. W Q1 2009 spółka uzyskała 34,2 mln PLN przychodów z segmentu obsługi budów (dzierżawa szalunków). Wynik operacyjny w segmencie wyniósł 1,4 mln PLN. Przychody w segmencie sprzedaży materiałów budowlanych (sprzedaż systemów szalunkowych – środków trwałych oraz produktów i towarów, a także innych materiałów budowlanych) wyniosły 6,1 mln PLN, rentowność operacyjna zaś 0,6 mln PLN. Wysoka rentowność wynika naszym zdaniem ze zbycia starych, w większości zamortyzowanych systemów szalunkowych po cenie wyższej niż wartość księgowa netto. Podsumowując, niskie przychody wynikają naszym zdaniem z czynników takich jak: warunki pogodowe (silniejsze zima niż w 2 ostatnich latach), spadek stawek dzierżawy szalunków, utrata przychodów z rynków eksportowych. Koszty własne sprzedaży są naszym zdaniem w około 90% niezmiennie. Niższa skala działalności spowodowała wygenerowanie straty.



Unibep (Trzymaj)

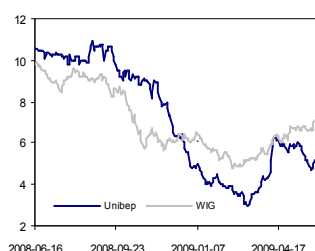
Cena bieżąca: 5 PLN

Cena docelowa: 5,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-26

(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 (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	28,1	-15,9%	18,3	-35,0%	MC (cena bieżąca)	169,6
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,1%		3,5%		EV (cena bieżąca)	191,7
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	11,6	6,1		9,4		13,6		Zmiana ceny: 1m	-14,8%
P/CE	10,7	5,8		7,5		10,0		Zmiana ceny: 6m	-23,1%
P/BV	8,2	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-53,2%
EV/EBITDA	7,3	3,4		6,8		7,2		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Unibep liczy na 1 mld PLN przychodów w 2011 roku. Strategia jest bez wątpienia ambitna, ale i obarczona ryzykiem. Aby zrealizować założenia zarządu, spółka będzie musiała budować obiekty, których do tej pory nie budowała (ryzyka techniczne), a także wygrywać w przetargach oferując najniższą cenę (ryzyka braku materializacji spadku cen budowy). Założone cele strategiczne skłoniły Unibep do podpisania kontraktów „warunkowych” na budowę biurowca w Warszawie i osiedla domów pod Moskwą. Kontrakty te wchodzą w realizację w momencie pozyskania przez inwestora finansowania, podpisane są zaś w EUR. W efekcie, Unibep narażony jest na ryzyko kursowe, gdy najpierw PLN umocni się, a następnie kontrakt wejdzie w fazę realizacji. Unibep nie jest na tle rynku drogi, jednak mała płynność walorów i ryzyka związane z pozyskanymi kontraktami warunkowymi naszym zdaniem nie zachęcają do zwiększenia zaangażowania w akcjonariacie spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, z podwyższoną ceną docelową. Nieznacznie korygujemy prognozy wyników finansowych. Nie wykluczamy podniesienia wyceny i prognoz wyników spółki, w przypadku pozyskania nowych kontraktów o wysokiej jakości.

Wyniki Q1 2009

Wyniki zaprezentowane przez Unibep są lepsze od naszych oczekiwań. Pomimo nieznacznie niższych niż prognozowane przychodów, wyższa okazała się rentowność brutto na sprzedaży. Wyjątkowo wysoka okazała się rentowność w zakresie budownictwa ogólnego w kraju (16,9%). Przypuszczamy, że związane jest to z rozliczeniem kończących się kontraktów budowlanych. Niska okazała się rentowność w zakresie działalności eksportowej i deweloperskiej. Nadzwyczajnie wysoka była rentowność z działalności pozostałej (produkcja), przypuszczamy, że może to być związane ze zdarzeniami jednorazowymi (rozwiązania rezerw,...). O blisko 0,8 mln PLN niższe od naszych oczekiwań i o około 0,4 mln PLN niższe niż w Q3 2008 były koszty zarządu. W efekcie, zysk operacyjny wyniósł o 1 mln PLN więcej niż prognozowaliśmy. Spółka wykazała duże pozostałe przychody operacyjne netto. Zysk brutto wyniósł 5,6 mln PLN, zysk netto zaś 3,7 mln PLN (1,1 mln PLN więcej niż przewidywaliśmy). Podsumowując, wyniki Q1 2009 są korzystne, ich źródłem jest jednak stary portfel zleceń, zdobyty jeszcze w czasach bardzo dobrej koniunktury.

Unibep wypłaci 10 groszy na akcję?

Zarząd Unibepu przedłożył Radzie Nadzorczej wniosek o wypłatę dywidendy w wysokości 10 gr na akcję. ZWZA zwołane jest na dzień 18 czerwca 2009.

Deweloperzy

Oddania mieszkań w Q1 2009 a przedsprzedaż

W Q1 2009 Dom Development sprzedał 106 mieszkań i zanotował 20 rezygnacji. Nie jest to wielkość różna od wielkości z poprzednich kwartałów. Polnord sprzedał 78 mieszkań (nie przeliczając wg. udziałów w spółkach joint-venture), zanotował natomiast 23 rezygnacje. J.W. Construction sprzedał 120 mieszkań, nie informuje natomiast o rezygnacjach.

Szybko.pl: zmiany cen mieszkań w kwietniu

W kwietniu średnia cena 1 m² w Warszawie była o ponad 6% niższa niż przed rokiem. W Krakowie spadek sięga 12%, w Katowicach 9%, we Wrocławiu 8,2%, w Poznaniu, Toruniu i Łodzi przekracza 7%. Najmniejszy spadek wystąpił w Gdyni (1,5%). W ciągu 12 miesięcy zmieniła się struktura ofert sprzedaży mieszkań. Obecnie w Warszawie ponad 35% ofert to oferty poniżej 8000 PLN/m² (rok ubiegły 16%). Podobnie sytuacja wygląda w innych miastach (Kraków: poniżej 6000 PLN/m² prawie 25% ofert, rok temu 5,7%, Wrocław: poniżej 6000 PLN/m²: prawie 1/3 oferty). Analityk Szybko.pl uważa, że jako pierwsi zaczęli obniżać ceny deweloperzy, spadki cen są spowodowane nadpodażą mieszkań. Na rynku wtórnym osoby prywatne nadal nie są skłonne do radykalnych obniżek cen.

Mocno spadają ceny wynajmu mieszkań

Zgodnie z analizami Wynajem.pl i CEE Property Group, w marcu i lutym spadały ceny wynajmu w największych polskich miastach. W Krakowie wynajem 1 m² kosztował średnio w marcu 35 PLN (luty: 36 PLN, styczeń: 38 PLN), w Poznaniu: 31 PLN (luty: 33 PLN, styczeń: 35 PLN), w Trójmieście 33 PLN (luty: 35 PLN, styczeń: 35 PLN), w Warszawie: 47 PLN (luty: 49 PLN, styczeń: 51 PLN), we Wrocławiu 38 PLN (luty: 40 PLN, styczeń: 41 PLN). Spadek cen wynajmu jest związany ze wzrostem podaży mieszkań. W najbliższym czasie ceny wynajmu będą kształtować takie zjawiska jak kryzys gospodarczy (dążenie wynajmujących do redukcji wydatków) oraz wzrost popytu „studenckiego” pod koniec wakacji.

Centra handlowe ciągle nie obniżają czynszów

Prezes Redanu twierdzi, że ostatnio odczuwa się większe zrozumienie sytuacji detalistów ze strony galerii handlowych. Właściciele centrów potwierdzają, że widzą problem, są gotowi do rozmów, jednak na zmianę umów godzą się niechętnie. Szef ds. relacji inwestorskich Echo Investment przyznaje, że każda sprawa rozpatrywana jest indywidualnie. Mariusz Kozłowski, członek zarządu GTC, również potwierdza, że takie propozycje są składane. Spółka ma w tym względzie niewielką elastyczność, gdyż kredyty zostały zaciągnięte w EUR. Spółka nie martwi się utratą najemców – centra GTC znajdują się w dobrych lokalizacjach, są chętni czekający na zwolnienie miejsc. Jerzy Mazgaj, prezes Alma Market i właściciel Paradise Group, nie potwierdza złagodzenia stanowiska przez galerie. Prezes Intersportu przyznaje, że udało mu się osiągnąć porozumienie tylko w przypadku 2 sklepów z 26. Szefowa relacji inwestorskich NFI Empik przyznaje, że rozmowy dotyczące obniżki cen wynajmu toczą się miesiącami, niektóre zaś dobiegły już końca. Prezes spółki liczy, że czynsze liczone w EUR uda się obniżyć o 5-10%.

Nieruchomości komercyjne: brak transakcji

W tym roku przeprowadzono zaledwie cztery transakcje o wartości 100 mln EUR. Były to jednak transakcje na podstawie umów podpisanych w roku poprzednim. W ubiegłym roku zainwestowano w nieruchomości komercyjne prawie 2 mld EUR. Przedstawiciel ProDevelopment uważa, że optymistycznym scenariuszem byłaby sprzedaż obiektów o wartości około 500 mln EUR. Przedstawiciel Cushman & Wakefield prognozuje, że w tym roku dominować będą transakcje małe i średnie (do 50-60 mln EUR), zaś o zawarciu umowy decydowała będzie przede wszystkim niska cena budynku. Duże znaczenie będzie miał także niski wskaźnik pustostanów, atrakcyjni najemcy oraz długoterminowe umowy najmu. Najbardziej pożądanymi inwestycjami będą mniejsze biurowce w centrum Warszawy oraz parki handlowe. Zdaniem analityków Colliers International, coraz częściej będą zdarzać się nagłe, wymuszone transakcje po obniżonej cenie. Dotyczy to projektów deweloperskich, jak i istniejących budynków. Ponadto, firmy posiadające własne budynki będą myślały o ich sprzedaży, a następnie wynajmie powierzchni, w celu uwolnienia gotówki. Głównymi inwestorami pozostaną zagraniczne otwarte fundusze inwestycyjne, w tym niemieckie, oraz inwestorzy skandynawscy. Pojawiają się oznaki zainteresowania ze strony inwestorów kanadyjskich oraz arabskich. W przypadku polskich podmiotów, zaangażowanie w nieruchomości komercyjne jest utrudnione (firmy ubezpieczeniowe) lub nawet zabronione (towarzystwa emerytalne).

Gant Development

Gant planuje nowe inwestycje

Gant zamierza w tym roku rozpocząć przynajmniej 5 inwestycji. Zgodnie z wypowiedzią Henryka Feliksa, wiceprezesa spółki, jeśli spółka nie rozpocznie w tym roku nowych inwestycji, w przyszłym roku jej oferta będzie bardzo uboga. Gant zamierza uruchomić w tym roku kolejne etapy inwestycji – w Poznaniu i Opolu. Firma zamierza zacząć nie tylko swoje projekty, ale i przejąć trzy posiadające pozwolenie na budowę inwestycje. Dwie z nich to projekty mieszkaniowe w Krakowie (6500 PUM, 130 mieszkań ; 20000 PUM ; 400 mieszkań). Trzeci projekt to zlokalizowany w atrakcyjnej części Wrocławia biurowiec (20000 PUM). Mniejszy projekt w Krakowie ma kosztować kilka mln PLN, za pozostałe zaś deweloper zapłaci akcjami własnymi w ramach emisji aportowej. Cena akcji będzie prawdopodobnie odpowiadać wartości księgowej Ganta. Każdy z powyższych projektów ma zostać ukończony przynajmniej częściowo w przyszłym roku. Deweloper rozważa także uruchomienie projektu w Warszawie, na razie jednak nie posiada finansowania dla tej inwestycji. W tym roku spółka ma oddać 1000 mieszkań, z tego w wyniku Q1 2009 rozpoznane było 250. Zgodnie ze słowami wiceprezesa, większość zadłużenia krótkoterminowego, które na koniec Q1 2009 wynosiło 150 mln PLN, to kredyty inwestycyjne, których spłatę zapewniają wpływy ze sprzedaży mieszkań.

Gant szuka inwestorów, wyniki przedsprzedaży mogą spadać

Gant prowadzi rozmowy z funduszami venture equity z Niemiec, Holandii i Wielkiej Brytanii na temat finansowania nowych projektów. Firma na ten temat prowadzi także rozmowy z dwoma TFI, będącymi akcjonariuszami spółki. Deweloper zamierza w maju sprzedać około 50 mieszkań (kwiecień: 68, marzec: 66, luty: 60, styczeń: 45). W kolejnych kwartałach, ze względu na kończenie się oferty spółki, władze Ganta nie przewidują wzrostu liczby sprzedanych lokali. Wyniki podawane przez spółkę to sprzedaż netto, gdyby nie uwzględniać wycofań, sprzedaż byłaby o 15% wyższa. Przedstawiciele spółki podtrzymali wcześniejsze zapowiedzi sprzedaży 700 mieszkań w całym roku. Spółka przygotowuje się do przejęcia trzech projektów deweloperskich – dwóch mieszkaniowych w Krakowie i jednego biurowego we Wrocławiu. Nabycia mają być dokonane za akcje dewelopera. Są już przygotowane projekty uchwał, ale cały czas spółka prowadzi negocjacje z podmiotami, które miałyby nabyć akcje w zamian za wniesione projekty.

LC Corp

LC Corp rozpocznie w czerwcu nowy etap osiedla

Deweloper w czerwcu zamierza rozpocząć liczący 85 mieszkań III etap osiedla przy Promenadzie. Oferowane mieszkania mają być małe, 1 i 2-pokojowe, gdyż takie cieszą się obecnie zainteresowaniem. 80% lokali ma kwalifikować się do programu Rodzina na Swoim (cena < 7250 PLN/m²). Takich mieszkań nie było do tej pory w ofercie spółki, dlatego etap III nie powinien stanowić konkurencji dla etapu II. Obecnie przedsprzedane jest 40% lokali w II etapie i 14 lokali usługowych (Q4 2008: przedsprzedaż na poziomie 38%). Zarząd uważa, że w momencie zakończenia budowy (Q4 2009) wskaźnik ten sięgnie 60%. W kwietniu spółka sprzedała 14 lokali, podczas gdy średnio w Q1 2009 sprzedawała 10 lokali miesięcznie. Prezes generalnie twierdzi, że jest pesymistą, jeśli chodzi o sytuację na rynku. Mimo wstrzymania wielu inwestycji, utrzymujące się zjawisko rezygnacji powiększa pulę lokali do sprzedaży. Podaż mieszkań nie maleje więc tak szybko. W czerwcu spółka musi spłacić 20 mln PLN kredytu. III etap osiedla Przy Promenadzie, którego koszt deweloper szacuje na 26 mln PLN, może być w pełni sfinansowany ze środków własnych.



Dom Development (Sprzedaj)

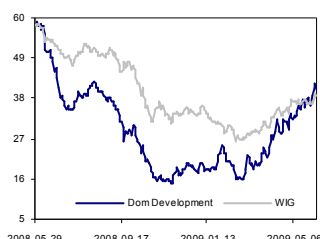
Cena bieżąca: 40,4 PLN

Cena docelowa: 21,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(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)	992,2
marża EBITDA	27,7%	24,1%		20,2%		6,2%		EV (cena bieżąca)	1 061,8
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	4,9	7,2		9,3		19,9		Zmiana ceny: 1m	24,5%
P/CE	4,9	7,1		9,1		19,0		Zmiana ceny: 6m	133,5%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-30,3%
EV/EBITDA	4,1	7,5		8,7		17,3		Max (52 tyg.)	58,2
Dyield (%)	0,0	5,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,8



Dom Development z biznesowego punktu widzenia jest bardzo dobrą firmą, charakteryzującą się niskim zadłużeniem na tle sektora, dobrym portfolio produktów (segment popularny). Firma nie stosowała też narażającego na wycofania klientów systemu sprzedaży 10/90. Niestety, zgodnie z naszą wyceną majątek spółki jest wart znacznie mniej niż wynika to z wyceny giełdowej. Zwracamy uwagę na bank ziemi, który w dużej części był budowany w oparciu o środki z emisji akcji. Działki naszej zdaniem w wielu przypadkach były kupowane zbyt drogo. Wysokie ceny nabywanych gruntów wpłyną na rentowności z działalności w latach 2011+. Nawet zakładając, że wartość księgowa gruntów odpowiada wartości rynkowej, nie byłibyśmy w stanie sformułować rekomendacji trzymaj, w oparciu o zastosowany model wyceny wg. wartości aktywów netto. Uważamy, że w wakacje Dom Development może być narażony na znaczną erozję wyników przedsprzedaży, ze względu na sezonowy spadek liczby transakcji, niechęć do obniżania cen i zbliżenie się cen oferty np. na warszawskim Wilanowie do oferty mieszkań na Białołęce. W oparciu o te dwa czynniki (wartość aktywów, potencjalna erozja przedsprzedaży), rekomendujemy sprzedaż akcji Dom Development.

Wyniki Q1 2009

Wyniki Dom Development za pierwszy kwartał są w zasadzie zgodne z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy opinię, że wraz z przyjęciem standardu MSR 18 rachunek zysków i strat traci na znaczeniu, istotna zaś staje się wycena majątku dewelopera. Na przychody ze sprzedaży wpływa bezpośrednio rozpoznanie oddania gotowych mieszkań klientom. Spółka nie dzieliła się dokładnymi szacunkami dotyczącymi liczby mieszkań oddawanych w konkretnych projektach, stąd wynikają odchylenia. Marża brutto ze sprzedaży okazała się zgodna z oczekiwaniami, co naszym zdaniem świadczy o właściwym szacunku kosztów projektów oraz cen sprzedaży mieszkań. Pozytywnie oceniamy obniżkę kosztów zarządu, która jest wyższa niż nasze oczekiwania (Q4 2008: 15,1 mln PLN, oczekiwaliśmy w Q1 2009: 13,2 mln PLN, jest: 10,6 mln PLN). Koszty sprzedaży są w zasadzie zgodne z prognozą (prognoza: 6,0 mln PLN, jest: 6,2 mln PLN). Nieznacznie niższe okazało się też saldo pozostałych kosztów finansowych (prognoza: 0,5 mln PLN, jest: 0,1 mln PLN). W efekcie, zysk operacyjny jest o 13,8% wyższy od naszych oczekiwań. Różnica występuje też w pozycji pozostałe koszty finansowe netto. Zakładaliśmy, że pozostałe przychody finansowe netto wyniosą 1,9 mln PLN, natomiast spółka wykazała pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 1,7 mln PLN. Podsumowując, wyniki Q1 2009 naszym zdaniem są satysfakcjonujące. Nie zwracamy tutaj uwagi na przychody, czy zysk ze sprzedaży, bo to zgodnie z MSR 18 jest po prostu powieleniem wyników z poprzednich kwartałów, ale na niższe niż oczekiwane koszty zarządu. Obniżka nastąpiła szybciej niż przewidywaliśmy, została jednak już ujęta w prognozach na kolejne kwartały (prognozowane koszty zarządu na kolejne kwartały to 10,1 mln PLN kwartalnie). Spółka nie zaprezentowała odpisów wartości gruntów, co naszym zdaniem jest bez większego znaczenia (wyniki kwartalne nie są audytowane, można więc mówić o dużej dowolności w zakresie stosowania polityki odpisów wartości aktywów). Nasza wycena wskazuje, że majątek spółki jest wart znacznie mniej niż wynosi jej bieżąca rynkowa kapitalizacja. Zwracamy uwagę na nieznaczny wzrost długu netto (z 272,1 mln PLN na koniec Q4 2008 do 314,0 mln PLN na koniec Q1 2009). Wzrost zadłużenia wynika naszym zdaniem z finansowania bieżących prac budowlanych i nie niesie żadnego zagrożenia dla spółki na przyszłość.

Dywidenda

Dom Development rekomenduje WZA wypłaci dywidendy w wysokości 19,6 mln PLN (0,8 PLN na akcję, stopa dywidendy = 2,0%).

Odnowienie upoważnienia zarządu do emisji akcji

Projekt uchwał WZA przewiduje, że odnowione będzie upoważnienie zarządu do emisji 1,7 mln



akcji. Z tego 0,7 mln akcji to program motywacyjny, zaś pozostały 1 mln może być przeznaczony na „nadarzające się okazje inwestycyjne”. Zgodnie z wyjaśnieniami wiceprezesa Zalewskiego, spółka ma duże zasoby gotówki i raczej nie potrzebuje posiłkować się dodatkową emisją. Dobrze jednak mieć taką rezerwę. Mimo obserwowanego ożywienia na rynku pierwotnym, Dom Development raczej nie zdecyduje się na uruchomienie nowej inwestycji przed wakacjami.

Prezes ostrożnie wypowiada się o rynku

Prezes nie spodziewa się poprawy wyników w kolejnych kwartałach w związku z wzrostem w kolejnych kwartałach udziału mieszkań z segmentu popularnego w strukturze oddanych lokali. Wyniki sprzedażowe w kwietniu są lepsze niż w poprzednich miesiącach. W Q1 2009 Dom Development sprzedał netto 106 lokali, równocześnie zanotował też 20 rezygnacji. Prezes spodziewa się utrzymania niskiego popytu w kolejnych miesiącach, a także znacznej skali rezygnacji. Nie zauważalna jest realna poprawa sytuacji na rynku, ze względu na ciągle niską dostępność kredytów hipotecznych.



J.W. Construction (Redukuj)

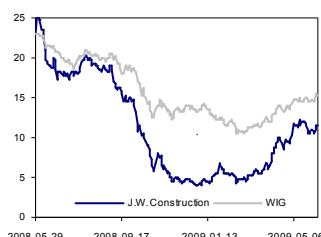
Cena bieżąca: 11,5 PLN

Cena docelowa: 10,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	813,7	12,8%	792,4	-2,6%	Liczba akcji (mln)	54,7
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	199,6	25,9%	138,8	-30,4%	MC (cena bieżąca)	630,1
marża EBITDA	27,1%	22,0%		24,5%		17,5%		EV (cena bieżąca)	842,5
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	180,0	27,6%	118,7	-34,0%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	148,0	46,7%	120,8	-18,4%		
P/E	4,1	6,2		4,3		5,2		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	3,8	5,3		3,8		4,5		Zmiana ceny: 6m	157,7%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-53,4%
EV/EBITDA	5,3	8,0		4,2		1,1		Max (52 tyg.)	24,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Uważamy, że J.W. Construction nie jest już niedowartościowane na tle branży. W najbliższych miesiącach negatywną wiadomością może być potencjalnie duża skala wycofań klientów, którzy podpisali umowę przedwstępną nabycia lokalu w projekcie Górczewska Park (wysoka cena za m2, system sprzedaży 10/90). Oddania mieszkań w projekcie rozpoczną się w lipcu. Nie wykluczamy, że spółka zdecyduje się na obniżki cen, aby nie tracić przedsprzedaży. Zwracamy uwagę, że udział gruntów w wartości J.W. Construction jest najmniejszy na tle analizowanych przez nas deweloperów, w efekcie, ewentualna rewizja w górę prognozy spadku cen mieszkań w największym stopniu wpłynęłaby na wycenę akcji spółki. Ze względu na przekroczenie wyznaczonej przez nas ceny docelowej, potencjalne słabsze wiadomości z rynku deweloperskiego (sezonowy spadek przedsprzedaży, a następnie obniżki cen) oraz nadal wysoki poziom zadłużenia krótkoterminowego, obniżamy rekomendację do redukuj.

Wyniki Q1 2009

J.W. Construction wygenerowało nieznacznie wyższe przychody niż oczekiwaliśmy. Przychody były wyższe także od konsensusu prognoz. Różnice w prognozie przychodów wynikają z braku dokładnych danych dotyczących liczby mieszkań oddawanych klientom w Q1 2009. Niższa niż szacowaliśmy okazała się rentowność brutto ze sprzedaży. Oczekiwaliśmy rentowności na poziomie 31%, jest: 26%, 26,9% po wyłączeniu innych działalności spółki o charakterze nie związanym z segmentem deweloperskim. Pozytywnym zaskoczeniem jest zaś znaczny spadek kosztów zarządu i sprzedaży (o 22,6% niższe od prognozy). O 2 mln PLN pomyliliśmy się dokonując prognozy pozostałych kosztów operacyjnych netto. W efekcie, EBIT spółki okazał się o 9,1% (albo 5 mln PLN) niższy od naszych oczekiwań. Wyższe niż zakładaliśmy okazały się też pozostałe koszty finansowe (o 5 mln PLN). W efekcie, wynik netto wyniósł 35,5 mln PLN, tzn. był o prawie 9 mln PLN niższy niż przewidywaliśmy. Wynik jest też o 2,1 mln PLN niższy niż konsensus. Generalnie, naszym zdaniem wyniki prezentowane zgodnie ze standardem MSR 18 mają ograniczoną przydatność inwestycyjną. Mimo to, w tym przypadku wynik spółki wskazuje na konieczność korekty w dół prognozowanych rentowności wybranych projektów deweloperskich. Elementem łagodzącym to są niższe koszty zarządu i sprzedaży, co naszym zdaniem jest informacją pozytywną. W Q1 2009 nastąpił znaczny spadek przychodów i rentowności w segmencie hotelarskim, słaby wynik wykazany był także w segmencie transportu. Mimo to, uważamy, że znaczenie obu segmentów w kształtowaniu wyniku operacyjnego jest marginalne.

J.W. chce sprzedać 700-800 mieszkań?

Józef Wojciechowski poinformował, że spółka zamierza sprzedać 700-800 mieszkań w tym roku. J.W. nie rezygnuje także z akwizycji w branży budowlanej.



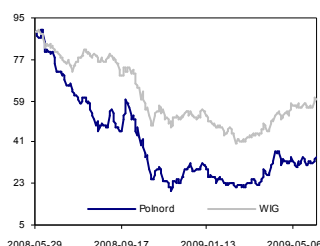
Polnord (Trzymaj)

Cena bieżąca: 34,8 PLN Cena docelowa: 35 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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)	629,5
marża EBITDA	25,1%	31,7%		30,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	992,2
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	19,6	7,0		6,5		22,1		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	18,4	6,8		6,3		20,7		Zmiana ceny: 6m	48,2%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-59,8%
EV/EBITDA	23,6	9,9		8,6		41,9		Max (52 tyg.)	90,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Polnord pozostaje najatrakcyjniej wycenionym deweloperem spośród analizowanych przez nas spółek, mimo to, naszym zdaniem potencjał wzrostu kursu akcji uległ wyczerpaniu. Obniżamy rekomendację do trzymaj. Czynnikiem ryzyka pozostaje umowa zezwalająca Prokomowi na objęcie akcji nowej emisji (obejmowanie akcji poniżej ceny rynkowej, powodujące rozładnienie wartości spółki dla dotychczasowych udziałowców). Czekamy również na przykłady wykorzystania środków z nowej emisji akcji. Spółka zamierza korzystać z okazji i kupować tanio grunty, co ma sens, zważywszy na istotną podaż gruntów i w zasadzie brak popytu. Nie znaczy to jednak, że już teraz da się sfinalizować korzystne transakcje (może jeszcze warto poczekać z zakupami). Spodziewamy się, że w wakacje mogą do nas napływać gorsze informacje z rynku deweloperskiego (sezonowy spadek przedsprzedaży, wymuszający z pewnym opóźnieniem obniżki cen).

Wyniki Q1 2009

Odchylenia w wynikach Q1 2009 i prognozach analityków są znaczne. Ich głównym źródłem są zdarzenia jednorazowe lub potencjalne zdarzenia jednorazowe. Niskie przychody spółki w Q1 2009 wynikają z niewielkiej skali oddań nowych lokali w Q1 2009. W Q1 2009 Polnord, po wyważeniu udziałami spółki w projektach joint-venture, oddał około 40 mieszkań. Odchylenia w przypadku prognozy zysku brutto na sprzedaży nie jest istotne i wynoszą nie więcej niż 10%. Marża brutto na sprzedaży jest nieznacznie niższa od naszych oczekiwań, prawdopodobnie, wynika to z niedoszacowania przez nas przychodów ze sprzedaży usług. Niższe niż oczekiwaliśmy (o 1,4 mln PLN) okazały się koszty sprzedaży i zarządu, co naszym zdaniem jest wiadomością pozytywną. Wyższy niż oczekiwaliśmy (o 3,9 mln PLN) okazał się wynik na przeszacowaniu gruntów w Sopocie (ul. Haffnera). Spółka zdecydowała o zawieszeniu planu budowy hotelu 4-gwiazdkowego i sprzedaży działki, w efekcie dokonano rewizji wyceny działki. Ponadto, spółka wygenerowała 2,7 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto. 2,2 mln PLN z tej różnicy spowodowane jest naliczeniem kar umownych w wysokości 10,8 mln PLN oraz odpisu powstałej w ten sposób należności w wysokości 8,6 mln PLN. Prócz przewidywanych kosztów finansowych w wysokości 4,4 mln PLN, spółka zaksięgowwała dodatkowe koszty finansowe w wysokości 2,3 mln PLN oraz pozostałe przychody finansowe w wysokości 5,4 mln PLN. W efekcie, wygenerowane zostały pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 1,0 mln PLN (prognoza: 4,4 mln PLN). Nie znamy składu pozostałych przychodów finansowych (potencjalne zdarzenia jednorazowe). W efekcie wszystkich tych zdarzeń, wynik netto wyniósł 11,9 mln PLN (prognoza: 4,0 mln PLN, konsensus: 3,6 mln PLN). Wyniki mają naszym zdaniem charakter neutralny, z lekkim plusem (niższe niż oczekiwane koszty zarządu i sprzedaży). Wraz z wejściem standardu MSR 18, rachunek zysków i strat stracił na znaczeniu. W związku z niewielką skalą oddań mieszkań oraz kontynuacją projektów deweloperskich, zadłużenie netto grupy wzrosło w Q1 2009 o 55 mln PLN. Wraz z przewidywanym wzrostem skali oddań w kolejnych kwartałach, nie spodziewamy się takiego przyrostu zadłużenia w kwartałach kolejnych.

Aneks do umowy dzierżawy biurowca

Pol-Aqua i Polnord podpisały aneks do przedwstępnej umowy najmu powierzchni w biurcu, który Polnord ma wybudować na Warszawskim Wilanowie. Pol-Aqua ma wynająć całą powierzchnię obiektu (7299 m²) oraz 160 miejsc parkingowych po cenie 75 PLN / m². Stawka czynszu będzie waloryzowana o wskaźnik inflacji. Umowa przyrzeczona ma zostać zawarta na okres 10 lat.

Sukces prywatnej emisji akcji, w drodze kolejne

Polnord przeprowadził prywatną emisję akcji. Przydzielono 1,5 mln akcji po 28 PLN za sztukę. Łączne wpływy z transakcji to 42 mln PLN. Zgodnie ze słowami prezesa, pieniądze mają posłużyć przejściu atrakcyjnych gruntów, które można teraz tanio zakupić. W ramach projektach



uchwał na ZWZA spółka zawarła także możliwość emisji nowych akcji o łącznej wartości nominalnej nie większej niż 18,9 mln PLN. Może to być dokonane w ramach jednej lub kilku emisji walorów.

Umowy w sprawie emisji obligacji z BRE Bankiem

Polnord podpisał umowy z BRE Bankiem w sprawie zorganizowania i przeprowadzenia emisji obligacji do łącznej kwoty 50 mln PLN. W ramach umowy spółka może emitować niezabezpieczone lub zabezpieczone obligacje na okaziciela. Spółka zawarła też umowę z BRE Bankiem, w której Bank zobowiązał się do nabywania obligacji nie nabytych przez inwestorów, w okresie od 6 maja 2009 do 5 maja 2010. Łączna maksymalna wartość obligacji nabywanych przez bank wynosi 35 mln PLN. Umowa ta zastąpi umowę, o której spółka informowała w raporcie z dnia 26 maja 2008. Umowy zawarte tego dnia z BRE Bankiem i PKO BP przewidywały emisję obligacji do wartości 400 mln PLN. Umowa gwarantująca nabycie obligacji przez BRE Bank opiewała na kwotę 50 mln PLN.

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

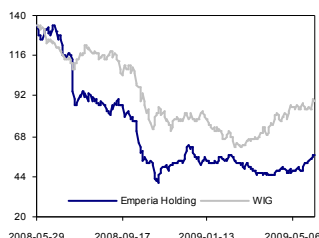
Cena bieżąca: 56,5 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
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)	854,0
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 130,1
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	9,7	14,2		9,3		8,3		Zmiana ceny: 1m	21,1%
P/CE	6,7	7,3		5,4		4,7		Zmiana ceny: 6m	6,6%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-55,9%
EV/EBITDA	5,5	7,4		5,8		5,1		Max (52 tyg.)	134,6
Dywid (%)	3,1	1,6		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	40,5



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami po publikacji słabych wyników za 1Q, sentyment wokół Spółki się nieco poprawił i notowania wzrosły w maju o 15% (najlepszy performance wśród handlowych spółek FMCG: Bomi +14%, Eurocash -0,1%, Alma -18,5%). W naszej opinii kolejne kwartały powinny przynosić już systematyczną poprawę wyników operacyjnych Spółki w związku z malejącym obciążeniem kosztowym ze strony niedawno otworzonych centrów dystrybucyjnych oraz procesów integracyjnych. **Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.**

1Q'09- Wyniki nieco lepsze od oczekiwań

W 1Q'09 Spółka osiągnęła nieco niższe przychody od naszych oczekiwań przede wszystkim w segmencie detalicznym (odchylenie o -10%). Na poziomie zysku EBITDA wynik okazał się jednak o prawie 20% lepszy niż prognozowaliśmy, głównie dzięki znacznie wyższej rentowności osiągniętej w detalu (marża EBITDA 2,5% vs. oczekiwana 0,5%). Pozytywne zaskoczenie na tej działalności zostało w części zneutralizowane przez nieco gorszy rezultat segmentu hurtowego, który nadal wyraźnie odczuwa efekt uruchomienia nowych centrów dystrybucyjnych (marża EBITDA 1,2% vs. oczekiwane 2% i 2,4% w 4Q'08). Na poziomie skonsolidowanego zysku operacyjnego pozytywne odchylenie od naszych szacunków było jeszcze większe ze względu na znacznie niższą amortyzację (14,7 mln PLN vs. nasze szacunki 19,9 mln PLN i 18,8 mln PLN w 4Q'08). Odchylenie miało miejsce w segmencie pozostałe, co może wskazywać że zwiększenie odpisów pod koniec zeszłego roku miało charakter jednorazowy. Nieco niższe niż oczekiwaliśmy były także koszty finansowe i ostatecznie Emperia osiągnęła w 1Q'09 dodatni wynik netto na poziomie 2,6 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy niewielkiej straty.



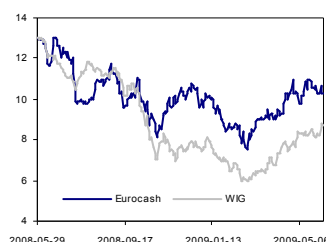
Eurocash (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,25 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

(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 (mln)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 337,1
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 193,9
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	22,2	17,1		12,7		11,4		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	13,8	11,0		8,2		7,4		Zmiana ceny: 6m	0,4%
P/BV	5,6	4,7		3,5		3,0		Zmiana ceny: 12m	-20,5%
EV/EBITDA	10,3	8,0		6,4		5,4		Max (52 tyg.)	13,0
Dyid (%)	2,2	0,9		3,0		3,9		Min (52 tyg.)	7,6



2008-05-29 2008-09-17 2009-01-13 2009-05-06

Wyniki Eurocash za 1Q'09 były bardzo dobre, ale zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym, tak więc w ubiegłym miesiącu brakowało pozytywnych impulsów do wzrostu kursu. Czerwiec raczej nie przyniesie w tej kwestii przełomu i akcje Spółki powinny zachowywać się podobnie do szerokiego rynku.

1Q'09- Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Eurocash tradycyjnie nie rozczarowały rynku i ukształtowały się na bardzo wysokim poziomie (dynamika na przychodach i zyskach przekroczyła 20% r/r). Ważna w tym kontekście była oczywiście kwestia konsolidacji sprzedaży McLane'a (zakup w 2Q'08) w wysokości 250 mln PLN i w kontekście spadającej sprzedaży papierosów (-21%) nie należy raczej oczekiwać tak wysokiej dynamiki przychodów w kolejnych kwartałach. Nadal bardzo dynamicznie rozwija się sieć Delikatesy Centrum, aczkolwiek rosnąca baza i pogorszenie makro wpływają już na obniżenie stóp wzrostu (+31% r/r vs. +36% w 4Q'08 i +37% w 3Q'08). Wzrost like-for-like w tej sieci sięgnął +6% vs. +22% rok temu (wzrost LFL w hurtowniach cash&carry wyniósł 4,7%). Optymalizacja logistyki i integracja przejętego McLane'a pozwoliły na utrzymanie rentowności EBITDA r/r i oczekujemy że będzie tak również w kolejnych kwartałach. Na poziomie netto niewielkie odchylenie to efekt nieco wyższych kosztów finansowych. Negatywnym zaskoczeniem w wynikach 1Q'09 może być ujemny cash flow z działalności operacyjnej (-36 mln PLN vs. 24,6 mln PLN rok temu) oraz obniżenie zasobów gotówkowych netto o 48 mln PLN do 27 mln PLN. Ta pozycja powinna jednak się poprawić w kolejnych kwartałach.

Inne



Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 49,5 PLN Cena docelowa: 54,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-04-02

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn 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)	2 475,0
marża EBITDA	24,8%	21,7%		20,1%		23,7%		EV (cena bieżąca)	3 134,3
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	10,1	17,5		18,9		9,7		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	7,1	9,8		9,2		5,8		Zmiana ceny: 6m	20,7%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	-1,1%
EV/EBITDA	6,2	9,1		9,8		5,8		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	10,9	0,0		0,0		2,6		Min (52 tyg.)	36,3



Naszym zdaniem, już teraz ceny papieru na rynku europejskim zaczną się stabilizować a w drugiej połowie roku rosnąć. Słaby wynik za 1Q2009 pogorszył sentyment do spółki, uważamy jednak że główną przyczyną tego są transakcje zabezpieczające. Spodziewamy się istotnie lepszych wyników w 2Q2009. Od 4Q2009 spółka powinna zwiększać wolumen produkcji i sprzedaży w związku z uruchomieniem nowej maszyny papierniczej. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki za 1Q2009 – duże rozczarowanie

Wyniki spółki za 1Q2009 są niższe niż nasze oczekiwania i znacząco słabsze niż konsensus rynkowy. Główny powód to rozliczenie transakcji zabezpieczających, które obniżyły wynik o 63,88 mln PLN. W naszej prognozie zakładaliśmy spadek o połowę mniejszy. Rozliczenie transakcji w tej wielkości w 1Q, powinno zapowiadać zdecydowanie lepszy pod tym względem 2Q2009. Wolumen sprzedaży był o 4,8% wyższy w stosunku do 4Q2008, co należy uznać za spore zaskoczenie in plus (w związku z koniunkturą w europejskim przemyśle zakładaliśmy spadek o 10%). Spółka sprzedawała zapasy – m.in. przesunięcie sprzedaży zakontraktowanej jeszcze pod koniec 2008 roku, ale jak wynika z opisu do wyników po niższych cenach niż wynikające z notowań FOEX. Bieżąca produkcja była niższa ok. 5%. Pozytywnie na wynik EBIT wpłynęły obniżki cen makulatury (-33%) oraz drewna (-2%). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. W kolejnym kwartale spodziewamy się niższych cen strat na transakcjach zabezpieczających, ale też niższych cen papieru. Stopniowo należy oczekiwać wzrostu wolumenu produkcji. Nominalnie spółka powinna powrócić do zysku na poziomie ok. 35-40 mln PLN.



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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:

Elektrobudowa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-09-05	2008-11-25	2009-03-09	2009-05-06	2009-05-20
kurs z dnia rekomendacji	194,00	160,00	131,00	148,10	148,80
WIG w dniu rekomendacji	41263,03	26964,31	22948,51	29777,06	30312,26

Erbud

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-11-25	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26
kurs z dnia rekomendacji	21,60	22,40	32,00	35,60
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	24443,51	29777,06	29197,11

J. W. Construction

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06
kurs z dnia rekomendacji	5,95	11,46
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06

KGHM

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2008-11-27	2009-04-02
kurs z dnia rekomendacji	27,30	46,45
WIG w dniu rekomendacji	27246,38	24145,69

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-11-25	2009-02-20	2009-03-04	2009-05-22
kurs z dnia rekomendacji	47,60	39,00	39,50	54,80
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	22199,49	21999,05	29681,36

PBG

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-09-12	2008-11-05	2008-11-17	2008-11-25	2009-03-09	2009-05-13
kurs z dnia rekomendacji	246,90	200,00	191,20	197,50	207,00	208,30
WIG w dniu rekomendacji	39572,33	29600,54	27110,59	26964,31	22948,51	30162,14

Polnord

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06
kurs z dnia rekomendacji	25,40	32,85
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06

TVN

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2008-11-12	2009-02-04
kurs z dnia rekomendacji	13,26	9,38
WIG w dniu rekomendacji	28819,98	23009,76

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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