

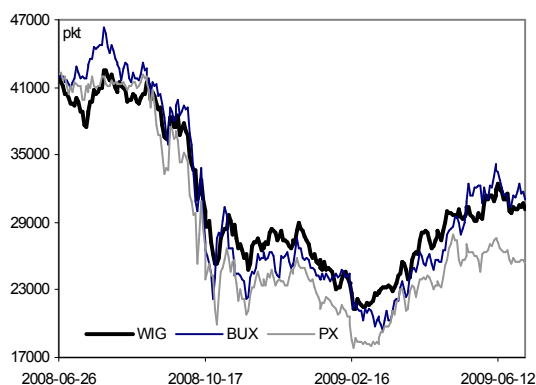
3 lipca 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	30 252
Średnie P/E 2009	12,5
Średnie P/E 2010	13,1
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 340 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 Kliszczyk
(+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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

Lipiec 2009

Rynek akcji

Naszym zdaniem obecnie jesteśmy w połowie korekty trzymiesięcznych wzrostów rynku akcji. W lipcu oczekujemy, że WIG20 zbliży się do 1700 punktów. Będzie to dobra okazja do kupna akcji. Podtrzymujemy opinię, że w okresie wakacyjnym indeks największych spółek będzie poruszał się w przedziale 1700-2000 punktów.

Ze spółek

Banki. W tym miesiącu ukształtuje się konsensus prognoz na 2Q09. Dla Kredyt Banku i Millennium wyzwaniem będzie osiągnięcie zysku. W przypadku największych (PKO BP, BZ WBK i Pekao), wyniki będą spadać zgodnie z oczekiwaniami dla całego sektora. Zalecamy relatywną grę duże vs. małe. Naszym zdaniem rynek zdyskontował już poprawę perspektyw, co nie zostanie uzasadnione w nadchodzących wynikach mniejszych graczy.

Rafineryjno-gazowy. Perspektywa bardzo dobrych wyników za 2Q oraz postępujące umocnienie złotego obniżające zadłużenie walutowe powinny wspierać w najbliższym czasie kursy Orlenu i Lotosu. Nadal podtrzymujemy natomiast opinię, iż obecna wycena PGNiG stanowi okazję do redukcji pozycji.

Telekomunikacja. Oczekiwany przez nas wzrost awersji do ryzyka powinien przełożyć się na lepsze zachowanie sektora w stosunku do WIG20. W przypadku Netii możliwy buy-back i sprzedaż części majątku.

Media. Rynek reklamowy przeżywa pogłębiające się załamanie, co nie będzie służyć notowaniom TVN i Agory. Z kolei Cyfrowemu Polsatowi nie służył dotąd słaby złoty i spółka może skorygować niewielką część ostatnich wzrostów. Wciąż pozytywnie oceniamy WSiP.

IT. Ostatnia zwyżka notowań skłania nas do zamknięcia pozytywnej rekomendacji na Action. Wciąż pozytywnie widzimy AB i Asbis. W przypadku Asseco Poland i Sygnity podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie, choć w krótkim terminie może brakować czynników wzrostu kursu. Najbardziej w tym gronie wciąż prezentuje się Komputronik.

Metale. Oddalenie scenariusza inflacyjnego dla krajów rozwiniętych obniży rynkowe stopy procentowe, umocni USD i przyczyni się do korekty na surowcach. Zalecamy redukcję akcji KGHM.

Budownictwo. Najbardziej atrakcyjnymi inwestycjami w sektorze są Rafako, Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa. Interesująca jest też Trakcja Polska, choć w krótkim terminie kurs może zachowywać się niekorzystnie. Zalecamy redukcję papierów PBG oraz Erbudu.

Deweloperzy. Zalecamy akumulowanie akcji Polnordu. Wycena J.W. Construction i Dom Development przekracza wartość majątku spółek, w efekcie nasze rekomendacje są negatywne.

Handel. W sektorze handlowym FMCG nadal najbardziej interesująca jest w naszej opinii Emperia w kontekście spodziewanej poprawy wyników w kolejnych kwartałach.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Ciech (Akumuluj), Polnord (Akumuluj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Action (Trzymaj), Ulma Construccion (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	9
5. Sektor finansowy	10
5.1. BZ WBK	17
5.2. Handlowy	19
5.3. ING BSK	21
5.4. Kredyt Bank	22
5.5. Millennium	23
5.6. Pekao	24
5.7. PKO BP	26
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	28
6.1. Ciech	29
6.2. Lotos	30
6.3. PGNiG	31
6.4. PKN Orlen	33
6.5. Police	35
6.6. ZA Puławy	36
7. Górnictwo węgla	37
7.1. LW Bogdanka	37
8. Telekomunikacja	38
8.1. Netia	39
8.2. TP SA	40
9. Media	41
9.1. Agora	41
9.2. Cyfrowy Polsat	42
9.3. TVN	43
9.4. WSiP	45
10. Sektor IT	46
10.1. AB	47
10.2. Action	48
10.3. Asbis	49
10.4. Asseco Poland	50
10.5. Komputronik	52
10.6. Sygnity	53
11. Metale	55
11.1. Kęty	55
11.2. KGHM	56
12. Budownictwo	57
12.1. Budimex	61
12.2. Elektrobudowa	63
12.3. Erbud	64
12.4. Mostostal Warszawa	65
12.5. PBG	66
12.6. Polimex Mostostal	68
12.7. Rafako	69
12.8. Trakcja Polska	70
12.9. Ulma Construcccion Polska	71
12.10. Unibep	72
13. Deweloperzy	73
13.1. Dom Development	77
13.2. J.W. Construction	78
13.3. Polnord	79
14. Handel	81
14.1. Emperia Holding	81
14.2. Eurocash	81
15. Inne sektory	82
15.1. Mondi	82

Rynek akcji

W scenariuszu na czerwiec zakładaliśmy, że po osiągnięciu poziomu 2000-2150 punktów WIG20 wejdzie w korektę, która sprowadzi indeks do 1700-1800 punktów. Naszym zdaniem obecnie jesteśmy w połowie „drogi”. W lipcu oczekujemy, że WIG20 zbliży się do 1700 punktów. Będzie to dobra okazja do kupna akcji. Podtrzymujemy opinię, że w okresie wakacyjnym indeks największych spółek będzie poruszał się w przedziale 1700-2000 punktów. Trend boczny wcale nie musi być nudny. Przy mniejszych obrotach spodziewamy się wysokiej zmienności i przechodzenia sentymentu od euforii zakupów (cofnięcie podaży akcji) do strachu o powrót bessy. To dobry czas dla inwestorów lubiących *timing*. Rynekowi będą towarzyszyć niejednoznaczne dane makro, z jednej strony poprawiające się dane o produkcji i konsumpcji, z drugiej coraz częstsze rozczarowania w stosunku do rosnących w ostatnich tygodniach oczekiwań. Osłabi to spekulację inwestorów pod scenariusz inflacyjny, co obniży rynkowe stopy procentowe, umocni USD i przyczyni się do korekty na surowcach.

Biorąc pod uwagę zachowanie wskaźników wyprzedzających i rosnący poziom zamówień raportowanych przez przedsiębiorstwa można postawić tezę, że przynajmniej w perspektywie roku najgorsze miesiące w światowej i polskiej gospodarce są za nami. Z każdym kolejnym miesiącem/kwartalem dane makro będą poprawiały się. W stosunku do naszego wcześniejszego optymizmu, nieco rozczarowujące jest jednak tempo wychodzenia gospodarek krajów rozwiniętych z kryzysu. Makroekonomiści nadal prognozują, że tegoroczne PKB w USA skurczy się o 3,5%, a w UE o 4,5%. W przyszłym roku wzrosty wyniosą odpowiednio 1,4% i 0,5% w wariancie optymistycznym. Taki rozwój wydarzeń powinien oznaczać dla rynku akcji kontynuację trendu wzrostowego, jednak z istotnie niższą dynamiką niż fala zapoczątkowana w marcu – która dodatkowo została „wzmocniona” zamykaniem krótkich pozycji otwieranych w czasie bessy.

W krótkim okresie czynnikiem, który budzi nasze obawy jest wzrost cen surowców – związany z „rozegraniem” przez kapitał spekulacyjny scenariusza inflacyjnego. Szczególnie niebezpieczny dla gospodarki krajów rozwiniętych jest wzrost cen ropy, która bezpośrednio uderza w i tak słabego konsumenta. Dotyczy to szczególnie rynku amerykańskiego, chociaż również w Europie umocnienie Euro vs. USD nie amortyzuje w pełni efektu droższej ceny paliwa. Naszym zdaniem, w perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy wizja wolniejszego wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych i utrzymywanie się niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych (luka popytowa w USA w okresie 2009/10 szacowana jest na 9% PKB) osłabi lub przesunie w czasie spekulację pod wzrost inflacji i osłabienie USD (w średnim i długim okresie to nadal jedyne realne narzędzia do zmonetyzowania zadłużenia USA), czego konsekwencją powinien być spadek rynkowych stóp procentowych, umocnienie USD i korekta na rynkach surowcowych i rynku akcji. Jeżeli, w okresie powakacyjnym perspektywa gospodarcza na przełom roku poprawi się inwestorzy powinni powrócić do bardziej ryzykownych strategii.

W komentarzach do rynku akcji można często przeczytać, że z pewnością dna bessy jest już za nami. Chociaż prawdopodobieństwo negatywnego scenariusza zmniejsza się, naszym zdaniem nadal nie można wykluczyć, że programy pomocowe dla konsumentów i stymulujące gospodarkę będą miały jedynie krótkotrwały charakter (odbudowanie zapasów, efekt niskiej bazy). Odpowiedzi na to pytanie zapewne nie poznamy już w tym roku, bo 2H2009 to z pewnością ożywienie gospodarcze (pytanie tylko co do dynamiki), jednak naszym zdaniem wielką niewiadomą pozostaje 2010/11 (ryzyko podwójnego dna recesji).

Czynnikiem, który może nadal wpływać negatywnie na zachowania inwestorów jest problem finansowania w strefie euro. Mniej agresywna polityka EBC niż FED powoduje, że luka kapitałowa w europejskim systemie bankowym szacowana jest na 260 mld Euro. Przy publikacji wyników europejskich banków za 2Q mogą pojawić się niemiłe niespodzianki.

Na nadchodzące ożywienie w polskiej gospodarce wskazują m.in. nadal poprawiające się wskaźniki wyprzedzające. Wg. BIEC Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury w gospodarce rośnie od trzech miesięcy (w czerwcu poprawił się o kolejne dwa punkty procentowe) zarówno przy ocenie bieżącej sytuacji jak i perspektyw. Ze wskaźników wynika m.in., że zwiększa się tempo napływu nowych zamówień od kontrahentów zagranicznych, jak również na rynek krajowy. Eksporterzy korzystają z osłabienia kursu złotego a na rynku krajowym popyt wewnętrzny nie rośnie, ale też nie spada – pomimo pogarszającej się sytuacji na rynku pracy (wzrost bezrobocia, wyhamowanie dynamiki wzrostu płac). Może to tłumaczyć skalę szarej strefy, której wielkość GUS szacuje na 13-14% wartości PKB. Zgodnie z raportem BIEC wyhamowaniu uległo tempo pogarszania się wydajności pracy w przedsiębiorstwach. Wydajność pracy najszybciej spadała od kwietnia do października ub. roku i było to największe załamanie od początku lat 90-tych.



Wyniki większości spółek za 2Q2009 i perspektywa na 3Q powinny być lepsze niż w pierwszych trzech miesiącach roku, co wynika z odbudowujących się wolumenów (również sezonowo) oraz coraz mniejszego problemu opcji walutowych i większej ekspozycji eksporterów na słabego PLN. Z danych GUS wynika jednak, że przy nadal słabym popycie firmy nie są w stanie przełożyć na ceny sprzedaży wzrostu cen energii i nadal – chociaż zdecydowanie wolniej - rosnących wynagrodzeń. Bardzo dobre wyniki zaprezentują spółki surowcowe, co już jednak naszym zdaniem zostało przez rynek zdyskontowane. 2 i 3 kwartał powinny być również udane dla branży budowlanej (realizacja starych kontraktów, przy spadających kosztach materiałowych). Zawieść mogą małe banki, handel (spadające wolumeny sprzedaży przy wysokich kosztach wynajmu) oraz media.

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

W maju produkcja sprzedana przemysłu spadła o 5,2% r/r (zgodnie z naszą prognozą) wobec 12,2% r/r spadku zanotowanego w kwietniu. W ujęciu miesięcznym produkcja spadła we wszystkich sekcjach (tempo spadku jest jednak wyraźnie niższe – szczególnie w przypadku przetwórstwa przemysłowego niż w poprzednich miesiącach). Odmienne niż w poprzednich miesiącach za poprawę wyników produkcji nie są raczej odpowiedzialne czynniki jednorazowe – dane odsezonowane GUS wskazują na spadek produkcji na poziomie 5,9% r/r (wobec -9,2% w kwietniu). Najnowsze dane stanowią sygnał, że poziom produkcji przemysłowej powoli się stabilizuje. W najbliższych miesiącach odczyty produkcji pozostaną w ujemnym terytorium, niemniej jednak powolna stabilizacja sytuacji w gospodarce niemieckiej nie pozostanie bez wpływu na wyniki polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Ożywienie po stronie podaży nie powinno szybko przekładać się na poprawę nastrojów konsumenta i wzrost presji cenowej, na co szczególną uwagę powinna zwrócić RPP. Patrząc od strony popytowej, coraz więcej czynników 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 maju ceny producentów obniżyły się o 0,3% w ujęciu miesięcznym (w tym w przetwórstwie przemysłowym o 0,3%), co plasuje dynamikę roczną tych wskaźników na poziomie odpowiednio 3,7% oraz 1,4%. Najnowsze dane stanowią wyraźne potwierdzenie nasilających się tendencji dezinflacyjnych w gospodarce: mimo znacznej presji kosztowej (podwyżki cen energii, efekty słabszego kursu walutowego, a także wzrostu cen surowców) przedsiębiorstwa nie zdecydowały się na dalsze podniesienie cen – zgodnie zresztą ze wskazaniami odpowiednich indeksów koniunktury. Choć ceny surowców w czerwcu odnotują znaczny wzrost (podobnie zresztą jak ceny paliw), wsparciem dla dalszych spadków cen producentów będą obniżki cen gazu (obniżki obejmują w znacznie większej mierze producentów niż konsumentów) oraz niskie wykorzystanie mocy wytwórczych. Malejące ceny na początkowym etapie łańcucha dystrybucji powinny się w najbliższych miesiącach powoli przekładać na ceny konsumenckie.

Inflacja

W maju roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 3,6%, poniżej wcześniejszych szacunków Ministerstwa Finansów (3,8%) oraz konsensusu rynkowego (3,7%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,5% (wobec wzrostu o 0,7% w kwietniu). Niższy od oczekiwań, miesięczny wzrost inflacji w maju nie był wynikiem pojedynczego czynnika. Umiarkowanie i zgodnie z naszą prognozą podniosły się ceny żywności (0,7% m/m – trend wzrostowy rozpoczął w lutym wyraźnie wyhamował) oraz ceny paliw (2,6%); umiarkowane wzrosty zanotowano jednak również w kategoriach bazowych - rekreacji i kulturze (0,4%) oraz restauracjach i hotelach (0,5%); podrożały także inne towary i usługi (0,4%). Wyższe ceny w trzech ostatnich kategoriach wpłynęły na wzrost rocznego wskaźnika inflacji bazowej z 2,6% do 2,7% r/r w maju. Oczekujemy jednak, że wskaźnik ten w kolejnych miesiącach powinien się stopniowo obniżać. Inflacja CPI przez najbliższe miesiące pozostanie już w tendencji spadkowej (do czynników związanych z hamującą gospodarką dołączą także obniżki cen regulowanych). Szacujemy wstępnie, że inflacja w czerwcu zbliży się do poziomu 3,1-3,2% do czego przyczynia się spadające ceny gazu oraz sezonowy spadek cen żywności; dodatnią presję na ceny będą wywierać ceny paliw. Dalszy spadek presji popytowej (powstała luka PKB jest wciąż bardzo duża, nawet gdyby doszło do realizacji scenariusza „lekko dodatniego” wzrostu gospodarczego w 2009 roku), stabilizacja/umocnienie złotego, jak i stagnacja płac powinny skutkować spadkiem inflacji pod koniec 2009 roku (do poziomu 2,5-3,0% r/r). Coraz ciekawiej wygląda kwestia inflacji w 2010 roku. Silne efekty bazowe z I kw. 2009 roku mogą przyczynić się do obniżenia rocznego wskaźnika inflacji do poziomu około 1,5% r/r (najnowszy szacunek Ministerstwa Finansów do założeń budżetowych wskazuje nawet na spadek średniorocznej inflacji do 1,0%).

Stopy procentowe

Zgodnie z oczekiwaniami RPP obniżyła na posiedzeniu stopy procentowe o 25 pb (stopa REPO wynosi obecnie 3,5%). W komunikacie nadal dominowały kwestie związane z pogarszającą się koniunkturą gospodarczą w Europie, choć RPP wskazała na pewną poprawę nastrojów przedsiębiorstw i wzrost części wskaźników wyprzedzających. Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, wyhamowanie akcji kredytowej oraz znaczący spadek presji popytowej będą zdaniem RPP oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji cenowej w średnim okresie; stąd też Rada ocenia prawdopodobieństwo obniżenia się inflacji do celu NBP jako

dominujące. W okresie najbliższych kwartałów RPP spodziewa się jednak podwyższonego wskaźnika inflacji (wyższe ceny regulowane, wzrost cen żywności i energii). Oceny te zgodne są z naszymi prognozami – widzimy stabilizację inflacji na poziomach bliskich 3% (a nawet lekko powyżej) w II i III kwartale.

Sprzedaż detaliczna

W maju sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,1% r/r (nominalnie) wobec 1,0% r/r wzrostu zanotowanego w kwietniu. W ujęciu realnym zanotowano w maju 0,5% spadek sprzedaży detalicznej. Na lepszy niż oczekiwano odczyt sprzedaży (oczekiwano dynamiki na poziomie 0% r/r) złożył się nieco lepszy (powyżej trendu z ostatnich miesięcy) wynik sprzedaży żywności oraz pewne „odreagowanie” głębokich spadków sprzedaży dóbr trwałych z poprzednich miesięcy (sprzedaż samochodów spadła w maju o 10,7% wobec 21,5% r/r spadku w kwietniu, sprzedaż w kategorii meble, RTV i AGD wzrosła o 3,0% wobec 8,8% spadku w kwietniu). Perspektywy dla sprzedaży detalicznej pozostają ciągle mało optymistyczne, na co w dalszym ciągu wpływ będą miały spadek bieżących i przyszłych dochodów gosp. domowych. Wynikiem tego będzie również spadek dynamiki spożycia indywidualnego do poziomu około 1,5% r/r w 2009, co z kolei będzie negatywnym scenariuszem dla dochodów budżetowych.

Deficyt budżetowy

Dochody budżetowe uplasowały się na poziomie 111,05 mld PLN (36,6% planu), a wydatki osiągnęły 127,4 mld PLN (39,7% planu). Wykonanie budżetu po stronie dochodów okazało się gorsze od planu, wydatki okazały się także nieco niższe od przyjętych w najnowszym harmonogramie. Po ujemnym rocznym tempie wzrostu po kwietniu, po 5 miesiącach bieżącego roku wpływy budżetowe wykazały dodatnią dynamikę na poziomie 2,1%. Jest to jednak głównie zasługa zwiększonej absorpcji środków z UE (wykonanie rocznego planu dochodów zwiększyło się w tej kategorii do 41,3% z 23,8% w kwietniu; nominalnie poprawa odzwierciedla się głównie w zakresie dochodów powiązanych z rozdysponowaniem funduszy strukturalnych). Wpływy z podatków pośrednich, a także PIT i CIT w dalszym ciągu plasują się poniżej ubiegłorocznych poziomów (postępujące pogorszenie dynamiki widać w zakresie wszystkich wymienionych kategorii, a ubytek dochodów z podatków pośrednich sięga już prawie 3 mld PLN). Po stronie wydatków na razie nie widać zapowiadanych oszczędności. Wykonanie po tej stronie budżetu sięga 39,7% (dla porównania w roku ubiegłym stopień realizacji planu sięgnął 35,8% - bez żadnych zapowiedzi oszczędności). Minister Finansów J. Rostowski zapowiedział wzrost deficytu budżetowego w 2009 roku do 27 mld PLN z wcześniej zakładanych 18,2 mld PLN. Rząd zrewidował w dół również prognozę wzrostu gosp. na 2009 rok z 1,7% do 0,2%, która tym samym zbliżyła się bardzo do naszej prognozy wzrostu gospodarczego na poziomie 0,0%. Samo zwiększenie deficytu nie mogło być i nie było wielkim zaskoczeniem dla uczestników rynku.

Rachunek obrotów bieżących

W kwietniu odnotowano kolejną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, tym razem w wysokości 171 mln EUR wobec 75 mln EUR w marcu. Na nadwyżkę w kwietniu złożyły się: dodatnie saldo obrotów towarowych na poziomie 28 mln EUR (wobec deficytu na poziomie 77 mln EUR w marcu), dodatnie saldo transferów bieżących (610 mln EUR, co głównie wynikało z kumulacji wpływów z UE), usług (249 mln EUR, co wynikało z osłabnięcia popytu na usługi zagraniczne) oraz ujemne saldo dochodów (-716 mln EUR). Osłabienie złotego i substytucja wyrobów zagranicznych wyrobami krajowymi (połączone z niskim optymizmem konsumentów) wymusiły gwałtowną korektę importu (-37% w ujęciu rocznym) przy relatywnie niższym spadku eksportu (-29,8%), co zaowocowało poprawą bilansu handlowego. Mimo poprawy salda, dynamiki spadków ciągle sugerują, że wolumen globalnej wymiany handlowej pozostaje wyjątkowo niski. Z uwagi na konkurencyjność cenową polskich towarów (zarówno kurs walutowy, jak również rosnące najwolniej w Europie godzinowe koszty pracy), Polska powinna być jednym z krajów, których eksport najbardziej skorzysta nawet z niewielkiego ożywienia w gospodarkach Europy zachodniej. Uważamy tym samym, że saldo obrotów towarowych będzie w najbliższym czasie w naturalny sposób oddziaływać w kierunku poprawy rachunku obrotów bieżących. Oczekujemy, że na koniec roku deficyt na rachunku obrotów bieżących do PKB powinien spaść do poniżej 2-3%. Nie będą miały zatem miejsca mechanizmy, które zazwyczaj towarzyszą kryzysom finansowym w *emerging markets* (warto także zwrócić uwagę na duży napływ inwestycji portfelowych w kwietniu, co może być jaskółka powrotu zaufania na rynki wschodzące). Co więcej dodatnia kontrybucja eksportu netto może stać się bardzo istotnym amortizatorem dla polskiego PKB (pierwsze potwierdzenie tej hipotezy nadeszło wraz z danymi o PKB za I kwartał, z dużą dodatnią kontrybucją salda wymiany handlowej, która w następnych kwartałach może jeszcze rosnąć). Wynik będzie jednak jedynie statystycznie dobry: wysokiej kontrybucji eksportu netto będzie towarzyszyć spadek popytu krajowego, co w dalszym ciągu będzie niekorzystnie się odbijać na dochodach budżetowych.

Rynek pracy i wynagrodzenia

W maju dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 3,8% r/r z 4,8% zanotowanych w kwietniu (znacznie poniżej oczekiwań usytuowanych na poziomie 5,0%). Wynik jest zgodny ze spadkowym trendem obserwowanym w poprzednich miesiącach i potwierdza szybkie hamowanie presji płacowej. Co więcej, obserwujemy coraz niższe miesięczne wyniki wynagrodzeń, a roczne tempo wzrostu jest wciąż zawyżane przez podwyżki płac, które miały miejsce jeszcze jesienią 2008 roku. 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. Nadal wydaje się nam, że uwaga RPP przesunięta będzie w stronę odczytów produkcji i sprzedaży detalicznej (zwłaszcza w przypadku tej drugiej zmiennej należy zwrócić uwagę na nominalnie bardzo niskie – a realnie ujemne – tempo wzrostu funduszu płac), zmiennych kontrolnych w stosunku do PKB. Dynamika zatrudnienia w maju okazała się zgodna z oczekiwaniami: spadek w liczbach bezwzględnych o 16 tys., który przekłada się na roczną dynamikę rzędu -1,7%, wobec - 1,4% zanotowanych w kwietniu. Należy się spodziewać co najmniej utrzymania miesięcznej dynamiki zwolnień co będzie się przekładało na coraz gorsze odczyty danych w stosunku rocznym. Perspektywy na rynku pracy pozostają niekorzystne – wysoki poziom kosztów osobowych w dalszym ciągu wymuszają będą restrukturyzację i optymalizację zatrudnienia. Przesłanka na rzecz nieco niższych spadków zatrudnienia w kolejnych miesiącach (ujęcie miesięczne) może być szybkie hamowanie dynamiki wynagrodzeń – część dostosowania zbyt wysokich kosztów działalności przedsiębiorstw mogła się zrealizować właśnie w ten sposób, co umożliwiło utrzymanie relatywnie dużej ilości miejsc pracy.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	10,31	2009-04-30
ACTION	Trzymaj	12,30	2009-07-03
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	102,00	2009-06-30
CIECH	Akumuluj	31,80	2009-07-03
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	24,10	2009-06-15
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	9,70	2009-06-15
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Redukuj	66,60	2009-06-08
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	2009-05-29
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,40	2009-05-28
LW BOGDANKA	Akumuluj	64,50	2009-07-02
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	2009-06-09
POLICE	Sprzedaj	5,80	2009-06-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	3,80	2009-05-25
POLNORD	Akumuluj	35,20	2009-07-03
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	10,00	2009-07-01
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	40,20	2009-07-03
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
BZWBK	Akumuluj	Akumuluj	102,00	2009-06-30
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	Sprzedaj	24,10	2009-06-15
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Akumuluj	162,70	2009-06-04
ERBUD	Redukuj	Trzymaj	35,00	2009-06-04
J.W. CONSTRUCTION	Redukuj	Redukuj	9,70	2009-06-15
KGHM	Redukuj	Zawieszona	66,60	2009-06-08
LW BOGDANKA	Akumuluj		64,50	2009-07-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	Kupuj	65,60	2009-06-04
PBG	Redukuj	Trzymaj	201,60	2009-06-04
PKO BP	Akumuluj	Akumuluj	30,20	2009-06-09
POLICE	Sprzedaj	Trzymaj	5,80	2009-06-04
POLNORD	Trzymaj	Trzymaj	35,20	2009-06-15
TVN	Trzymaj	Redukuj	10,00	2009-07-01

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Kupuj	12,30	2009-07-03
CIECH	Akumuluj	Trzymaj	31,80	2009-07-03
POLNORD	Akumuluj	Trzymaj	35,20	2009-07-03
ULMA CONSTRUCCION	Trzymaj	Akumuluj	40,20	2009-07-03

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	5	12	9	13	0	2	5	5	3
procent	11,4%	11,4%	27,3%	20,5%	29,5%	0,0%	13,3%	33,3%	33,3%	20,0%

Sektor finansowy

Pengab wzrósł o 0,1 pkt m/m do 13,6 pkt w czerwcu

Rok temu wskaźnik Pengab wynosił 34,5 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w czerwcu 10,2 pkt i był wyższy o 4,6 pkt wobec maja, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz spadł o 4,4 pkt do 17,0 pkt. Odnotowano ponowny wzrost zainteresowania depozytami we wszystkich grupach odbiorców, zwłaszcza w odniesieniu do wkładów na rachunkach a vista. Oczekuje się, że w przypadku depozytów złotych wzrost ten utrzyma się także w najbliższym czasie. Nastąpiła stabilizacja akcji kredytowej wśród klientów indywidualnych, zauważono natomiast ożywienie w kredytowaniu podmiotów gospodarczych. Bankowcy oczekują jednak, że jest to chwilowy wzrost i w przyszłości należy spodziewać się, że kredyty będą udzielane rzadziej zarówno podmiotom indywidualnym, jak i firmom. Bankowcy oczekują też wzrostu odsetka kredytów zagrożonych. Pengab dalej szoruje po dnie (w tym cyklu do tej pory najniżej byliśmy w marcu'09 – 11,4 pkt). Naszym zdaniem niskie odczyty Pengab zostaną z nami przynajmniej do końca tego roku.

Wolumeny w sektorze

NBP opublikował szczegółowe dane nt. wolumenów w sektorze bankowym. Jest to uszczegółowienie danych nt. M3. Depozyty ogółem wzrosły o 16% R/R i tempo przyrostu zwalnia już w bardzo widoczny sposób (na koniec grudnia 2008 było to 21% R/R). Wynika to ze spadku poziomu oszczędności przedsiębiorstw (spojrzenie YTD pokazuje spadek o 5,3%) i coraz wolniejszego przyrostu bazy depozytów gospodarstw domowych (YTD +8,1%). Po stronie kredytów widać bardzo widoczne już zmniejszenie zarówno podaży jak i popytu na kredyt. Portfel kredytów ogółem wzrósł o 29% R/R, jednak znacznie inaczej sytuacja wygląda w dynamikach kwartalnych i YTD. YTD portfela kredytów gospodarstw domowych wzrósł o 7,1%, przedsiębiorstw zaledwie o 2%. Trzeba wziąć pod uwagę jednak osłabienie złotówki w relacji do końca ub.r. Bez rewaluacji dynamiki byłyby jeszcze niższe. Niestety realizuje się nasz scenariusz w zakresie wolumenów w głównych liniach biznesowych. Widzimy jednak większy potencjał w oszczędnościach gospodarstw domowych niż w naszej obecnej prognozie. Dane opublikowane wcześniej, więc neutralne przełożenie na notowania.

Wartość należności nieregularnych

Portfel należności nieregularnych utrzymuje się w trendzie wzrostowym. W maju wartość kredytów wzrosła o 2,1 mld PLN (737 mln PLN gospodarstwa domowe, 1,4 mld PLN przedsiębiorstwa). Wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty ogółem wzrósł do poziomu 6%, przy czym, w gospodarstwach domowych wyniósł 4,1% (4,0% w kwietniu), a w przedsiębiorstwach 9,3% (8,7% w kwietniu). Tempo wzrostu należności nieregularnych sięgnęło 62% R/R oraz 43% YTD. Przedsiębiorstwa pozostały motorem napędzającym wzrosty NPL. Uważamy, że powoli widoczne są problemy przedsiębiorców ze spłatą kredytów nie wynikające już przede wszystkim ze wzrostu zobowiązań z tytułu opcji, a ze skutkami spowolnienia. Uważamy, że w tym roku motorem wzrostu rezerw w bankach będzie segment korporacyjny, a do pewnego stopnia również segment consumer finance (kredyty sprzedawane poza grupę własnych klientów). W przyszłym roku pod presją znajdzie się cały segment detaliczny na skutek wzrostu stopy bezrobocia.

Spirala zadłużenia

Obecnie w sektorze mamy 80 tys. klientów, którzy mają 8 mld PLN kredytów gotówkowych. Wpadli w spiralę zadłużenia, spłacając starsze kredyty nowymi. Na koniec 2007 roku było ich 70 tys. a ich długi sięgały 7 mld PLN. M. Karpiński, prezes Meritum Banku, ostrzega, że przy braku reakcji ze strony banków na koniec roku kwota ta może sięgnąć 12 mld PLN. Statystyczny kredytobiorca, który wpadł w spiralę zadłużenia to osoba starsza (średnia wieku przekracza 50 lat), emeryt (40% grupy) lub rencista (20%), o niższych niż przeciętnych dochodach (średnia dochodów netto to 1200 PLN). Mediana liczby kredytów przypadających na jednego kredytobiorcę to 12, a średnie zadłużenie sięga 80 tys. PLN. Mimo to mają kilkuletnią dobrą historię w BIK. Problemem zainteresowała się już KNF, prosząc o sprawdzenie modeli oceny ryzyka kredytowego w bankach. Problem urósł do widocznych rozmiarów (nie dotyczy tylko wąskiej grupy klientów). Jednak z punktu widzenia całego portfela kredytów stanowi 2% kredytów gospodarstw domowych ogółem i 4,4% kredytów gospodarstw domowych po wyłączeniu kredytów na nieruchomości. Zjawisko to jest jednak groźne z punktu widzenia tempa w jakim narasta spirala oraz ryzyka przerwania tej spirali. A to staje się coraz bardziej prawdopodobne w obliczu zaostrzania kryteriów oceny ryzyka kredytowego w bankach. Oczekujemy, że tego typu kredyty staną się jedną z pierwszych przyczyn ryzyka kredytowego w bankach, jednak nie należy oczekiwać tego, że cała kwota będzie musiała być wyrezerwowana. Jednak banki muszą podjąć działania zmierzające do restrukturyzacji zadłużenia takich osób i przerwania spirali. Pozwoli to częściowo obniżyć straty kredytowe. Starsi ludzie (w tym przede wszystkim emeryci i renciści) stanowią bardzo atrakcyjną grupę klientów z punktu widzenia banków (stabilne źródło dochodów).

Portfel kredytów na nieruchomości – 213,6 mld PLN

Portfel kredytów na nieruchomości GD wzrósł o 3,9 mld PLN w ciągu czerwca. Ponad połowa przypadła na kredyty walutowe. Według naszych szacunków 1,94 mld PLN z tej kwoty przypadło na rewaluację istniejącego już portfela walutowych kredytów hipotecznych w wyniku osłabienia PLN względem CHF o 1,4% w maju br. Po uwzględnieniu tej zmiany portfel wzrósł o prawie 2 mld PLN, co i tak wskazuje na lekkie odbicie sprzedaży względem początku roku (sezonowy efekt ożywienia). Dane wskazujące na ożywienie w segmencie kredytów na nieruchomości wnioskowaliśmy na bazie dobrej sprzedaży kredytów w ramach programu „rodzina na swoim” (511 mln PLN sprzedaży w maju br., vs. 396 mln PLN w kwietniu).

Kredyty mieszkaniowe przechodzą test odporności

Z danych BIK wynika, że zaledwie 1,04% kredytów walutowych, biorąc pod uwagę ich liczbę, ma jakieś problemy powyżej 30 dni w spłacie (pół roku temu 0,63%). Kłopoty dotyczą też 1,43% kredytów w złotych. A. Kosiński, główny ekonomista BIK powiedział, że kredyty mieszkaniowe psują się dopiero po pewnym okresie. Na razie kredyty z 2008 spłacają się lepiej niż roczniki starsze. Obecnie kredyty w PLN psują się wolniej (od września'08 do marca'09 wzrost z 1,36% do 1,43%), jednak po części wynika to z przestawiania się banków na sprzedaż kredytów w PLN (większy dopływ nowych kredytów). Jednak najstarsze z grupy analizowanych kredytów mają odsetek „złych” w stabilnej wysokości 1,75%. Najnowsze, z 2008 r. – 0,56%. Najciekawsza zaś jest grupa kredytów z 2006 r., która przy kredytach złotych jest najgorsza, odsetek rachunków kredytowych z kłopotami wynosi 2%. Zdaniem Topińskiego może to wynikać stąd, że wtedy zaczął się boom na rynku i banki rozluźniły kredytowanie. Na wzrost wskaźnika całego portfela kredytów hipotecznych miało pogorszenie się jakości kredytów walutowych, jednak dalej mają one lepsze wskaźniki spłacalności. Na razie kredyty mieszkaniowe są spłacane bardzo dobrze i to mimo osłabienia PLN. Naszym zdaniem ten czynnik nie ma istotnego wpływu na spłacalność kredytów (osłabienie waluty neutralizowane w znacznym stopniu przez spadek oprocentowania). Kluczowym czynnikiem jest skala bezrobocia w spowolnieniu. Oczekujemy wzrost wskaźnika niespłacanych kredytów hipotecznych do 3% w ciągu dwóch lat, co i tak generuje bardzo umiarkowane koszty ryzyka kredytowego.

W maju 511,8 mln PLN, w czerwcu 555,1 mln PLN kredytów z programu „Rodzina na swoim”

W maju, w ramach programu „Rodzina na swoim”, udzielono kredytów za 511,8 mln PLN, a w czerwcu już 555 mln PLN, poinformował BGK. W kwietniu wartość udzielonych kredytów z dopłatą wynosiła 396 mln PLN, w marcu 361 mln PLN, w lutym 200 mln PLN, a w styczniu 99 mln PLN. W maju udzielono 2.858 sztuk takich kredytów, podczas gdy w kwietniu 2.288. W 2008 r. w ramach programu „Rodzina na swoim” udzielono łącznie 6.628 kredytów za 852,6 mln PLN. Do końca czerwca br. udzielono już ponad 2,1 mld PLN takich kredytów. BGK szacuje, że sprzedaż w 2009 roku może sięgnąć nawet 4 mld PLN. Jeszcze niedawno BGK mówiło, że weryfikuje o 20% w górę plany sprzedaży (do około 2,64 mld PLN, pierwotne plany zakładały 2,2 mld PLN). Utrzymanie sprzedaży 0,5 mld PLN miesięcznie do końca 2009 roku dałoby sprzedaż na poziomie aż 3,5 mld PLN przez kolejne 7 miesięcy. Bardzo mało prawdopodobne jest jednak utrzymanie tak wysokich wolumenów. Uważamy sprzedaż na poziomie 4 mld PLN za realne założenie. Najprawdopodobniej rośnie udział tego typu kredytów w ogólnej sprzedaży kredytów hipotecznych. Taki poziom sprzedaży może być sygnałem ożywienia w zakresie sprzedaży kredytów mieszkaniowych na całym rynku, co wiążemy przede wszystkim z czynnikami: (i) sezonowo większy popyt na mieszkania i domy, (ii) umocnienie złotówki przynoszące spadek relacji kredyty/depozyty w bankach, (iv) stopniowo i konsekwentnie obniżane ceny depozytów, (v) poprawa nastrojów. Kontynuacja takich wyników może być pozytywnym sygnałem.

ZBP popiera rozszerzenie rządowego programu „Rodzina na swoim”

ZBP popiera rozszerzenie rządowego programu „Rodzina na swoim” o osoby prowadzące jednoosobowe gospodarstwo domowe oraz sprzeciwia się ograniczeniu zasięgu programu wyłącznie do rynku pierwotnego, poinformowali przedstawiciele ZBP. Jednocześnie negatywnie odnosi się do wniosku Polskiego Związku Firm Deweloperskich postulującego ograniczenie działania programu wyłącznie do rynku pierwotnego. BGK podało, że dotychczas w ramach programu 17% kupiło mieszkanie od dewelopera, a 58% z rynku wtórnego, 25% stanowią rodziny budujące indywidualnie dom. Sprzedaż kredytów hipotecznych mimo wszystko spadnie naszym zdaniem o połowę w 2009 roku do 25 – 30 mld PLN.

Część banków zainteresowana wzrostem WIBOR 3M?

Wiceprezes NBP, W. Kosiński, powiedział, że NBP ma hipotezę, że część banków komercyjnych jest zainteresowana tym, aby WIBOR 3M rósł, żeby uzyskać lepszą wycenę udzielanych kredytów. Krótsze WIBORY wykazują stabilizację pomiędzy overnightem, a WIBOREM 1M. Stawki w zasadzie są wypłaszczone. Te różnice są niewielkie, sięgają kilkunastu, może kilkudziesięciu punktów bazowych, podczas gdy pomiędzy WIBOREM 1M, a WIBOREM 3M notujemy duży skok. Takie tezy były stawiane przez rynek już wcześniej. Dzięki temu następuje dopasowanie do ciągle jeszcze atrakcyjnych stawek depozytów do kosztu

pieniądza na rynku międzybankowym, który jest odnośnikiem do oprocentowania bardzo dużej części portfeli kredytowych w bankach. Wraz z wygasaniem wysokooprocentowanych depozytów można oczekiwać stabilizacji sytuacji.

KNF nie zajmie się wojną depozytową

KNF zapowiedziało, że nie będzie ingerowało w konkurencję między bankami. Oczekiwana reakcja regulatora na postulaty niektórych banków.

KNF rozważy, czy zalecać bankom niewypłacanie dywidendy za '09

KNF rozważy, czy będzie zalecać bankom niewypłacanie dywidendy z zysku osiągniętego w 2009 roku. Naszym zdaniem na razie jest zdecydowanie za wcześnie na dzielenie zysków. Naszym zdaniem większość banków giełdowych nie wypłaci dywidendy z zysków za 2009 rok. Jednocześnie oczekujemy spadku zysku netto sektora o ponad 60%, zatem potencjał wypłacenia dywidendy, jak i kwestia wsparcia istniejącej bazy kapitałowej ma znacznie mniejszą wagę. Dodatkowo uważamy, że w tym roku PKO BP i Pekao w znacznie większym stopniu będą kontrybuowały do zysków sektora niż w latach ubiegłych. Zatem jeśli rozmawiamy o istotnych dywidendach, ewentualne rekomendacje będą dotyczyły przede wszystkim tych dwóch banków.

Szwajcarski Bank Centralny przeciwko umacnianiu się CHF

Szwajcarski Bank Centralny (SNB) pozostawił stopy procentowe bez zmian. Zapowiedział, że będzie zdecydowanie przeciwdziałał umacnianiu się franka. Dobra wiadomość dla banków. Jest to potencjał do spadku rat walutowych kredytów hipotecznych oraz spadek zadłużenia tego rodzaju klientów przeliczanego na PLN po wysokim obecnie kursie walutowym (spadek LTV). Jeśli CHF osłabi się, banki będą musiały donosić w poczet rezerw mniejsze kwoty (wycena zabezpieczenia starczy na większą część kredytu).

Banki centralne będą kontynuowały operacje swap do 31.10 br.

Narodowy Bank Szwajcarii, Europejski Bank Centralny, Narodowy Bank Polski oraz Narodowy Bank Węgier będą kontynuowały tygodniowe operacje swapów walutowych EUR/CHF przynajmniej do 31 października 2009 r. w celu wsparcia dalszych pozytywnych zmian na krótkoterminowych rynkach pieniężnych franka szwajcarskiego. Pozytywna informacja, jednak bez wpływu na wyceny banków.

Niższa rata walutowego kredytu hipotecznego od 1 lipca?

Od 1 lipca w życie weszło zalecenie KNF, które umożliwia klientom spłatę kredytu bezpośrednio w CHF. Zalecenie KNF posłuży nie tylko klientom, ale również części banków, które nie refinansują portfela walutowego z pożyczek w CHF od inwestorów zagranicznych. Jeśli klienci spłacający kredyty przyniosą do banków franki, ta „luka walutowa” będzie się domykać. Na taką możliwość (domykanie luki walutowej) wskazywaliśmy zaraz po uchwaleniu przez KNF rekomendacji. Banki stracą część dochodów z przeliczania rat kredytowych. Jednak będzie to znacznie mniej dotkliwe niż wycofanie z oferty kredytów walutowych. Większość przychodów w przewalutowaniu kredytów w wyniku z pozycji wymiany w bankach, w okresie prosperity w walutowych kredytach hipotecznych, pochodziła z przewalutowania przy uruchomieniu kredytu (nowa produkcja). Spłacane raty przynosiły w tamtej skali zdecydowanie mniejsze przychody.

Moody's obniżył ratingi dla pięciu polskich banków

Agencja ratingowa Moody's obniżyła ratingi dla pięciu polskich banków: PKO BP, Pekao, BZ WBK, BGŻ oraz Banku Handlowego. Rating BFRS PKO BP został obniżony do C minus z C, Pekao do C minus z C, BZ WBK do D plus z C minus, Banku Handlowego do D plus z C minus. Pod koniec maja agencja Moody's umieściła ratingi ośmiu polskich banków 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. Można oczekiwać jeszcze kilku zmian ratingów. Agencje ratingowe odzwierciedlają fakty znane rynkowi. Obecnie oczekuje on spadających wyników banków i rosnących poziomów wskaźników należności nieregularnych.

NBP chce dać bankom komercyjnym długoterminowy dostęp do pieniądza

Prof. Marian Noga, członek RPP, zadeklarował chęć przedłużenia przez NBP operacji repo (na sześć i więcej miesięcy). Narzędzie to ma zostać rozszerzone o możliwość rolowania. Pozytywna informacja. Naszym zdaniem brak dostępu do średnioterminowego i długoterminowego finansowania zmusza banki do ograniczania ekspozycji na ryzyko. Muszą one zachowywać odpowiednie bufor płynności na wypadek zmian otoczenia rynkowego. Dostęp do średnioterminowego finansowania nie jest jednak jedynym powodem ograniczonej chęci banków do brania na siebie kolejnych ryzyk.

Unijny kredyt nareszcie rusza – program „Kredyt Technologiczny”

Wsparcie dla przedsiębiorców, finansowane z unijnego programu „Innowacyjna gospodarka”,

ruszy jeszcze w lipcu. Łącznie do wzięcia jest 1,7 mld PLN, z czego w tym roku 600 mln PLN. BGK podpisało umowy z sześcioma bankami, które przystępują do programu „Kredyt technologiczny”. Będą to Pekao, BRE Bank, Raiffeisen, BPH, Bank Polskiej Spółdzielczości. W ostatniej chwili do tej grupy dołączył PKO BP. Będą one udzielały kredytów inwestycyjnych na wdrożenie własnej lub zakupionej technologii, a następnie uruchomienie produkcji na niej opartej (na warunkach rynkowych). Wsparcie unijne polega na możliwości umorzenia części zadłużenia w formie premii technologicznej. O jej przyznaniu będzie decydował BGK. Dobra informacja. Pozwoli na lepszą analizę potrzeb kredytowych firm i wytypowanie najciekawszych inicjatyw. Dla banków jest to okazja na zdobycie dobrej jakości klientów segmentu MSP.

W bankach łatwiej o kredyt?

Pożyczki hipoteczne znów stają się bardziej przystępne dla Polaków. Do łask wracają kredyty udzielane bez konieczności posiadania wkładu własnego. Niektóre banki obniżają marże. Decyzję o zwiększeniu kredytowania nieruchomości do 100% jej wartości podjął Eurobank. Większa jest też szacowana zdolność kredytowa jego klientów. Polbank obniżył niedawno marże kredytowe, w niektórych przypadkach nawet o 1 pp. Inne banki atrakcyjniejsze warunki oferują tylko wybranym grupom klientów. Według nowego cennika w Nordea Banku marże kredytów walutowych oferowane aktywnym klientom, którzy przelewają swoje wynagrodzenie na rachunek w tym banku, mogą być niższe o ok. 1,5 pp. od dotychczasowych stawek. Millennium Bank od kwietnia zmniejszył minimalny wymagany wkład własny z 20% do 10%. Największy polski kredytodawca PKO BP już w lutym zrezygnował z wymogu posiadania co najmniej 10% wkładu własnego (obowiązywał od grudnia ub. roku) i teraz finansuje nawet 100% wartości kupowanej nieruchomości. Warunki kredytowania nadal są znacznie bardziej restrykcyjne w relacji do okresu poprzedniego boom'u kredytowego. Należy jednak oczekiwać powolnej odbudowy wolumenów w tym segmencie. Wyjście naprzeciw klientom w tym okresie jest również związane z sezonowym ożywieniem na tym rynku.

Podobno kredytów dla małych firm nie jest mniej

Bankowcy twierdzą, że nie ograniczyli udzielania kredytów dla małych i średnich firm. Potwierdzają, że marże bankowe przy pożyczkach dla przedsiębiorstw wzrosły do ok. 4,5%. Banki mocno zaostrzyły kryteria udzielania kredytów. Jednak obecnie nie tylko w segmencie MSP widać stabilizację. Cena finansowania wzrosła i tutaj nie należy spodziewać się szybkiego powrotu marż do tych z 1H08. Jednak uważamy, że część banków dostrzegła bardzo duży potencjał jaki kryje się w obsłudze klientów segmentu MSP. Szybki przegląd potencjału wzrostu poszczególnych segmentów wskazuje, że może być to nowy, dynamicznie rosnący duży filar dla banków, po tym jak spada sprzedaż kredytów hipotecznych, kredyty gotówkowe charakteryzują się wyższym ryzykiem kredytowym i trudno zwiększyć wskaźnik sprzedaży na posiadacza takiego kredytu, a sfera dużych firm już dawno została rozpoznana przez banki. Naszym zdaniem segment MSP daje szanse nie tylko na sprzedaż kredytów po satysfakcjonujących marżach, ale również korzyści płynące z obsługi takiego klienta i wzrostu jego transakcyjności i wymagań.

Trudny rok leasingu

Rzeczpospolita pisze, że przedstawiciele firm leasingowych oczekują spadku sprzedaży w 2009 roku o 20 – 40% (nawet 50%), choć jeszcze w styczniu br. zapowiadali wzrost o 2 – 6%. Taki spadek oznaczałby sprzedaż na poziomie 15 – 24 mld PLN, czyli z okresu 2005 – 2006. W ubiegłym roku wartość transakcji sięgnęła 33,1 mld PLN. Obecnie widoczne jest spowolnienie w segmencie małych transakcji. Specjaliści oczekują jednak, że druga połowa roku przyniesie spowolnienie także w dużych firmach. Oczekiwania zgodne z tym jak będzie wyglądał w tym roku cały rynek kredytów dla segmentu korporacyjnego.

Banki tną limity i podnoszą marże

Z Ankiety *Rzeczpospolitej* wynika, że od jesieni marże kredytowe dla przedsiębiorstw wzrosły o 2,5 – 3 pp. Dodatkowo banki starają się zmniejszyć limity, średnio o 20 – 30%. Na pytania gazety o to, jak zmieniły się warunki współpracy między bankami a przedsiębiorstwami, odpowiedziało niemal 100 firm z całego kraju. Są to przede wszystkim firmy duże, zatrudniające ponad 250 pracowników. Potwierdzenie tego co widać było na przykładach pojedynczych banków i spółek notowanych na GPW. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami w stosunku do sektora bankowego.

Sbierbank do Polski?

Wicepremier W. Pawlak powiedział, że Sbierbank jest zainteresowany wchodzeniem szerzej w inwestycje w Polsce. Wicepremier powiedział, że nie zna konkretnych planów wejścia banku na polski rynek. Sbierbank to największy rosyjski bank. Ponad połowa depozytów klientów indywidualnych jest ulokowana w tym banku. Naszym zdaniem, jeśli zapowiedzi są prawdziwe, Sbierbank może być jednym z kupujących banki w naszym kraju. Pojawiają się zatem inwestorzy, którzy wyrażają gotowość do wejścia na nasz rynek.

Axa nie wyklucza otwarcia banku w Polsce

Dyrektor Axa na Europę Środkowo – Wschodnią deklaruje, że polski sektor bankowy jest interesujący, jednak żadne decyzje w sprawie podjęcia działalności bankowej jeszcze nie zapadły. W grę wchodzi zarówno przejęcie istniejącego już banku, jak i budowanie go od podstaw. 2,5 mln klientów, w tym 2 mln w funduszach emerytalnych, ma Axa w naszym regionie Europy. Grupa Axa w Polsce dołącza właśnie – do funduszu emerytalnego oraz spółek ubezpieczeniowych – towarzystwo funduszy inwestycyjnych (fundusze inwestycyjne oferuje już w Słowacji i Czechach). Wniosek w tej sprawie trafił do nadzoru. Kolejny potencjalny kupiec banku w Polsce. Taka okazja do zakupów nie powtórzy się szybko.

Liczba raportów kredytowych rośnie (BIK)

BIK udostępniło 11,8 mln raportów kredytowych i monitorujących (+18,9% R/R). Jednocześnie w czerwcu ich liczba po raz pierwszy przekroczyła 3 mln. W 2Q09 udostępniono 7,1 mln takich raportów (+38,8% R/R). Przedstawiciele BIK wskazują jednak, że mocno rośnie zainteresowanie banków monitoringiem i weryfikacją dotychczasowych klientów (prawie +30% R/R). Jednocześnie prezentują statystykę, że w styczniu tego roku banki akceptowały ok. 36% wniosków o kredyty gotówkowe, obecnie „przechodzi” 27% wniosków. Efekt większej koncentracji banków na koszty ryzyka kredytowego.

InfoMonitor: Zaległe zobowiązania Polaków wyniosły 9,87 mld PLN w maju

Przeterminowane zobowiązania Polaków wyniosły 9,87 mld PLN w maju (wg InfoMonitor Biuro Informacji Gospodarczej). W ciągu dwóch lat wartość zaległego zadłużenia wzrosła z 5 mld PLN. Średnia kwota zaległego zadłużenia wzrosła o 601 PLN do 7,24 tys. PLN wobec 6,64 tys. PLN raportowanych przez InfoMonitor w lutym. Natomiast liczba klientów podwyższonego ryzyka, czyli takich, którzy zalegają z płatnością zobowiązań powyżej 60 dni, wyniosła 1,36 mln, co oznaczało wzrost o 5,4% w ciągu ostatnich trzech miesięcy (o 70 tys.). Od początku 2009 roku InfoMonitor udostępnił 2,06 mln zł raportów. InfoMonitor Biuro Informacji Gospodarczej uruchomiło system wymiany w sierpniu 2005 roku. Zajmuje się gromadzeniem, przechowywaniem i udostępnianiem informacji gospodarczych, czyli informacji o terminowości w spłacie zobowiązań przez przedsiębiorców lub konsumentów, a także o fakcie posłużenia się podrobionym lub cudzym dokumentem wobec przedsiębiorcy. Do tej pory rezerwy na nieregularne kredyty gospodarstw domowych „były w cieniu” rezerw w segmencie przedsiębiorstw. Uważamy, że rezerwy kredytowe w bankach pojawią się w drugiej połowie br. w ślad za rosnącym bezrobociem. Dane InfoMonitora dotyczą jednak również bieżących płatności, co trudno odnosić do kredytów.

Fortis zachęca do wcześniejszej spłaty kredytów walutowych

Fortis Bank Polska zachęca klientów do wcześniejszej spłaty kredytów walutowych. Ci, którzy się na to zdecydują, będą mogli to zrobić bez marży i po kursie średnim NBP. Ale wcześniejsza spłata bardziej się opłaca bankowi niż klientom. W praktyce oferta skierowana jest do tych, którzy pożyczkę w banku wzięli w ciągu ostatnich trzech lat. Do tej pory bank pobierał przy wcześniejszej spłacie takich kredytów prowizję w wysokości 1,5% wartości pożyczki. Jednak tylko ci, którzy kredyt hipoteczny wzięli pięć lat temu, mogą go spłacić dzisiaj po takim kursie, po jakim się zadłużyli. Od pewnego czasu także w ING BSK można spłacić raty kredytów po średnim kursie NBP. Można także po takim kursie spłacić wcześniej całe zadłużenie. Ale ING BSK wprowadzał to rozwiązanie pod hasłem chęci ulżenia klientom, którym ze względu na spadek złotego wartość raty mocno wzrosła. Banki próbują zmniejszyć skalę uciążliwego z punktu widzenia kosztu finansowania portfela kredytowego (wysoki koszt depozytu, a dodatkowo konieczność zabezpieczenia swap'ami). Jednocześnie takie kredyty mogą wykazywać wyższe LTV co pogarsza statystyki portfeli kredytów hipotecznych. Z perspektywy klienta nie jest to jednak korzystne, gdyż spłaca on kredyt po wyższym kursie walutowym (jeśli spłacającym jest osoba, która zaciągnęła kredyt w okresie 2003 – koniec pierwszej połowy 2004 roku).

SKOK-i mają już prawie 10 mld PLN depozytów

W 1Q09 wartość depozytów w SKOK-ach wzrosła o 13% do 9,74 mld PLN. Wartość kredytów sięgała 7,27 mld PLN (+5% Q/Q). Pod koniec marca kasy miały 1,9 mln klientów (+46 tys. Q/Q). Przyrost liczby klientów jest zgodny planem przyjętym 5 lat temu. SKOK-i powstały w 1992 roku i nie podlegają nadzorowi KNF. Nie uczestniczą również w systemie gwarantowania depozytów BFG. Podobne instytucje działają w 96 krajach obsługując 177 mln klientów. Ostatnio mówiono o planach włączenia polskich kas pod nadzór bankowy. Na razie klienci deponują tam niewielkie kwoty pieniędzy. Jeśli przyjąć, że każdy klient ma jakiś depozyt, to średni depozyt w SKOK-ach to 5,1 tys. PLN.

SKOK-i – UOKiK wszczyna postępowanie, projekt ustawy utknął

UOKiK wszczął postępowanie w sprawie ostatnich reklam SKOK-ów, a dokładniej o jedno z haseł reklamowych: „Kasy nie inwestują wolnych środków w jakiegokolwiek ryzykowne instrumenty finansowe”. Jednocześnie projekt ustawy, który miałby włączyć SKOK-i pod nadzór bankowy utknął. Zakłada on m.in. obligatoryjne przekształcenie SKOK-ów w banki lub podział

kas, w momencie, gdy kapitały własne przekroczą 10 mln EUR. Na razie grozi to tylko SKOK-owi Stefczyka (106,9 mln PLN kapitałów własnych). Czekamy na dalszy bieg wydarzeń. Naszym zdaniem w dłuższym horyzoncie czasu działalność SKOK-ów ulegnie obostrzeniom.

KNF o opcjach walutowych

Z analizy przeprowadzonej przez KNF wynika, że banki powinny poprawić zarządzanie ryzykiem i politykę informacyjną wobec klientów. W dokumencie przyznano, że część winy za problem z opcjami ponoszą banki (nie ostrzegali przed ryzykiem, prezentowali „podrasowane” prognozy kursów walutowych, nie informowali na bieżąco o wycenie instrumentów). KNF otrzymywała również sygnały, że banki nie chcą rozwiązywać sporów w sądach arbitrażowych. KNF przygotowała listę 14 postulatów, które powinny stać się podstawą do stworzenia kodeksu dobrych praktyk. ZBP otrzymało te postulaty. Banki wdrożyły już część z nich. Dodano, że zasady są ciągle rozwijane. Ponadto banki chcą stworzyć bazę klientów korzystających z opcji, aby uniknąć przypadków zawierania kontraktów w kilku bankach jednocześnie. Nie zmienia to już istotnie położenia banków. Apogeum problemów z opcjami pod kątem skali rezerw w bankach mamy już za nami.

UOKiK będzie karał banki

UOKiK prowadzi obecnie postępowania przeciwko Getin Bankowi, BZ WBK, Santander Consumer Bank i BPH. UOKiK może nałożyć karę w wysokości do 10% ubiegłorocznych przychodów w przypadku stwierdzenia winy po stronie banku. Stosowana przez bank klauzula zostaje również wpisana na listę klauzul niedozwolonych. Naszym zdaniem nałożone kary nie sięgną aż 10% przychodów. Jednak bardzo aktywna postawa urzędu uniemożliwia bankom stosowania korzystnych dla siebie zapisów.

BOŚ ma nową strategię do roku 2013

Rada Nadzorcza banku zaakceptowała pięcioletnią strategię rozwoju banku. Do 2013 roku BOŚ ma być co najmniej 2 razy większy, 3 – 4 razy bardziej zyskowy, mocno osadzony w rynkowych niszach związanych z projektami ekologicznymi, aktywny na rynku detalicznym. Jeśli BOŚ ma tego dokonać, to znaczy, że na cały rynek można patrzeć z umiarkowanym optymizmem. Obecnie jednak rozchwianie gospodarek jest na tyle duże, że ciągle prognozy obciążone są dużym prawdopodobieństwem kolejnych rewizji. Przy tak dynamicznie zmieniającym się otoczeniu, oczekiwaniach i prognozach trudno rysować długoterminowe plany.

Sytuacja mikroprzedsiębiorstw

Według raportu pt. Mikroprzedsiębiorczość w Polsce, opracowanego przez Fundację Kronenberga przy Citi Handlowym, przy współpracy z Microfinance Center, najmniejsze firmy dynamicznie się rozwijają, ale właściciele firm napotykają na swojej drodze wiele barier. Eksperti w trakcie panelu dyskusyjnego przeanalizowali wpływ kryzysu na mikroprzedsiębiorczość. Przede wszystkim wpłynął on na dostępność finansowania, gdyż banki postrzegają takie firmy jako wysokiego ryzyka. W związku z powszechnym komunikatem ze strony banków, że jednym z głównych kryteriów ograniczenia podaży kredytów dla klientów jest obawa o ryzyko, oczekiwaliśmy mocnego ograniczenia podaży kredytów dla tej grupy klientów.

Oszczędności gospodarstw domowych

W bankowej wojnie o oszczędności Polaków wysokość oprocentowania powoli schodzi na drugi plan. Z analizy Expandera wynika, że od początku roku średnie oprocentowania lokat 3-miesięcznych spadło z 6,5% do 4,4% w maju i ustabilizowało się w okolicach tego poziomu. W ostatnim czasie coraz wyższe znaczenie ma bowiem nie oprocentowanie, a dodatkowe korzyści płynące z poszczególnych ofert. Banki „podrasowują” swoje oferty w różny sposób, np. poprzez zwiększenie częstotliwości kapitalizacji odsetek, wypłatą odsetek „z góry”, różne nagrody za lokaty, czy też pakiet różnych ubezpieczeń. Mimo obniżenia oprocentowania, zmiana okresu kapitalizacji pozwala na uniknięcie „podatku Belki”. Z perspektywy banku jest to korzystne rozwiązanie, które pozwoli na obniżenie kosztu finansowania.

BPH – Zamknięte zostanie 35 placówek

Bank zmniejszy sieć o 35 placówek z 247, które posiadał na koniec 1Q09 (14% wszystkich oddziałów). Bank obrał kurs intensywnych oszczędności. Optymalizacja sieci była konieczna i jednocześnie mogła być oczekiwana w kontekście dwóch poprzednich komunikatów banku o procesie zwolnień grupowych. Bank jeszcze rok temu zamierzał w bardzo szybkim tempie odbudowywać sieć. Obecnie te działania są odwracane. Jednak w momencie, gdy w sektorze w ciągu najbliższych kilku kwartałów nie ma co liczyć na dynamiczny wzrost wolumenów, takie działania są konieczne.

Noble Bank – Dobre wyniki sprzedażowe

Wartość złożonych wniosków o kredyt hipoteczny w Open Finance w miesiącach styczeń-maj 2009 roku wzrosła do 3,95 mld PLN (+13% R/R). Bank podał, że łączna sprzedaż, uwzględniająca także produkty inwestycyjne, wzrosła w tym okresie o 49% do 5,6 mld PLN. OF

miesięcznie sprzedaje kredyty na kwotę 400 – 500 mln PLN. Z tego około 200 mln PLN to kredyty MetroBanku (hipoteczna marka Noble Banku). Duże znaczenie dla sprzedaży ma kredyt refinansowy. Na 3,9 mld PLN sprzedaży, 1 mld PLN stanowi właśnie taki produkt. Według NB wolumen kredytów refinansowych będzie cały czas przyrastał. Połowę z 1 mld PLN należy podzielić na pół. Część z nich renegocjuje umowy, a część to osoby szukające metody na obniżenie miesięcznej raty kredytu. Kolejny kwartał zapowiada się bardzo dobrze. W okresie kwiecień maj wysłano zatem 1,7 mld PLN wniosków kredytowych netto, gdyż w 1Q09 wysłano 2,24 mld PLN takich wniosków. Część z nich przełoży się na wynik prowizyjny (opłata dystrybucyjna), a część zasili wynik odsetkowy w dłuższym terminie.

NWZA Noble Banku uchwaliło połączenie z Getin Bankiem

NWZA Noble Banku podjęło decyzję o połączeniu z Getin Bankiem. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami akcjonariusze Getin Banku za jedną akcję Getin Banku otrzymają 2,85 akcji Noble Banku. Spółki działają zgodnie z wcześniej przygotowanym harmonogramem.

EuroRating obniżył rating dla Getin Holding do 'BB+', perspektywa negatywna

Agencja ratingowa EuroRating obniżyła ocenę ratingu kredytowego dla Getin Holding do "BB+" z "BBB-", poinformowała firma. Perspektywę ratingu podtrzymano jako negatywną. W ocenie agencji na wzrost ryzyka kredytowego grupy Getin Holding istotny wpływ ma wciąż bardzo dynamiczny wzrost skali działalności spółek z grupy przy jednoczesnym znacznie wolniejszym wzroście wartości kapitałów własnych. W rezultacie stale rośnie udział kapitału obcego w finansowaniu działalności całego holdingu. EuroRating zwraca uwagę na szybko rosnącą wartość portfeli kredytów w bankach wchodzących w skład grupy (tj. Getin Banku i Noble Banku). Banki te są wprawdzie obecnie w stanie finansować rosnący portfel kredytów poprzez pozyskiwanie coraz większych depozytów, jednak odbywa się to kosztem znacznego pogorszenia uzyskiwanych marż odsetkowych, co w dłuższej perspektywie może negatywnie wpływać na ich wyniki finansowe. Zdaniem agencji istotnym czynnikiem ryzyka dla banków z grupy Getin Holding będzie także konieczność pozyskiwania refinansowania hipotecznych kredytów walutowych, których wartość wzrosła istotnie w ciągu ostatnich kwartałów na skutek spadku kursu złotego. Ratingi przyznane przez Agencję EuroRating spółkom wchodzącym w skład indeksu WIG20 mają charakter ratingów niekomercyjnych - przyznawane są z inicjatywy Agencji, a proces oceny ryzyka kredytowego analizowanych przedsiębiorstw oparty jest na informacjach publicznie dostępnych. Tezy znane rynkowi od dłuższego czasu. Jak na razie jednak Getin Holding mimo spadku dochodowości był w stanie osiągać dobre wyniki dzięki wzrostowi skali działania. Jednak zgadzamy się z wnioskami agencji, że będzie miało to negatywny wpływ na wyniki kolejnych kwartałów.



BZ WBK (Akumuluj)

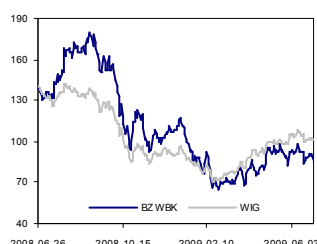
Cena bieżąca: 86,7 PLN Cena docelowa: 102 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 515,4	-7,3%	1 483,8	-2,1%	Liczba akcji (mln)	73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	6 325,7
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	2 868,3	-10,1%	2 941,8	2,6%	Free float	29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 263,0	-19,9%	1 319,9	4,5%		
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	365,0	-69,9%	456,8	25,2%		
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	248,3	-71,0%	320,5	29,1%		
ROE	23,0%	18,4%		4,9%		6,0%		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/E	6,6	7,4		25,5		19,7		Zmiana ceny: 6m	-25,9%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-34,8%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	179,9
Dyid (%)	6,9	3,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Ekspozycja BZ WBK na segment obrotu nieruchomościami będzie barierą dla realizowania poprawy wyników netto w ciągu kolejnych dwóch lat. Oczekujemy wyższych kosztów ryzyka kredytowego w przyszłym roku, przy osiągnięciu niskiego pułapu wycen nieruchomości oraz ze względu na profil portfela kredytów na obrót nieruchomości banku. Większość przeznaczona jest na inwestycje i projekty w obszarze nieruchomości komercyjnych, a ten segment postrzegamy jako późnocykliczny. Uważamy, że w tym roku największe zagrożenie będą stanowiły rezerwy na poczet nieruchomości mieszkaniowych i gruntów, do których w przyszłym roku powinny dołączyć również powierzchnie komercyjne. Widzimy bardzo małe prawdopodobieństwo osiągnięcia strat przez bank w ciągu kolejnych dwóch lat. Oczekujemy zysku netto na poziomie 248 mln PLN w 2009 roku i 320 mln PLN zysku w 2010 roku. Zrewidowaliśmy go w dół o 10% dla tego roku i aż o 30% dla roku przyszłego (efekt opóźnienia cyklu w nieruchomościach komercyjnych). Uważamy, że straty kredytowe najbliższych dwóch lat nie mają przełożenia na długoterminową działalność banku, gdyż nie doprowadzą do osłabienia pozycji kapitałowej na tyle aby ograniczyć długoterminowy rozwój banku. Zalecamy akumulowanie walorów.

BZ WBK nie na sprzedaż?

Prezes banku, M. Morawiecki, powiedział, że AIB na pewno nie sprzeda większościowego pakietu akcji BZ WBK i będzie pozyskiwało planowane 1,5 mld EUR dodatkowych kapitałów z innych źródeł. AIB przystąpiło obecnie do wykupu swoich obligacji, który przebiega dobrze. Obok tego AIB ma jeszcze inne opcje sprzedaży aktywów. Mocne słowa prezesa. Jednak naszym zdaniem niczego nie można wykluczyć. Od początku zakładaliśmy, że AIB będzie starało się zostawić BZ WBK „na koniec kolejki”, próbując pozyskać środki w inny sposób. Jednak jeśli prowadzone obecnie operacje nie przyniosą oczekiwanych rezultatów finansowych AIB może nie mieć wyjścia. Podtrzymujemy opinię, że AIB będzie wrażliwy na cenę takiej transakcji.

BZ WBK zebrał z nowej oferty lokat ponad 4,3 mld PLN

BZ WBK zebrał z nowej oferty lokat ponad 4,3 mld PLN. Lokata z loterią była oferowana od 20 kwietnia do 19 czerwca. Minimalna wartość depozytu wynosiła 5 tys. PLN. Lokatę z loterią promowała kampania telewizyjna, której gwiazdą był hollywoodzki aktor Danny Devito. Dzięki temu wskaźnik kredyty/depozyty spadł do poziomu 87%. Oprocentowanie trzymiesięcznej lokaty do kwoty 100 tys. PLN wynosiło 4,5%, a dla lokat powyżej 100 tys. PLN, 5,5%. Oprocentowanie lokat dla klienta masowego dalej znajduje się na wysokich poziomach (obecnie WIBOR 3M na poziomie 4,63%, zatem można założyć, że średni, ważony koszt lokaty równa się stopie rynkowej, jednak jest to poziom niższy niż lokaty oferowane do końca 2008 roku (8%) i w 1Q09 (oferty w okolicach 6%). Można zatem oczekiwać poprawy marży depozytowej w banku w kolejnych kwartałach. Oferta będzie miała mniejsze znaczenie dla wyników 2Q09, ze względu na rozłożenie w czasie oferty. Na wyniki 2Q09 wpływ będzie miał koszt pieniądza oferowanego klientom w 1Q09. Jednocześnie pozytywnie należy odbierać spadek poziomu wskaźnika kredyty/depozyty. Nie jesteśmy w stanie oszacować skali akcji kredytowej (nie wiemy jaki jest przyrost depozytów gospodarstw domowych netto, nie wiemy jak zachowywali się klienci korporacyjni banku), jednak biorąc pod uwagę słabość w segmencie korporacyjnym i pewną kanibalizację posiadanej bazy depozytowej, widzimy, że bank istotnie ogranicza akcję kredytową. Tym bardziej, że wskaźnikowi pomogło umocnienie złotówki względem 1Q09 (4,70 EUR/PLN). Po 1Q09 K/D wynosił 88,6%, bank zapowiadał że okolice 90% postrzega jako optimum dla struktury swojego bilansu.



BZ WBK otrzyma 68,46 mln PLN dywidendy od spółek z grupy Aviva

Bank otrzyma w sumie 68,46 mln PLN dywidendy od spółek z grupy Aviva. ZWZA uchwaliło wypłatę jeszcze w 2Q09, zatem będzie miało to pozytywny wpływ na wyniki 2Q09. Informacja oczekiwana, choć ostrożnie zakładaliśmy nieco mniejszą wypłatę (około 50 mln PLN). Nie ma to jednak wpływu na wynik całego 2009 roku.



Handlowy (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 50 PLN

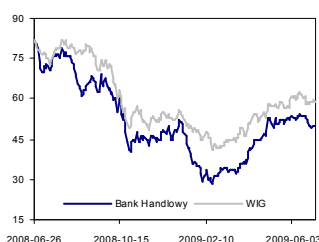
Cena docelowa: 40,9 PLN

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 (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,4%		3,3%		MC (cena bieżąca)	6 530,4
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	-6,6%
P/E	7,9	10,9		20,0		15,3		Zmiana ceny: 6m	-3,5%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-36,8%
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,3		Max (52 tyg.)	79,1
Dyid (%)	8,2	9,5		0,0		2,5		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



W kolejnych kwartałach straty z tytułu opcji będą miały już mały wpływ na realizowane wyniki. Na pierwszy plan wysuną się spadające przychody oraz rosnące koszty ryzyka kredytowego odzwierciedlające pogorszenie się koniunktury w gospodarce. ZWZA ostatecznie zdecydowało o zatrzymaniu całości zysku za 2008 rok w banku. Uważamy, że Bank Handlowy w bardzo ograniczony sposób będzie zwiększał aktywa ważne ryzykiem w okresie spowolnienia. Zatem nadwyżka kapitałowa nie zostanie wykorzystana w najbliższym czasie na rozwój biznesu i poprawę przychodów. Będzie miało to wpływ na niższą rentowność kapitałów własnych. W banku pozostaje potencjał do wypłacania dywidend z zysków kolejnych lat, jednak ze względu na oczekiwany spadek zysków, wypłaty te będą miały mniejsze znaczenie dla poziomu kapitałów. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Prezes Sikora o sektorze bankowym

Wg prezesa B. Handlowego, S. Sikory, KNF powinno zareagować na toczącą się obecnie wojnę depozytową na rynku bankowym. W innych krajach sprzedaż produktów poniżej kosztu wytworzenia uznawana jest za dumping i jest zabroniona. Zdaniem Sikory, aby zapewnić finansowanie, przedsiębiorstwu konieczny jest kredyt obrotowy, bo na kredyt inwestycyjny zanikł popyt ze strony klientów. Jednocześnie aby to się stało konieczne są m.in. gwarancje kredytowe w jak najszybszym czasie. Ostatnie działania regulatorów i nadzorców (obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej, wskazanie KNF, że 10% współczynnika wypłacalności było tylko miłą sugestią) odbiera pozytywnie, jednak wskazuje na konieczność dalszych działań, m.in. poszerzenie katalogu zabezpieczeń dla transakcji repo w Banku Centralnym (chodzi o ryzyko komercyjne). Uważa, że nawet jeśli wymagałoby to zmian ustawowych poparcie dla tego typu inicjatyw znalazłoby się w parlamencie. Bank Handlowy był jednym z największych graczy na rynku opcji. Jednak na skutek negocjacji z przedsiębiorstwami do końca maja udało się osiągnąć porozumienie z większością z nich. Skutki problemów klientów będą jeszcze odczuwalne w wynikach 2Q09, ale w mniejszej skali niż w 1Q09. Jego zdaniem komitet Stabilności Finansowej mógłby działać lepiej. Brak jest koordynacji między NBP i KNF w ramach komitetu. Wypowiedzi prezesa wpisują się w ogólne stanowisko całego sektora bankowego znanego już na rynku. Bank może mieć odpisy w 2Q09, mimo umocnienia PLN w relacji do końca marca br., ze względu na wynik negocjacji. W ramach restrukturyzacji zadłużenia firm, bank mógł zrezygnować z części należności.

ZWZA uchwaliło zatrzymanie całego zysku za 2008 rok w banku

ZWZA uchwaliło utrzymanie całego zysku za 2008 rok w kapitałach własnych banku. Bank miał znaczący zapas kapitału. Niewypłacalność dywidendy, o ile bank nie potrzebuje środków na pokrycie rezerw, spowoduje kolejny wzrost kapitału i pogorszy wskaźniki rentowności kapitałów. W prezentacji za 1Q09 bank stwierdził, że zatrzymanie całości zysku za 2008 rok podwyższy współczynnik wypłacalności do 13,2% przy poziomie wymogu kapitałowego z tego okresu. Uważamy, że bank w ograniczonym stopniu będzie w tym roku zwiększał poziom wymogów kapitałowych (podnosił poziom aktywów ważonych ryzykiem). Oznacza to dość dużą nadwyżkę kapitałową, co będzie miało przełożenie na ROE w kolejnych latach.

Możliwa dywidenda z zysków za 2009 rok

Prezes Banku Handlowego wskazał na możliwość wypłaty dywidendy z zysków za 2009 rok, jeśli pozwolą na to warunki. Naszym zdaniem tegoroczne zyski spadną istotnie w relacji do ubiegłorocznych, zatem wypłata dywidendy z tegorocznych wyników będzie miała mniejsze znaczenie dla poziomu kapitałów w banku.



Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

Pani Sabine Hansen zrezygnowała z funkcji członka Rady Nadzorczej Banku Handlowego. ZWZA powołało na członków RN: Shirish Aptek, Igor Chalupec, Sanjeeb Chaudhuri, Goran Collert, Mirosław Gryszka, Andrzej Olechowski, Stephen Simcock, Wiesław Smulski, Stanisław Sołtyśński.

Sekurytyzacja portfela kredytów nieregularnych w leasingu

Do końca września bank zamierza wyemitować obligacje zabezpieczone wartymi kilkaset milionów kredytami nieregularnymi udzielonych w poprzednich latach przez swoją spółkę leasingową. Bank zapowiadał chęć sekurytyzacji części portfela należności nieregularnych już wcześniej. Do tej pory jako jeden z niewielu nie sekurytyzował portfeli należności nieregularnych starając się samodzielnie restrukturyzować i windykować należności nieregularne. Transakcja może mieć niewielki pozytywny wpływ na wynik banku (rozwiązanie części zawiązanej już rezerwy). Jednak nie ma wpływu na działalność operacyjną banku.



ING BSK (Trzymaj)

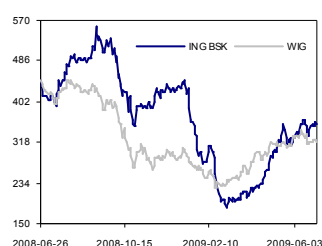
Cena bieżąca: 356,5 PLN Cena docelowa: 313 PLN

Analityk: 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 (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		1,9%		2,0%		MC (cena bieżąca)	4 638,1
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	9,2%
P/E	7,4	10,4		24,2		11,9		Zmiana ceny: 6m	-19,0%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-14,1%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dyield (%)	7,8	3,3		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. W dalszym ciągu elementem negatywnie wpływającym na wyniki całego sektora bankowego pozostają odpisy na ryzyko kredytowe. Uważamy, że ING BSK będzie zwiększało odpisy na złe kredyty w kolejnych kwartałach. W skali całego roku odpisy będą wyższe niż te odnotowane w 1Q09. In plus postrzegamy płynny bilans i możliwość pozostania aktywnym graczem na rynku kredytów. Minusem jest wrażliwość banku na rezerwy kredytowe segmentu korporacyjnego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



Kredyt Bank (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 6,5 PLN

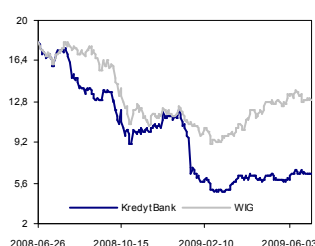
Cena docelowa: 4,1 PLN

Analityk: 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 (mIn)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca)	1 765,8
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	8,3%
P/E	4,5	5,4		167,3		36,0		Zmiana ceny: 6m	-46,3%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-62,5%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	17,6
Dyid (%)	5,7	8,0		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 pozwoliłoby wypracować niewielki zysk w 1Q09. 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. Próba dywersyfikacji źródeł finansowania będzie kosztowna i odbije się na marży kredytowej. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wzrost depozytów detalicznych

Depozyty gospodarstw domowych w Kredyt Banku wzrosły w ciągu pierwszych pięciu miesięcy 2009 roku o 2,3 mld PLN (+22% YTD) do 12,96 mld PLN z 10,59 mld PLN na koniec grudnia 2008 roku. Udział Kredyt Banku w rynku depozytów wzrósł do 3,82%. Na koniec 1Q09 poziom depozytów gospodarstw domowych w Kredyt Banku wynosił 12,5 mld PLN. W okresie kwiecień – maja nastąpił wzrost o 0,46 mld PLN. Znaczna część opisywanego wzrostu miała miejsce w 1Q09, a te wyniki rynek już poznał, a dane za 2/3 2Q09 nie są dobre. Bank zwiększa portfel depozytów, jednak znacznie zwolnił tempo w relacji do 1Q09.



Millennium (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 2,9 PLN

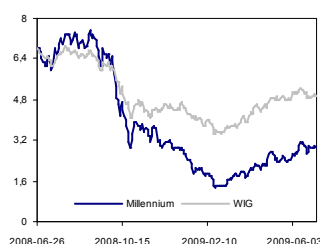
Cena docelowa: 1,8 PLN

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)	2 471,1
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	9,8%
P/E	5,4	6,0		136,9		26,3		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-56,2%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,6
Dyid (%)	5,8	6,5		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 ciągła 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.

200 mln EUR linii kredytowej w BCP

Bank Millennium podpisał umowę z BCP w sprawie zaciągnięcia linii kredytowej na kwotę 200 mln EUR. Linia ma charakter odnawialny (rewolwingowy) i pozostaje otwarta przez 12 miesięcy, począwszy od dnia zawarcia umowy. Oprocentowanie wykorzystanych środków oraz okres naliczania odsetek określone będą w momencie uruchamiania danej transzy, w oparciu o aktualną stawkę EURIBOR powiększoną o uzgodnioną w umowie marżę. Kolejna linia kredytowa w BCP. W marcu bank informował o zawarciu umowy średnioterminowej pożyczki na kwotę 200 mln EUR z okresem spłaty do kwietnia 2011. Bank Millennium w coraz większym stopniu musi polegać na inwestorze strategicznym. Pozytywnie oceniamy wsparcie jakiego udziela BCP, jednak w poprzednich latach bank był niezależny. Podtrzymujemy nasze założenia dla Banku Millennium. Przed nim bardzo trudny rok, który wymagać będzie dokonania dużych oszczędności i zmiany zasad rozwoju biznesu wcześniej tworzonego na bazie kredytów hipotecznych.



Pekao (Akumuluj)

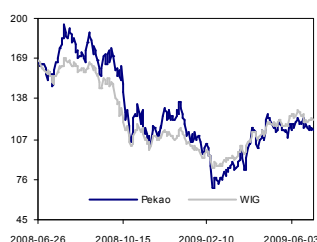
Cena bieżąca: 113,5 PLN Cena docelowa: 133,2 PLN

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)	29 761,1
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	-4,5%
P/E	8,4	8,4		18,9		14,3		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-30,8%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	195,3
Dywid (%)	7,9	8,5		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 wzrosło z 5,5% do 5,8%, wskaźnik pokrycia NPL rezerwami spadł o 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 był w 1Q09 wynik odsetkowy. Uważamy, że sytuacja ta utrzyma się przynajmniej w ciągu dwóch kolejnych kwartałów. Mimo oczekiwanego osłabienia kwartalnych wyników w stosunku do 1Q09, uważamy, że Pekao w dalszym ciągu utrzyma jedno z najwyższych ROE w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wywiad z wiceprezesem – depozyty w centrum uwagi

Zdaniem wiceprezesa Pekao wojna depozytowa w polskim sektorze bankowym potrwa jeszcze kilka miesięcy, jednak do końca roku powinna się skończyć. Dostrzega on również pewne uspokojenie sytuacji na rynku depozytów. Pekao zamierza przetestować rynek obniżając oprocentowanie depozytów, zapowiedział wiceprezes banku. Dodał, że depozyty są jednym ze strategicznych celów Pekao i w tym kwartale bank był na nich mocno skoncentrowany. Wiceprezes Pekao powiedział, że dla banku strategicznie ważniejsze są depozyty od ludności, gdyż dają stabilność finansowania. Są one również ważne w perspektywie odwrócenia trendów na rynkach kapitałowych i powrotu klientów do funduszy inwestycyjnych, które pozostają ważnym produktem dla polskiego rynku. Bank obserwuje pogorszenie się jakości aktywów, jednak znacznie mniejsze niż w całym sektorze. Oczekuje, że koszty ryzyka w 2009 roku podwoją się (sięgną 2% kredytów), a Pekao na tym tle osiągnie niższe odpisy (0,8%). Pekao nie planuje przejść, chcąc rozwijać się własnymi siłami. Jego zdaniem sytuacja na Ukrainie, gdzie Pekao również prowadzi operacje bankowe, poprawi się w 2010 roku. Dobre informacje z Pekao. Jeśli koszty ryzyka w banku rzeczywiście sięgną 0,8%, to przy naszych prognozach wyniku operacyjnego przed rezerwami bank będzie w stanie wypracować około 2 mld PLN zysku netto. Nasze obecne założenia to około 1,5% kosztów ryzyka w 2009 roku, zysk netto na poziomie 1,6 mld PLN. Nasze założenia dla kosztów ryzyka w całym sektorze oscylują w okolicach 2%.

Kredyty wzrosną w banku w 2Q09

Pekao spodziewa się, że dynamika wzrostu portfela kredytowego banku w 2Q09 będzie dodatnia. Kredyty brutto klientów grupy Pekao na koniec 1Q09 wyniosły 88,9 mld PLN (+4,25 Q/Q), dzięki wzrostowi zarówno kredytów detalicznych, jak i korporacyjnych. Prezes poinformował, że bank nadal prowadzi analizy dotyczące planów głębszych oszczędności. Jednak podtrzymał założenia, że nie są planowane zwolnienia grupowe. Powtórka wcześniejszych informacji. Bank od początku roku zapowiadał, że pozostanie aktywnym kredytodawcą na rynku.

Pekao liczy na jednocyfrowy wzrost kredytów korp. w '09

Pekao chce do końca 2009 roku utrzymać obecny, jednocyfrowy wzrost portfela kredytów korporacyjnych. Bank ocenia, że przychody tego segmentu będą na porównywalnym poziomie co w 2008 roku i spodziewa się ujemnej dynamiki depozytów. Pod koniec marca '09 roku portfel kredytów korporacyjnych Pekao wynosił 60,58 mld PLN (+3,7% R/R). Bank naszym zdaniem



będzie wzmacniał swoje udziały rynkowe w tym segmencie. Dla całego rynku oczekujemy spadku portfela kredytów i jednocześnie depozytów.

PLL LOT sprzedał akcje Pekao

W 28 transakcjach pakietowych sprzedano 1,1 mln akcji tego banku. Z informacji „Rz”, a także agencji Reuters, wynika, że sprzedany pakiet akcji należał do LOT. W ten sposób przewoźnik pozyskał prawie 130 mln PLN w gotówce. W portfelu przewoźnika jest jeszcze 1,4 mln akcji Pekao.



PKO BP (Akumuluj)

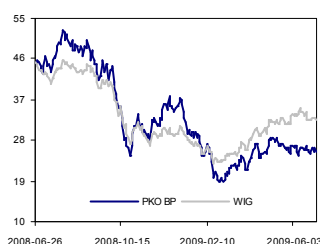
Cena bieżąca: 25,6 PLN Cena docelowa: 30,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-09

(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)	25 550,0
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	-5,0%
P/E	8,8	8,2		17,8		15,7		Zmiana ceny: 6m	-31,7%
P/BV	2,1	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-43,8%
D/PS	1,0	1,1		1,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,5
Dyld (%)	3,8	4,3		3,9		0,0		Min (52 tyg.)	18,9

* przed kosztami rezerw



Zamieszanie wokół planowanej emisji akcji, poziomu dywidendy i planów rozwoju banku wprowadziło wiele niepewności. Po uchwałach ZWZA (30 czerwca), wszystkie wątpliwości się wyjaśniły. Kosztem podziału dywidendy na transze, będzie niższa stopa dywidendy brutto przed emisją. PKO BP jest jednak jednym z dwóch banków (obok Noble Banku, który już wypłacił dywidendę), który wypłaci w tym roku dywidendę dla akcjonariuszy (stopa dywidendy brutto 3,8%). Dodatkowo inwestorzy uzyskują opcję na kolejne strumienie dywidendy, przy powodzeniu emisji jeszcze w tym roku. Jednocześnie ZWZA zmieniło założenia w zakresie maksymalnego podwyższenia kapitału zakładowego (do 300 mln akcji, z pierwotnego planu 650 mln akcji). Z jednej strony ogranicza to skalę rozwodnienia kapitałów, z drugiej wskazuje na brak potencjału akwizycji przez PKO BP. W tym kontekście zmiana parametrów emisji oznacza, że nasz scenariusz objęcia akcji PZU nie jest już aktualny. Podwyższenie kapitału pozytywnie przełoży się na długoterminowe perspektywy wzrostu PKO BP. Pozostanie on również, obok Pekao jednym najbardziej rentownych banków w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Uchwały ZWZA

Na ZWZA PKO BP (30 czerwca) uchwalono wypłatę dywidendy z zysków za 2008 rok w wysokości 1 mld PLN (1 PLN/akcję). Dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 24 września, wypłata nastąpi 5 października. Jednocześnie uchwalono możliwość wypłaty zaliczki na poczet dywidendy z zysków za rok bieżący, pod warunkiem przeprowadzenia emisji akcji. MSP zapowiedziało również dodatkową dywidendę z zysków w 2010 roku. Jednocześnie ZWZA podjęło uchwały w sprawie emisji akcji. Ograniczyło jednak planowaną skalę rozwodnienia do 300 mln akcji (pierwotnie planowano zapis „do 650 mln akcji”). Dniem prawa poboru uchwalono 29 października 2009. Jednocześnie upoważniono zarząd do podjęcia wszelkich działań zmierzających do ustalenia ostatecznych parametrów emisji, przede wszystkim jej ostatecznej sumy. Wszystkie rekomendacje zarządu w tej sprawie mają zostać zatwierdzone przez radę nadzorczą. Ostatecznie, intencją Ministerstwa Skarbu Państwa jest podwyższenie kapitału o 2 mld PLN (efekt netto nowej emisji i wypłacanych dywidend). *Parkiet* napisał również, że przewodnicząca RN banku zapowiedziała, że rada wypracowała rozwiązanie umożliwiające sprzedaż przez MSP do 9,9% akcji PKO BP jednej ze spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Dywidenda jest niższa niż zapowiadano w pierwotnym projekcie uchwał na ZWZA. Przed emisją akcjonariusze dostaną 1 PLN/akcję, co przy obecnej cenie daje stopę dywidendy brutto na poziomie 3,9%. Jest to kompromis jaki udało się wypracować po sprzeciwie wobec rekomendacji zarządu zakładającej wypłatę 2,8 PLN/akcję (praktycznie całego zysku jednostkowego PKO BP). Sprzeciw wobec wysokiej dywidendy wyraził KNF, NBP. Rekomendację zarządu negatywnie zaopiniowała również Rada Nadzorcza banku, czyli de facto główny akcjonariusz – Skarb Państwa. Kolejne dywidendy będą wypłacane przy wyższej liczbie akcji. Jednocześnie zmiana maksymalnej liczby emisji wskazuje na brak potencjału pozyskania przez PKO BP środków na ewentualne akwizycje, w tym również na akwizycję udziałów PZU. Pozyskanie 5 mld PLN poprzez emisję maksymalnej uchwalonej skali rozwodnienia daje cenę emisyjną na poziomie 16,67 PLN/akcję, czyli na poziomie niespełna 1,2 x BV'1Q09. Naszym zdaniem obecna skala emisji daje bufor bezpieczeństwa biorący pod uwagę zmienną sytuację na GPW i daje realne szanse na pozyskanie 5 mld PLN kapitału. Jednocześnie bardzo interesujące wydają się propozycje rady nadzorczej w kwestii odsprzedaży akcji Skarbu Państwa na rzecz innego podmiotu. *Parkiet* napisał, że A. Klesyk, prezes PZU, zgłosił gotowość do udziału w emisji PKO BP, jednak istotny pakiet akcji (ponad 1% mógłby zostać nabyty tylko pod warunkiem podpisania porozumienia o partnerstwie strategicznym). Jednocześnie MSP zapowiedziało, że ewentualne porozumienie z Eureko w sprawie PZU będzie obejmowało nie tylko kwestię dywidendy od ubezpieczyciela, ale również

wprowadzenia PZU na giełdę, co umożliwi sprzedaż udziałów w podmiocie jego obecnym akcjonariuszom. Naszym zdaniem takie działania oraz fakt, że ministerstwo już oficjalnie mówi o planach wprowadzenia PZU na giełdę w przypadku osiągnięcia porozumienia, wskazuje na możliwość tego, że to PZU będzie przejmowało udziały w PKO BP i spółki w ten sposób nawiążą strategiczną współpracę.

BGK w drodze po nowe akcje PKO BP

Rada Nadzorcza BGK zapoznała się z informacją o ewentualnym uczestnictwie banku w emisji akcji PKO BP. BGK miałby zostać dokapitalizowany obligacjami skarbowymi w celu objęcia emisji. BGK ma objąć połowę (prawa poboru Skarbu Państwa) przy emisji szacowanej na 4 – 5 mld PLN. Zapowiedzi BGK miały miejsce niewiele wcześniej, niż ogłoszenia PKO BP związane z planami emisji. Uważamy, że prawdopodobne jest objęcie praw poboru przysługujących Skarbowi Państwa przez BGK.

PKO BP zebrał na kontach oszczędnościowych ponad 6 mld PLN

PKO BP prowadzi ponad 410 tysięcy kont oszczędnościowych, na których klienci zdeponowali ponad 6 mld PLN. W połowie marca bank informował, że ma ponad 250 tysięcy takich kont, na których zgromadzono ponad 2,4 mld PLN. PKO BP oferuje konta oszczędnościowe od połowy października 2008 r. Bank podał w także, że rozszerzył ofertę o walutowe konta oszczędnościowe (w CHF, USD i euro) umożliwiające spłatę rat kredytów mieszkaniowych bezpośrednio w walucie. Dla kwot poniżej 50 tys. PLN, oprocentowanie konta wynosi obecnie 4,5% (powyżej 5,05%). Pozyskanie 3,6 mld PLN nowych środków przy oprocentowaniu 4,5%, przy obecnym WIBOR3M na poziomie 4,62% daje praktycznie zerowy zysk, jednak jest źródłem środków na akcję kredytową. Marża banku ogranicza się jednak w tym przypadku tylko do marży kredytowej. Dopiero w połowie maja WIBOR3M wzrósł od poziomu przekraczającego 4,5%. Na koniec marca (koniec 1Q09) wynosił 4,17%. W tym okresie bank notował niewielką ujemną marżę depozytową na produkcie oszczędnościowym. Oczekujemy dalszej presji na wynik odsetkowy PKO BP w tym roku. Poprawa może nastąpić najwcześniej w ostatnim kwartale br.

BGK będzie mógł brać pożyczki podporządkowane

Projekt noweli ustawy o BGK przewiduje możliwość zaciągania przez BGK pożyczek podporządkowanych od właściciela. Oficjalnym powodem jest chęć zapewnienia odpowiedniej bazy kapitałowej w momencie powierzania BGK coraz większej ilości zadań. Według *Parkietu* powodem jest objęcie udziałów Skarbu Państwa przez BGK przy dokapitalizowaniu PKO BP. Naszym zdaniem nie ma co doszukiwać się drugiego dna w tym zapisie i odebrać go pozytywnie. Daje to rządowi większą elastyczność w zakresie dokapitalizowania BGK. O tym, że udziały Skarbu Państwa w emisji PKO BP miałyby być objęte przez BGK mówiono od początku. A to w jakiej formie nastąpi jego dokapitalizowanie (od początku wiadomo było, że aby to miało miejsce, BGK będzie musiał zostać dokapitalizowany), to tylko kwestia techniczna.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

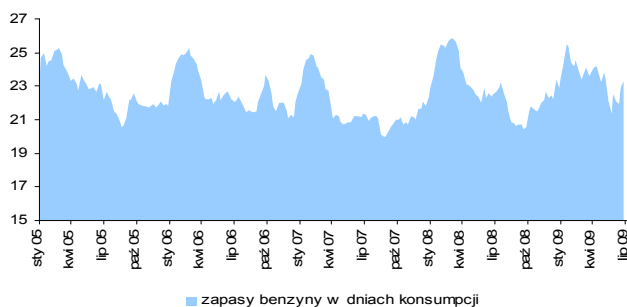
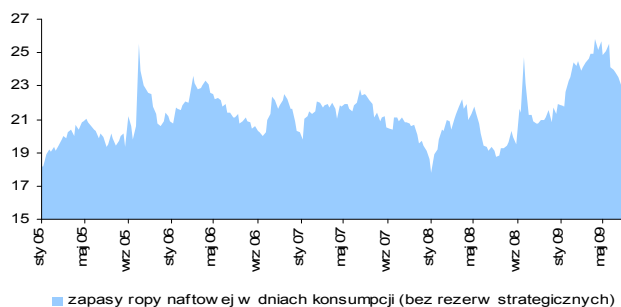
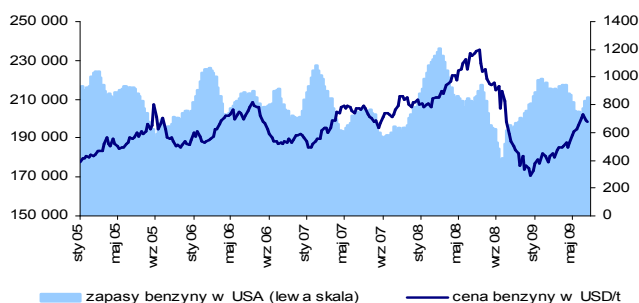
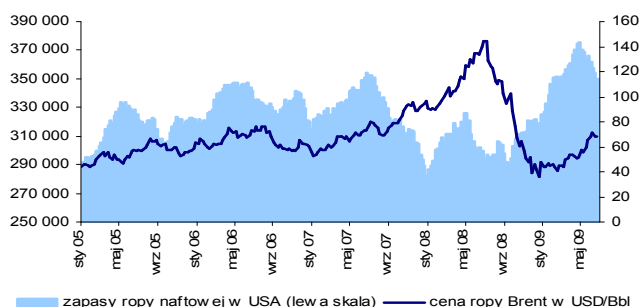
Obligacje BGK sfinansują wykup zapasów

Według krystalizującej się koncepcji Ministerstwa Gospodarki, wspartej przez koncerny paliwowe, wykup zapasów obowiązkowych mógłby być sfinansowany poprzez emisję obligacji przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Środki z takiej emisji trafiłyby do funduszu celowego, który wsparłby rządową agencję powołaną do utrzymywania rezerw paliw (podobny mechanizm jak w przypadku Funduszu Drogowego). W tej chwili trwają konsultacje w sprawie ustawy, która będzie regulować te kwestie i dostosuje polskie realia do unijnej dyrektywy. Naszym zdaniem ta koncepcja ma duże szanse powodzenia, gdyż nie obciążałaby bezpośrednio długu publicznego. Informacja ta prawdopodobnie opisywany przez nas scenariusz zmniejszenia długu netto w Orlenie i Lotosie.

Zapasy ropy w dół, ale rezerwy paliw w górę

Czerwiec upłynął pod znakiem zwiększania produkcji w amerykańskich rafineriach (średni wskaźnik CUR wzrósł o 2 punkty procentowe do 86,5%), co bezpośrednio przełożyło się na spadek zapasów surowca aż o 15,7 mln baryłek (-4% m/m) mimo około 2-procentowego wzrostu importu ropy. Jednocześnie z uwagi na wzrost podaży paliw gotowych wzrosły ich rezerwy (benzyny o 3,9% a średnich destylatów o 3,3%). Popyt na benzynę z tygodnia na tydzień nieco słabł, aczkolwiek średnia miesięczna wykazała niewielką dynamikę dodatnią na poziomie 0,5% (w przypadku paliw ogółem była ona nawet wyższa i wyniosła 1,5%). Mimo słabszych odczytów o konsumpcji paliw pod koniec miesiąca, na plusie zakończyły czerwiec także notowania ropy, której cena ukształtowała się w okolicach 69 USD/Bbl. Kwotowania surowca dodatkowo były wspierane przez osłabienie dolara i niepokojące doniesienia o atakach na instalacje naftowe w Nigerii. W najbliższych tygodniach spodziewamy się, że cena ropy się ustabilizuje na obecnym poziomie, co przy powrocie wzrostowego trendu na światowym popycie na paliwa (głównie napędzanym przez rynek azjatycki) powinno pomóc w odbudowaniu marż rafineryjnych, które obecnie są na mało satysfakcjonującym poziomie.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Akumuluj)

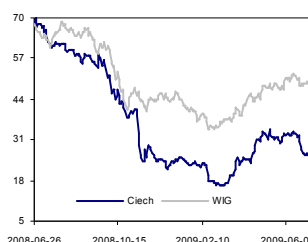
Cena bieżąca: 26,5 PLN

Cena docelowa: 31,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-03

(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)	742,0
marża EBITDA	6,5%	12,2%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	2 425,5
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		16,7		10,5		7,5		Zmiana ceny: 1m	-18,7%
P/CE	5,0	3,0		2,3		2,1		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	0,7	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-61,0%
EV/EBITDA	8,7	5,2		5,1		4,9		Max (52 tyg.)	68,3
Dyid (%)	7,9	7,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



W czerwcu akcje Ciechu potaniały aż o 17%, co było najgorszym wynikiem wśród spółek chemicznych i w dużej mierze miało związek z wypowiedzią Prezesa Kunickiego dotyczącą słabszych wyników w 2Q. W naszej opinii choć rzeczywiście drugie półrocze może być dla Spółki trudniejsze to w kolejnych miesiącach można spodziewać się pozytywnych informacji w związku z finalizowaną umową z bankami. Nie bez znaczenia dla kursu może być także rozpoczynający się proces prywatyzacyjny Ciechu, który może w szczególności zainteresować fundusze typu private equity. Obecna cena wydaje się atrakcyjna w relacji do naszej wyceny i dlatego podnosimy rekomendację z trzymaj na akumuluj.

Prezes o wynikach 2Q

Prezes Ryszard Kunicki zapowiedział, że w 2Q Spółce trudno będzie osiągnąć nawet niewielki zysk netto, na co wpływają niskie marże na TDI oraz niższe wolumeny w dywizji organicznej. Niewielkie przestoje pojawiły się także w dywizji sodowej. Prezes nie spodziewa się natomiast istotnego wpływu opcji walutowych na wynik. Wraz z zyskiem na sprzedaży kawern (prawdopodobnie około 30 mln PLN vs. wcześniej zapowiadane 45 mln PLN) wynik skonsolidowany netto wyniesie wg. naszych szacunków około 20 mln PLN, czyli mniej niż w 1Q, kiedy to Grupa wypracowała 31,9 mln PLN czystego zarobku. Wcześniej Zarząd zapowiadał w 2Q rezultat zbliżony do 1Q.



Lotos (Kupuj)

Cena bieżąca: 19,9 PLN

Cena docelowa: 26,4 PLN

Analitik: 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)	2 263,8
marża EBITDA	7,8%	1,0%		6,0%		6,1%		EV (cena bieżąca)	7 752,7
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	2,9			6,7		5,0		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	2,1			3,1		2,0		Zmiana ceny: 6m	56,3%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-24,6%
EV/EBITDA	3,0	34,7		10,4		8,2		Max (52 tyg.)	29,2
Dyid (%)	1,8	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Akcje Lotosu zachowywały się znacząco lepiej zarówno w relacji do indeksu WIG20, jak i branżowego regionalnego benchmarku MSCI (LTS +7% vs. spadek indeksu o 13,7%), na co bez wątpienia miały wpływ oczekiwania bardzo dobrych wyników w 2Q (prawdopodobnie po półroczu Spółka będzie miała zysk mimo ogromnej straty w 1Q). Kontynuacja trendu osłabienia dolara widoczna w ostatnich dniach powinna pozwolić na wypracowanie bardzo dobrych wyników także w 3Q, co wraz z perspektywą rozstrzygnięć w kwestii polskiej ustawy o zapasach obowiązkowych będzie wspierać kurs Spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, aczkolwiek zwracamy uwagę, że obecnie większy potencjał wzrostowy oferują akcje Orlenu.

Prezes o wynikach 2Q

Prezes Olechnowicz zapowiedział, że w 2Q'09 Lotos zanotuje zysk netto, ale na razie trudno jeszcze szacować czy to wystarczy na zniwelowanie straty netto z 1Q, kiedy to wyniosła ona - 658 mln PLN. Według naszych wstępnych szacunków zysk netto Lotosu w 2Q może ukształtować się w okolicach 600-650 mln PLN, ale decydujące będzie kwartalne zamknięcie kursu USD/PLN, gdyż obok dodatniego efektu LIFO to właśnie dodatnie różnice kursowe na kredytach walutowych będą budowały ten bardzo dobry nominalny wynik Spółki w tym okresie. Szacujemy, że przy obecnych poziomach kursu Spółka zaksięguje 410 mln PLN zysku z przeszacowania kredytów dolarowych, 110 mln PLN dodatnich różnic na hedgingu EUR/USD oraz około 100 mln PLN na hedgingu USD/PLN. Efekt LIFO wzmocni wynik operacyjny o około 240 mln PLN.

Emisja do MSP za aport Petrobalticu

Zgodnie z przygotowanymi wycenami doradców Lotos ma wyemitować dla Skarbu Państwa 16,2 mln nowych akcji w zamian za wniesienie mniejszościowego pakietu 30,33% akcji Petrobalticu. Tym samym udział MSP zwiększy się z obecnych 6,9% do 18,5%, a łącznie z Naftą Polską do 64%. W naszych wcześniejszych komentarzach szacowaliśmy, że aport Petrobalticu będzie „kosztował” Spółkę około 17,4 mln nowych akcji, tak więc ta propozycja wydaje się korzystna dla akcjonariuszy Lotosu.

MSP oczekuje większej aktywności na Bałtyku

Wiceminister Skarbu Krzysztof Żuk, w jednym z wywiadów wyraził opinię, iż resort oczekiwałby większej aktywności Lotosu i PGNiG w zakresie współpracy przy eksploatacji złóż gazu na Bałtyku, choć nie zamierza niczego narzucać obydwu spółkom. Te deklaracje były przedstawiane już wcześniej. Pod koniec maja obie spółki osiągnęły pewne porozumienie w tej sprawie, ale w naszej opinii efekty tej współpracy to raczej odległa perspektywa.

Obecność bezpośrednia na lotniskach

Lotos (we współpracy ze Statoil) na przełomie lipca i sierpnia spodziewa się uzyskania koncesji na możliwość tankowania samolotów na lotnisku w Gdańsku. O podobne pozwolenia koncern będzie starał się w pozostałych polskich portach lotniczych. Wejście Lotosu ze swoją ofertą na polskie lotniska może przełamać monopol Petrolotu (spółka należąca do Orlenu i LOT-u), aczkolwiek proces ten na pewno potrwa kilka lat. Na lotnisku w Gdańsku Lotos będzie posiadał naziemne magazyny o pojemności 400 m³. Roczna konsumpcja paliwa lotniczego w Polsce to około 620 tys. m³ przy produkcji na poziomie 1100 tys. m³. Na razie ta informacja nie przełoży się więc wymiennie na poprawę wyników Lotosu czy pogorszenie realizowanej marży przez Orlen. W 2008 roku Lotos wyprodukował około 580 tys. m³ paliwa lotniczego z czego ponad 80% trafiło na eksport.

Powołanie Zarządu na kolejną kadencję

Rada Nadzorcza zdecydowała o powołaniu wszystkich dotychczasowych członków Zarządu Lotosu na kolejną kadencję. Do składu ścisłego kierownictwa dołączył ponadto Pan Maciej Szozda do niedawna menedżer odpowiedzialny za handel detaliczny w PKN Orlen. Decyzja zgodna z ostatnimi doniesieniami w tej sprawie.



PGNiG (Redukuj)

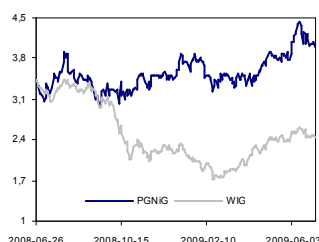
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 3,58 PLN

Analityk: 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)	23 600,0
marża EBITDA	13,8%	12,3%		15,3%		19,9%		EV (cena bieżąca)	24 418,5
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	25,8	26,1		21,4		15,5		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	10,1	10,1		8,9		7,1		Zmiana ceny: 6m	3,9%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	25,8%
EV/EBITDA	9,7	10,2		8,3		6,6		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	4,3	4,8		2,3		4,2		Min (52 tyg.)	3,0



W najbliższych miesiącach nie oczekujemy, aby pojawiły się informacje wspierające obecną wycenę PGNiG. Wyniki za 2Q, choć przyniosą wyraźną poprawę q/q i będą porównywalne w ujęciu r/r (wg. naszych wstępnych szacunków EBIT wyniesie około 300 mln PLN) to będą miały małe znaczenie w kontekście całego roku, dla którego decydujący będzie ostatni kwartał. Dla inwestorów niepokojące mogą być natomiast utrzymujące się wysokie ceny ropy, które w większym stopniu przełożą się w naszej opinii na gorsze rezultaty segmentu obrotu niż na poprawę zysków z działalności upstream. Aktualnie akcje PGNiG, nawet po uwzględnieniu wartości EuRoPolGazu, norweskich złóż oraz aktywów przesyłowych w leasingu, są wyceniane z prawie 20% premią w relacji do porównywalnych europejskich spółek, co w naszej opinii nie jest uzasadnione. Utrzymujemy rekomendację redukuj.

Kontynuacja prac nad wspólnym projektem z Tauronem

PGNiG oraz koncern energetyczny Tauron będą kontynuować prace nad projektem budowy bloku gazowo-parowego o mocy 400 MW w Elektrowni Stalowa Wola. Spółki przygotowały już studium wykonalności i podjęły decyzję o wycenie ewentualnych aportów oraz całej Elektrowni Stalowa Wola (niewykluczone, że PGNiG zaangażuje się kapitałowo nie tylko w nowy blok). Łączny koszt inwestycji może sięgnąć 1,8 mld PLN, a budowa potrwa od początku 2010 roku do 2013. Szacunkowe zapotrzebowanie na gaz sięgnie w przypadku tej instalacji 0,5 mld m³. PGNiG oprócz zagwarantowania dostaw paliwa, będzie chciało także mieć 50% udział w sprzedaży prądu z tej elektrowni. Decyzje o kontynuacji tego projektu należy odebrać pozytywnie, aczkolwiek za wcześnie aby dyskontować go w wycenie. Wydaje się, że biorąc pod uwagę tradycyjne opóźnienia w tego typu projektach, nowe wolumeny sprzedaży gazu będzie można uwzględnić dopiero po fizycznym rozpoczęciu prac budowlanych.

Dodatkowy gaz od Gazpromu już płynie

W pierwszych dniach czerwca Gazprom ratyfikował umowę na dodatkowe dostawy gazu do Polski (1 mld m³) i rozpoczął jej realizację, co powinno pozwolić na wypełnienie magazynów PGNiG do końca września. Do pełnego zabezpieczenia dostaw w okresie zimowym potrzeba jednak jeszcze około 400-500 mln m³, których brakować będzie w wyniku niewywiązywania się z kontraktu przez RUE. Wszystko wskazuje na to, że ten wolumen również będzie uzupełniony przez Gazprom, aczkolwiek już w ramach umowy długoterminowej. Według polskiego rządu, renegocjacja kontraktu jamalskiego nastąpi już w najbliższych tygodniach, a jego podpisanie może nastąpić we wrześniu.

MSP oczekuje większej aktywności na Bałtyku

Wiceminister Skarbu Krzysztof Żuk, w jednym z wywiadów wyraził opinię, iż resort oczekiwałby większej aktywności Lotosu i PGNiG w zakresie współpracy przy eksploatacji złóż gazu na Bałtyku, choć nie zamierza niczego narzucać obydwu spółkom. Te deklaracje były przedstawiane już wcześniej. Pod koniec maja obie spółki osiągnęły pewne porozumienie w tej sprawie, ale w naszej opinii efekty tej współpracy to raczej odległa perspektywa.

Plany capex w PGNiG SA na poziomie 3 mld PLN

PGNiG poinformowało że tegoroczne wydatki inwestycyjne w jednostce dominującej wyniosą około 3 mld PLN (860 mln PLN już wydano w 1Q na poziomie Grupy, z czego PGNiG SA 374 mln PLN). Na krajowe projekty wydobywcze koncern przeznaczy 0,6 mld PLN, na dywersyfikację dostaw gazu 0,7 mld PLN (zagospodarowanie złóż norweskich 653 mln PLN), na inne zagraniczne projekty upstreamowe 0,2 mld PLN, a na podziemne magazyny gazu 788 mln PLN. W naszym modelu, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu założyliśmy skonsolidowane wydatki inwestycyjne na poziomie 3,9 mld PLN (przypominamy, że Spółka zapowiadała Capex Grupy na poziomie 5 mld PLN, ale my oczyściliśmy go o

„nieidentyfikowalne” nakłady w segmencie upstream- plan poszukiwań na poziomie około 1 mld PLN). W naszej opinii, do zapowiedzianych 3 mld PLN w PGNiG SA do rachunku Capex całej Grupy należy doliczyć około 1 mld PLN wydatków inwestycyjnych w spółkach dystrybucyjnych.

Plany dotyczące inwestycji kapitałowych

PGNiG zmienia swoje plany dotyczące inwestycji kapitałowych. Nie jest już zainteresowane kupowaniem akcji spółek z branży energetycznej, ani prywatyzacją sektora chemicznego. Stawia na inwestycje związane z poszukiwaniem i wydobywaniem gazu. Zakup akcji ZA Tarnów traktuje jako inwestycję długoterminową, aczkolwiek nie wyklucza sprzedaży tego pakietu przy odpowiedniej premii cenowej. Przypominamy, że PGNiG kupił w IPO 4 mln akcji ZAT po cenie 19,5 PLN (łącznie za 78 mln PLN). Obecnie kurs akcji ZAT kształtuje się na poziomie 16 PLN. Uważamy, że rezygnacja z zakupów w branży chemicznej to dobra decyzja.

Taryfa za magazynowanie

URE zatwierdziło taryfę za magazynowanie paliw gazowych. Będzie ona obowiązywać od 1 lipca do końca marca przyszłego roku. Cennik usług magazynowych nie oznacza, że PGNiG będzie pobierał dodatkowe opłaty od klientów ponad obecną taryfę hurtową i dystrybucyjną. Taryfa magazynowa odnosi się wyłącznie do komercyjnych usług magazynowania w związku z wyodrębnieniem przez Spółkę niezależnego operatora magazynowego. W obecnej sytuacji koncern nie zamierza jednak udostępniać swoich magazynów podmiotom zewnętrznym (poza Gaz-Systemem) i dlatego ta taryfa raczej pozostanie „martwa”.

Współpraca z Orlenem i szansa w Kazachstanie

Przedstawiciele PGNiG i Orlenu przedstawili w czerwcu plany współpracy przy eksploatacji krajowych złóż, aczkolwiek przyznają, że skala tych projektów nie będzie duża. Tymczasem delegacja PGNiG wróciła z Kazachstanu gdzie prowadzone były rozmowy dotyczące udziału polskiego koncernu w eksploatacji tamtejszych pól ropośnych. Wiceprezes Waldemar Wójcik twierdzi, że ukończenie z powodzeniem kazachskiego projektu pozwoliłoby Spółce stać się jednym z największych graczy na rynku ropy i gazu na świecie. Do tych zapowiedzi podchodzimy raczej z dystansem i uważamy, że trudno będzie Spółce sfinansować zakup większych pól naftowych w tamtym regionie. Raczej kontrakty będą dotyczyły prac poszukiwawczo-wydobywczych na rzecz spółek kazachskich.

Dywidenda 9 groszy na akcję

WZA wbrew rekomendacji Zarządu zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 9 groszy na akcję, czyli prawie całego ubiegłorocznego jednostkowego zysku netto PGNiG (531 mln PLN z 546 mln PLN). Kierownictwo Spółki i Rada Nadzorcza proponowały wypłatę w wysokości 4 grosze na akcję. Ostateczną deklarację MSP co do charakteru przypadającej na resort dywidendy poznamy na NWZA zwołanym już po dniu ustalenia prawa do dywidendy wyznaczonym na 26 sierpnia. Pojawiały się sprzeczne sygnały z ministerstwa dotyczące tego czy Skarb Państwa będzie chciał część należnej kwoty wypłacić w gotówce. Taka wysokość dywidendy była pewnym zaskoczeniem dla rynku (w naszych prognozach zakładaliśmy jednak wypłatę w wysokości 9 groszy) i może sugerować, że MSP będzie chciało część kwoty wypłacić w gotówce, mimo iż biorąc pod uwagę obecną wartość majątku leasingowego na poziomie 660 mln PLN możliwe jest rozliczenie tej płatności w całości poprzez przekazanie majątku (tak zakładamy w naszym modelu).



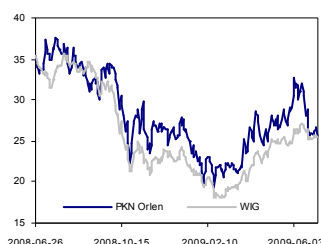
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 25,5 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 (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	4 855,3	447,0%	5 027,6	3,5%	MC (cena bieżąca)	10 906,6
marża EBITDA	7,9%	1,1%		7,4%		6,7%		EV (cena bieżąca)	27 656,2
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	4,5			6,8		6,1		Zmiana ceny: 1m	-22,0%
P/CE	2,3			2,5		2,4		Zmiana ceny: 6m	-8,6%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-23,4%
EV/EBITDA	4,4	29,5		5,7		5,7		Max (52 tyg.)	37,5
Dywid (%)	0,0	6,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Kurs PKN Orlen w czerwcu zachowywał się znacznie gorzej od indeksu WIG20 i swoich regionalnych konkurentów (PKN -9%, LTS +7%, OMV -4%, MOL -4%), co mogło wynikać z obaw inwestorów o ponowne złamanie kowenantów kredytowych na koniec tego roku w związku z wypowiedziami kierownictwa Spółki oraz planowanymi zmianami w statucie ograniczającymi prawa innych niż Skarb Państwa inwestorów. W naszej opinii tak nerwowa reakcja rynku nie była uzasadniona, tym bardziej, że obecne tendencje na walutach wskazują, iż Spółka powinna spełnić warunki kredytowe bez konieczności sprzedaży aktywów. Obecnie po uwzględnieniu pakietu Polkomtela oraz wartości zapasów obowiązkowych (6 mld PLN), akcje Orlenu są wyceniane z 30% dyskontem do innych podmiotów z branży na poziomie wskaźnika EV/EBITDA na rok 2009. Perspektywa bardzo dobrych raportowanych wyników za 2Q oraz poprawa ich jakości w drugim półroczu, a także toczący się proces legislacyjny w sprawie zapasów obowiązkowych powinny wspierać kurs Spółki w najbliższym czasie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Negatywny wyrok arbitrażu

Orlen w komunikacie poinformował, iż w wyniku decyzji sądu arbitrażowego będzie musiał zapłacić na rzecz Agrofert Holding karę umowną wraz z odsetkami w kwocie 105 mln EUR. Inne dwa roszczenia Agrofertu na kwotę przekraczającą 90 mln EUR zostały oddalone w całości. W tej chwili trwa jeszcze jedno postępowanie w tej kwestii, w którym Agrofert domaga się 700 mln EUR. Na poczet tych kar Orlen zawiązał już rezerwy więc ten wyrok nie będzie miał wpływu na rachunek wyników, aczkolwiek istotnie uszczupli zasoby gotówkowe Spółki (płatność do 3 lipca). Kwota ta przy obecnym kursie EUR/PLN implikuje spadek wartości Orlenu o 1,1 PLN na akcję. Przypominamy jednak, że nie wpłynie to na naszą wycenę, gdyż konserwatywnie model wyceny konsekwentnie obciążaliśmy potencjalnymi karami na rzecz Agrofertu w kwocie 624 mln PLN. Ostatni pozew opiewający na 700 mln EUR naszym zdaniem nie ma szans na pozytywne dla Agrofertu rozstrzygnięcie.

Wywiad Prezesa Krawca

Prezes Jacek Krawiec w wywiadzie dla PAP poinformował, że z uwagi na ograniczone możliwości finansowania oraz perspektywę ponownego testowania kowenantów kredytowych na koniec roku, Orlen zdecydował o odłożeniu w czasie planowanych wcześniej inwestycji w upstream. Kontynuowane będą już tylko te zainicjowane projekty, a więc joint venture z partnerem z Kuwejtu na szelfie bałtyckim oraz mniejsze projekty krajowe. Dodał, że Spółka nie planuje obecnie zwolnień grupowych, ale w ramach realizacji strategii Zarząd będzie prowadził politykę optymalizacji zatrudnienia. Te kierunki Zarząd prezentował już wcześniej i nie powinny być zaskoczeniem.

Obligacje BGK sfinansują wykup zapasów

Według krystalizującej się koncepcji Ministerstwa Gospodarki, wspartej przez koncerny paliwowe, wykup zapasów obowiązkowych mógłby być sfinansowany poprzez emisję obligacji przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Środki z takiej emisji trafiłyby do funduszu celowego, który wsparłby rządową agencję powołaną do utrzymywania rezerw paliw (podobny mechanizm jak w przypadku Funduszu Drogowego). W tej chwili trwają konsultacje w sprawie ustawy, która będzie regulować te kwestie i dostosuje polskie realia do unijnej dyrektywy. Naszym zdaniem ta koncepcja ma duże szanse powodzenia, gdyż nie obciążałaby bezpośrednio długu publicznego. Informacja ta uprawdopodobnia opisywany przez nas scenariusz zmniejszenia długu netto w Orlenu i Lotosie.

Zmiany w statucie w obronie przed przejęciem i przerwa w WZA

Zarząd Orlenu przygotował projekty uchwał zmieniających statut Spółki. Nowe rozwiązania,

które były już konsultowane ze Skarbem Państwa, mają uniemożliwić kumulowanie głosów na walnych zgromadzeniach przez powiązane ze sobą podmioty w nieco szerszy sposób, niż zakłada to obowiązujące obecnie prawo o publicznym obrocie. Dzięki tym zapisom większa będzie kontrola nad transakcjami dużymi pakietami akcji. Zmiany mają bowiem zwiększyć przejrzystość i uszczelnić dotychczasowe zapisy w przypadku tych inwestorów, którzy posiadają pakiety akcji dające prawo do ponad 10 proc. głosów. Na prośbę Nafty Polskiej głosowanie nad tymi projektami zostało przesunięte na 15 lipca, kiedy to będzie kontynuowane WZA Orlenu (kwestia zakończenia procesu zmian w kodeksie spółek handlowych). Okazuje się jednak, że mimo tego może być problem z zaakceptowaniem tych propozycji na WZA. Według prasowych informacji w WZA 30 czerwca wzięli udział akcjonariusze reprezentujący prawie 49% kapitału Spółki. Analiza liczby zarejestrowanych akcji przez poszczególne podmioty wskazuje, że MSP może nie zebrać wymaganej większości 75% głosów potrzebnej do przegłosowania proponowanych zmian w statucie (m.in. ograniczających prawa głosu innych niż Skarb Państwa akcjonariuszy, którzy mogą działać w porozumieniu). Kalkulacja uwzględniająca głosy MSP, Nafty Polskiej i kontrolowanego przez państwo PZU daje stronie rządowej tylko niecałe 66% głosów. Akcjonariusze finansowi sprzeciwiają się zmianom w statucie.

Orlen celowo opóźnia płatności do kontrahentów

Według doniesień prasowych Orlen opóźnia płatności do swoich kontrahentów, którzy obecnie muszą nawet czekać na zapłatę około 90 dni. Takie działanie to element zarządzania kapitałem obrotowym i w naszej opinii pozwoli ono na optymalizację potrzeb płynnościowych Spółki. Tam gdzie Orlen ma przewagę negocjacyjną powinien ją wykorzystywać.

Wywiad z Wiceprezesem Jędrzejczykiem

W wywiadzie prasowym wiceprezes Orlenu ds. finansowych Sławomir Jędrzejczyk odniósł się do kilku najistotniejszych kwestii związanych z działalnością koncernu. Podkreślił, że obecnie priorytetem dla Zarządu jest spełnienie z końcem roku warunków kredytowych dotyczących wysokości długu netto w relacji do EBITDA. W umiarkowanie korzystnym scenariuszu powinno być to możliwe bez sprzedaży aktywów, ale Spółka zamierza kontynuować prace dotyczące sprzedaży Anwilu i Polkomtela. Finalizacja tych transakcji jeszcze w tym roku zapewniłaby pełny komfort w rozmowach z bankami. Redukcja zadłużenia będzie także możliwa dzięki planowanemu obniżeniu wydatków inwestycyjnych poniżej 4 mld PLN (m.in. rezygnacja z zakupu spółki wydobywczej) oraz programowi optymalizacji kosztów. Niewykluczone jednak, że w przypadku ciekawej propozycji Spółka rozważy odkupienie od swojego partnera 50% udziałów w BOP (obecnie Lyondell Basell ma kłopoty finansowe i może być zmuszony do sprzedaży tych aktywów). Wywiad potwierdza wcześniejsze deklaracje Zarządu i nie powinien stanowić zaskoczenia dla inwestorów. W naszej opinii sprzedaż Anwilu w tym roku może być trudna do zrealizowania, aczkolwiek rozważane przez Zarząd rozbić tę transakcję na część nawozową i chemiczną prawdopodobnie przyspieszyłoby ten proces.

Szczegóły współpracy w upstream z PGNiG

Orlenu i PGNiG będą wspólnie realizować projekt wydobywania surowca na koncesji w zachodniej Polsce, której zasoby wydobywalne są szacowane na 3,4 mln ton. W powołanej w tym celu spółce PGNiG obejmie 51%, a Orlen 49%. W pierwszych 2 latach nakłady nie przekroczą 50 mln PLN, a łączna suma wydatków inwestycyjnych, które mają doprowadzić do wydobywania około 2 mln ton, to około 400 mln PLN (pierwszy surowiec pojawić się może jednak dopiero w 2018 roku). Spółki nie wykluczają współpracy również przy innych projektach, m.in. na należących do Orlenu koncesjach na Lubelszczyźnie i na szelfie łotewskim. Płocki koncern zapowiedział także, iż będzie starać się o kolejne koncesje na Łotwie wspólnie z Kuwait Energy Company. Te informacje ze względu na skalę projektu i horyzont czasowy są neutralne dla wyceny obydwu spółek.

Prezes Polkomtela o wynikach 2Q

Prezes Jarosław Bauc zapowiedział, że wynik EBITDA operatora w 2Q będzie wyższy niż w 1Q kiedy to wyniosła 679 mln PLN. Zysk netto powinien być lepszy nawet o 150 mln PLN. W całym 2009 roku Prezes oczekuje co prawda spadku wyników Spółki, ale na poziomie EBITDA ujemna dynamika nie powinna wg. niego przekroczyć 10%, co w obecnej sytuacji makro może być ważne w kontekście potencjalnej decyzji Orlenu o sprzedaży swojego pakietu Polkomtela.



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 6,7 PLN

Cena docelowa: 5,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

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)	502,5
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-2,0%		5,8%		EV (cena bieżąca)	686,5
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	2,5	17,5				75,0		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	2,0	5,3				5,3		Zmiana ceny: 6m	25,9%
P/BV	0,5	0,5		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-60,8%
EV/EBITDA	1,5	2,2				6,1		Max (52 tyg.)	19,0
Dyid (%)	6,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Ostatnie tygodnie przyniosły osłabienie kursu Polic, co miało zapewne związek z informacją o rezygnacji Prezesa Ryszarda Siwca ze stanowiska, która zwiększyła niepewność inwestorów w kontekście toczących się kluczowych negocjacji z bankami. W naszej opinii nie ma obecnie zagrożenia dla płynności Spółki i otrzyma ona niezbędne finansowanie obrotowe (choć ostatnie odniesienia sugerują możliwość opóźnienia w tej kwestii ze względu na żądania przez bank kolejnych analiz), ale taki pozytywny scenariusz jest już zdyskontowany w kursie. Obecna wycena rynkowa uwzględnia już także szybką i znaczną poprawę sytuacji na rynku nawozowym, której my z kolei się nie spodziewamy. Oczekujemy jeszcze kilku trudnych kwartałów i stagnacji cen głównych produktów Polic. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Porozumienie ze związkami

Zarząd Polic podpisał porozumienie restrukturyzacyjne ze związkami zawodowymi, co było jednym z warunków uruchomienia poręczenia z ARP. W najbliższym czasie powinien zrealizować drugi warunek, a więc uzgodnić warunki restrukturyzacji portfela opcji z bankami.

Rezygnacja Prezesa

Po zakończeniu WZA 25 czerwca rezygnację ze stanowiska z „ważnych powodów osobistych” złożył Prezes Ryszard Siwiec. Jednocześnie Prezes zapowiedział, że w najbliższych dniach zbiorą się komitety kredytowe banków i liczy na pozytywną decyzję dla Spółki. Spodziewa się także dodatniego wyniku operacyjnego w drugim półroczu. Rezygnacja kolejnego członka Zarządu w obecnej sytuacji w jakiej znalazła się Spółka spowodowała dodatkowy niepotrzebny niepokój inwestorów, mimo iż wydaje się że Police otrzymają finansowanie i problemów z płynnością nie będzie.



ZA Puławy (Trzymaj)

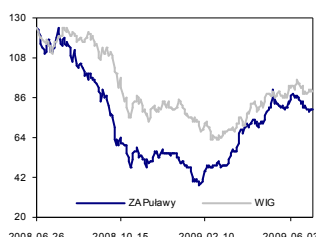
Cena bieżąca: 79,7 PLN

Cena docelowa: 82,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

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)	1 522,5
marża EBITDA	17,3%	19,5%		8,1%		9,9%		EV (cena bieżąca)	1 062,1
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	4,6	5,9		11,9		10,6		Zmiana ceny: 1m	-3,3%
P/CE	3,8	4,6		7,7		6,8		Zmiana ceny: 6m	52,4%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-33,9%
EV/EBITDA	2,3	1,7		6,1		4,9		Max (52 tyg.)	124,0
Dyid (%)	2,1	5,4		5,2		2,5		Min (52 tyg.)	38,1



W średnim terminie podtrzymujemy naszą tezę, iż obserwowane osłabienie cen nawozów na świecie znajdzie odzwierciedlenie w wynikach operacyjnych ZA Puławy w drugiej połowie roku i w tym kontekście obecny kurs nie oferuje już potencjału wzrostowego. W perspektywie najbliższych miesięcy nie spodziewamy się jednak negatywnych informacji ze Spółki. Wyniki za 2Q na pewno jeszcze nie rozczarują inwestorów (brak efektu obniżek cen krajowych, około 30 mln PLN dodatnich różnic kursowych na transakcjach zabezpieczających), a dodatkowym wsparciem dla kursu może być oczekiwana wysoka dywidenda na jesieni (potrzeby gotówkowe Skarbu Państwa pozwalają na formułowanie prognoz wypłaty nawet całego zysku z roku 2008/09, co implikowałoby 14 PLN na akcję).

Rezygnacja z zakupu akcji Bogdanki

W związku z brakiem zaproszenia od Zarządu Bogdanki do złożenia zapisów w ofercie IPO tej kopalni, NWZA ZA Puławy zdecydowało o rezygnacji z rozpatrywania tej kwestii. W naszej opinii zwiększa to szanse na wypłatę wysokiej dywidendy po zakończeniu obecnego roku obrotowego 2008/09.

Prywatyzacja ZAP i PCE w przyszłym roku

Ministerstwo Skarbu zamierza jeszcze w tym roku wybrać doradcę prywatyzacyjnego dla ZA Puławy i ZCH Police. Resort chciałby sprzedać obie spółki (razem lub osobno) inwestorom branżowym już w przyszłym roku. Prywatyzacja tych spółek to dobry pomysł i naszym zdaniem chętni powinni się znaleźć (wydaje się, że zainteresowane byłyby podmioty rosyjskie, nie wierzymy natomiast w zainteresowanie z krajów arabskich). W tym kontekście wydaje się bardzo prawdopodobne, że MSP będzie chciało wypłacić wysoką dywidendę z ZAP po zakończeniu roku obrotowego. Nie powinno to jednak wpływać na kurs, gdyż gotówka w tej Spółce jest już uwzględniona w rynkowej wycenie.

Górnictwo węgla



LW Bogdanka (Akumuluj)

Cena bieżąca: 58,9 PLN

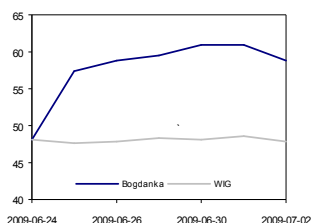
Cena docelowa: 64,5 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-02

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 116,1	8,0%	1 206,7	8,1%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	373,0	9,8%	383,3	2,8%	MC (cena bieżąca)	2 003,4
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,4%		31,8%		EV (cena bieżąca)	1 837,4
EBIT	121,4	203,5	67,7%	217,6	7,0%	189,3	-13,0%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	172,9	10,8%	142,3	-17,7%		
P/E	14,4	8,7		11,6		14,1		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	6,3	4,6		6,1		6,0		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,6	4,0		4,9		5,4		Max (52 tyg.)	61,0
Dywidenda (%)	3,7	0,4		4,4		0,9		Min (52 tyg.)	48,0



Spółka z sukcesem przeprowadziła ofertę publiczną 11 mln akcji, pozyskując 521 mln PLN. Środki z emisji pozwolą na dokończenie programu inwestycyjnego, dzięki któremu do 2014 roku moce produkcyjne kopalni podwoją się. W krótkim okresie, zgodnie naszymi założeniami należy oczekiwać obniżenia cen węgla na rynku krajowym o ok. 10-15% w stosunku do cen z czerwca. Pod koniec sierpnia spółka powinna zaprezentować wyniki za 1H2009, które mogą prowadzić do podwyższenia przez zarząd całorocznej prognozy. Wyznaczamy cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 64,5 PLN i zalecamy ich akumulowanie.

Ceny węgla i wolumen sprzedaży

Wszystko wskazuje na to, że spółce uda się zrealizować zakładany przez nas na br. wolumen sprzedaży węgla na poziomie 5,1 mln ton jednak po cenach wyższych niż pierwotnie oczekiwano. Średnia cena sprzedaży węgla w czerwcu utrzymywała się na poziomie nieco ponad 230 PLN/t, co daje średnią ceną w 1H2009 na poziomie 227 PLN/t. To istotnie więcej niż pierwotnie oczekiwaliśmy (198 PLN w całym roku). W związku z sytuacją na rynku węglowym, o której pisaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym, w okresie wakacyjnym należy oczekiwać pierwszych obniżek cen. Na obecną chwilę nic nie wskazuje, żeby były one wyższe niż 10-15%. W takim scenariuszu prognoza zarządu na poziomie 141 mln PLN powinna zostać przekroczona.

Telekomunikacja

Sąd i UKE przeciw Play

Sąd Okręgowy w Warszawie zakazał P4 (Play) nakłaniania klientów Polkomtela do rozwiązywania umów. Orzeczenie zostało wydane na czas procesu, który rozpocznie się w ciągu dwóch tygodni. UKE zdecydował o obniżeniu stawek hurtowych za zakańczanie połączeń w sieci P4 od 1 lipca do 40,42 groszy. Do tej pory stawki do operatora sieci Play wynosiły w zależności od pory, od 40 do 65 groszy. UKE postanowił również doprowadzić do stopniowego zrównania asymetrii stawek MTR pomiędzy P4 a operatorami zasiedziały, czyli Polkomtel, PTK Centertel i PTC. Asymetria opłat za MTR-y ma zniknąć całkowicie po 7 i pół roku od rozpoczęcia działalności przez operatora sieci Play (marzec 2007 roku). W przypadku trzech największych operatorów, czyli Polkomtela, Centertela i Polskiej Telefonii Cyfrowej opłaty za kończenie połączeń w ich sieci wynoszą po styczniowej obniżce 21,62 groszy. Od 1 lipca 2009 roku spadły do 16,77 groszy. To dobre informacje dla trzech zasiedziałych operatorów (Polkomtel, Centertel, PTC). Od dłuższego czasu inwestorzy obawiali się o zwiększającą się asymetrię stawek MTR (rozważany był nawet scenariusz 0 stawki), co mogło doprowadzić do szybkiego wzrostu liczby użytkowników Play, kosztem pozostałych operatorów. Deklaracje ze strony UKE ograniczają to ryzyko. Decyzja regulatora powinna uspokoić rynek i zatrzymać dalszy dynamiczny spadek cen.



Netia (Kupuj)

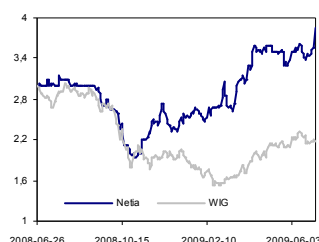
Cena bieżąca: 3,9 PLN

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)	1 498,3
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	1 192,2
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		6,5				34,6		Zmiana ceny: 1m	10,0%
P/CE	265,7	3,0		6,1		5,0		Zmiana ceny: 6m	52,2%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	28,3%
EV/EBITDA	9,0	7,6		5,1		3,9		Max (52 tyg.)	3,9
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Podtrzymujemy opinię, że Netia jest celem do przejęcia dla dużego inwestora branżowego. Aneks podpisany z bankami do umowy kredytowej może wskazywać, że spółka pozyska wkrótce istotny zastrzyk gotówki ze sprzedaży majątku, który może wykorzystać do skupu akcji własnych. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację inwestycyjną.

Banki pozwalają na buy-back i sprzedaż majątku

Spółka zawarła porozumienie z konsorcjum banków aneks do umowy kredytu zawartej w maju 2007. Łączna kwota kredytu została obniżona o 80 mln PLN z 375 mln PLN do 295 mln PLN. Jednocześnie Netia otrzymała zgodę na zbycie niektórych aktywów trwałych (m.in. nieruchomości położoną w Warszawie przy ulicy Poleczki 13, (dotychczasowe biuro spółki) oraz sprzęt używany przez Netię do świadczenia usług transmisyjnych na rzecz P4). Ponadto Netia uzyskała zgodę na wykup akcji własnych za pomocą środków zgromadzonych na rachunkach spółki do kwoty 100 mln PLN: 50 mln PLN w roku 2009 oraz 50 mln PLN w roku 2010.



TP SA (Akumuluj)

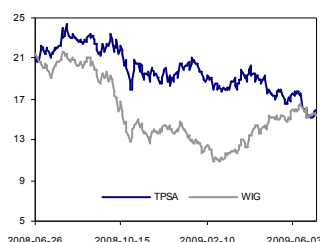
Cena bieżąca: 15,9 PLN

Cena docelowa: 20,3 PLN

Analitik: 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)	21 236,8
marża EBITDA	42,3%	42,0%		40,6%		39,7%		EV (cena bieżąca)	25 830,6
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	9,8	9,9		11,5		10,8		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE	3,3	3,3		3,6		3,6		Zmiana ceny: 6m	-22,4%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-23,9%
EV/EBITDA	3,6	3,6		3,7		3,7		Max (52 tyg.)	24,4
Dywid (%)	11,9	10,7		12,3		10,5		Min (52 tyg.)	15,1



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. Oczekiwany przez nas wzrost awersji do ryzyka powinien prowadzić do powrotu inwestorów do spółek defensywnych i dywidendowych.

UKE krytyczne wobec Karty Równoważności

UKE ocenia, że wprowadzenie "Karty Równoważności" zaproponowanej przez TPSA jako alternatywę dla przymusowego podziału, nie da gwarancji realizacji celów regulacyjnych wyznaczonych przez urząd, wynika z materiałów z konferencji poświęconej "Karcie". Jej zdaniem w Karcie brak szczegółowości, a fakt, że nie przedstawiono harmonogramu wskazuje na to, iż działania TPSA zmierzają do wydłużenia czasu skutecznego wdrożenia rozwiązań. Jednocześnie jednak regulator ocenia, że dokument przygotowany przez TPSA zawiera wiele interesujących pomysłów. Zaliczono do nich: podpisywanie umów w ciągu kilku dni, przedstawianie licznych wskaźników KPI (Kei Performance Indicators - wskaźniki, które mają pomóc w porównaniu jak dział hurtowy traktuje operatorów alternatywnych w stosunku do własnych jednostek detalicznych), utworzenie Forum Telekomunikacyjnego, itd. Jednocześnie UKE kontynuuje prace nad podziałem TPSA.

Oszczędności sięgną kilkaset milionów złotych

Prezes TP szacuje, że wprowadzany program optymalizacji kosztów przyniesie Telekomunikacji Polskiej w 2009 roku kilkaset mln PLN oszczędności. Dodał, że Grupa TP, która do końca czerwca ma zweryfikować swoje plany rozwoju w 2009 roku, nie zrezygnuje z inwestycji wynikających z decyzji regulacyjnych, CDMA, czy projektów bezpośrednio przekładających się na przychody. Zielone światło dostaną też inwestycje prowadzone przez TP Emitel i Wirtualną Polskę. Pod znakiem zapytania stoją jednak nowe produkty m.in. usługi finansowe.

Jednocyfrowy spadek przychodów

Grupa TP podtrzymuje prognozę spadku w 2009 roku przychodów z 18,17 mld PLN osiągniętych w 2008 roku przede wszystkim z powodu obniżki stawek MTR i walki konkurencyjnej na rynku telefonii mobilnej. Telekom szacuje, że zniżka rynku telekomunikacyjnego powinna być jednocyfrowa. Spółka zakładała wcześniej, że inwestycje w tym roku sięgną między 12 i 14 proc. przychodów, jednak przy planach cięcia inwestycji i kurczeniu się sprzedaży trudno jej przewidzieć jak ostatecznie ukształtuje się ta proporcja.

Wniosek o dopłatę do usługi powszechnej

Telekomunikacja Polska zapowiedziała złożenie wniosku do UKE o dopłatę do usługi powszechnej, która jest rekompensatą za świadczenie usług klientom, którzy nie gwarantują zysku z inwestycji. W poprzednich latach wnioski te opiewały na kwotę 219 mln PLN (za 2007) i 140 mln PLN (za 2006). Do tej pory kwoty te nie zostały jednak wypłacone. Pierwszy wniosek utknął w sądzie, drugiego UKE jeszcze nie zaczęła rozpatrywać.

Media



Agora (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,8 PLN

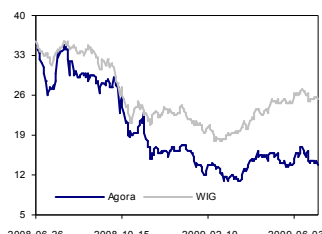
Cena docelowa: 35,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-14

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 152,0	1 277,7	10,9%	1 282,2	0,4%	1 333,0	4,0%	Liczba akcji (mln)	55,0
EBITDA	198,6	155,6	-21,7%	160,6	3,2%	195,9	22,0%	MC (cena bieżąca)	758,7
marża EBITDA	17,2%	12,2%		12,5%		14,7%		EV (cena bieżąca)	626,4
EBIT	120,3	71,8	-40,3%	85,3	18,9%	121,7	42,6%	Free float	37,0%
Zysk netto	100,2	23,3	-76,7%	73,5	215,7%	103,8	41,1%		
P/E	7,6	32,6		10,3		7,3		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/CE	4,3	7,1		5,1		4,3		Zmiana ceny: 6m	-19,9%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-58,8%
EV/EBITDA	2,6	4,2		3,9		3,0		Max (52 tyg.)	34,7
Dywid (%)	10,9	16,4		11,5		10,3		Min (52 tyg.)	11,0



Przełomową informacją dla Agory jest połączenie Dziennika i Gazety Prawnej. Gazeta pozostaje jedynym opiniotwórczym dziennikiem ogólnopolskim o tak dużym zasięgu. Zniknięcie Dziennika otwiera drogę do kolejnych podwyżek cen. Ponadto wycofanie się MSP ze sprzedaży PWR może oznaczać spowolnienie procesu restrukturyzacji spółki. Przed Agorą dwa trudne kwartały, co może negatywnie wpływać na kurs akcji. Cena akcji jest atrakcyjna w dłuższej perspektywie.

Spadek cennikowych wpływów reklamowych w Gazecie Wyborczej

W maju cennikowe wpływy reklamowe GW spadły o 24,2%, przy spadku całego segmentu prasy o 18,1%. Najmocniej spadały przychody Dziennika (o 42,7%), najslabiej Faktu (o 1,7%). Dane cennikowe zawsze obciążone są dużym poziomem niepewności i są praktycznie nieporównywalne zarówno pomiędzy podmiotami jak i poszczególnymi okresami. Powyższe wartości wskazują jednak na stopniowe pogłębianie się załamania na rynku reklamowym.

Po WZA

WZA dokonało kilku istotnych decyzji zarówno personalnych jak i związanych ze strategią spółki w okresie kryzysu. Po pierwsze do rady nadzorczej została powołana była prezes Wanda Rapaczyńska. Drugą istotną kwestią był ponowny wybór Piotra Niemczyckiego na prezesa spółki. Wreszcie WZA zdecydowało o niewypłacie z ubiegłorocznego zysku dywidendy i zatrzymaniu go w spółce.

Skarb Państwa wycofuje się z prywatyzacji PWR

MSP poinformowało o zamknięciu bez rozstrzygnięcia procedury prywatyzacji Przedsiębiorstwa Wydawniczego Rzeczpospolita (PWR). Oferta złożona przez jedyne go oferenta – ZPR została uznana za niesatysfakcjonującą. Jednocześnie resort porozumiał się z drugim akcjonariuszem Presspuliki – Megomem na temat wspólnego oferowania w przyszłości udziałów w spółce.

Plany Infor

Infor PI, który od października wprowadzi na rynek wraz z Axel Springer nowy tytuł z segmentu prasy codziennej, liczy na sprzedaż ok. 130 tys. egzemplarzy. Szczegóły co do samego tytułu nowej gazety, jej wyglądu oraz kwestie finansowe projektu powinny być ustalone do końca sierpnia. Obecnie średnia dzienna sprzedaż Gazety Prawnej to 80 tys., a Dziennika 145 tys. (z czego 80 tys. w sprzedaży kioskowej). Nadal czekamy na szczegóły projektu, ale na chwilę obecną działania obu wydawców potwierdzają, że wchłonięcie Dziennika przez Gazetę Prawną, od strony Axel Springer to pozbycie się problemu.

Sprzedaż dzienników w kwietniu

Nadal utrzymują się negatywne dla spółki tendencje na rynku prasowym codziennym. Średnia dzienna sprzedaż Gazety Wyborczej obniżyła się do 388 tys. egz. (-6,1% r/r), Rzeczpospolitej do 142 tys. egz. (-12,2% r/r) a Dziennika do 148 tys. egz. (-9,9% r/r). W przypadku tabloidów spadki r/r są nieco niższe i wynoszą: Fakty -7,6%, SuperExpress -3,1%. Biorąc pod uwagę informację o połączeniu Dziennika z Gazetą Prawną (średnia dzienna sprzedaż w kwietniu to 80 tys. egz. -2% r/r) analizowanie wyniku sprzedaży tytułu przestaje mieć sens. Jedynym ogólnopolskim dziennikiem opiniotwórczym, z którym Gazeta będzie konkurowała pozostaje Rzeczpospolita, mająca zdecydowanie mniejszy zasięg. Gazecie pozostaje czekać na poprawę koniunktury gospodarczej oraz odbudowę rynku reklamowego.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

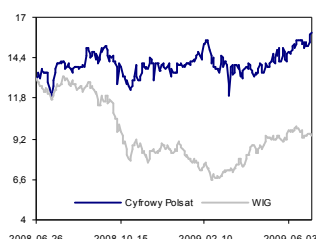
Cena bieżąca: 16,1 PLN

Cena docelowa: 14,55 PLN

Analityk: 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)	4 306,6
marża EBITDA	20,8%	30,6%		28,9%		34,0%		EV (cena bieżąca)	4 015,9
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	38,0	16,0		14,5		11,3		Zmiana ceny: 1m	8,8%
P/CE	32,1	14,7		13,2		10,5		Zmiana ceny: 6m	15,1%
P/BV	70,4	14,5		10,4		7,2		Zmiana ceny: 12m	22,2%
EV/EBITDA	25,2	11,9		10,3		8,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dyid (%)	0,0	0,9		4,1		4,5		Min (52 tyg.)	12,0



Całe pierwsze półrocze spółka musiała się zmagać z niekorzystnymi poziomami kursów walutowych, które z pewnością odcisną swoje piętno również na wynikach drugiego kwartału. Mimo tego niekorzystnego otoczenia makro ostatnie dwa miesiące stały pod znakiem znacznego wzrostu kursu (uwzględniając odłączoną od akcji dywidendę blisko 20%). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla akcji spółki. Jednocześnie uwzględniając defensywny charakter spółki oraz umocnienie złotego w pierwszych dniach lipca oczekujemy, że Cyfrowy Polsat powinien zachowywać się lepiej od rynku na zakładanej przez nas korekcie i w związku z tym zalecamy przeważanie go w portfelach inwestycyjnych.

Triple play od czwartego kwartału

Prezes Libicki zapowiada, że w czwartym kwartale w Cyfrowym Polsacie dostępne już będą w pakietach usługi płatnej telewizji, telefonii komórkowej i dostępu do Internetu. Ta ostatnia ma być świadczona we współpracy ze Sferią opartej na porozumieniu biznesowym, a nie powiązaniach kapitałowych jak rozważano jeszcze pół roku temu. Ponadto MVNO ma zostać odnowiony i bardziej skoncentrowany na abonentach Cyfrowego Polsatu. Nie przewidujemy, by czwarty kwartał miał przynieść rewolucję. Sprzedaż MVNO idzie bardzo słabo i przydałoby się większe zintegrowanie ofert, tak by MVNO było dla abonentów Cyfrowego Polsatu konkurencyjne z operatorami infrastrukturalnymi. W przypadku usług dostępu do Internetu to jej zasięg jest wciąż bardzo mały, więc oferta triple play będzie początkowo dostępna tylko dla niewielkiej części abonentów. Mimo tych przeciwności uruchomienie triple play uważamy za rozsądny krok, choć na pierwsze pozytywne wyniki trzeba będzie z pewnością trochę poczekać.



TVN (Trzymaj)

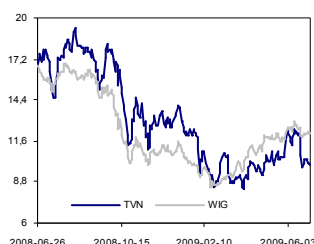
Cena bieżąca: 10 PLN

Cena docelowa: 10 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-01

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 166,4	14,2%	2 450,3	13,1%	Liczba akcji (mln)	349,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	505,3	-29,0%	523,5	3,6%	MC (cena bieżąca)	3 490,3
marża EBITDA	35,5%	37,5%		23,3%		21,4%		EV (cena bieżąca)	4 833,8
EBIT	480,5	631,9	31,5%	347,7	-45,0%	299,3	-13,9%	Free float	38,4%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	230,6	-36,6%	180,6	-21,7%		
P/E	14,3	9,6		15,1		19,3		Zmiana ceny: 1m	-19,1%
P/CE	11,1	7,9		9,0		8,6		Zmiana ceny: 6m	-28,6%
P/BV	2,4	2,1		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-41,4%
EV/EBITDA	7,5	6,3		9,6		9,4		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	3,7	3,5		5,2		3,3		Min (52 tyg.)	8,4



Ostatnie dwa tygodnie czerwca przyniosły znaczny spadek kursu akcji TVN i osiągnięcie przez nie wyznaczonej przez nas ceny docelowej. W ujęciu całego miesiąca, uwzględniając odłączoną od akcji dywidendy walory TVN podrożały o 3,5%, a zatem nieznacznie poniżej wzrostu indeksu rynkowego. Obecna cena w naszej opinii uwzględnia większość szans i zagrożeń płynących z otoczenia makroekonomicznego spółki mimo, że TVN wciąż notowany jest z niewielką premią w relacji do spółek porównywalnych (nie uwzględniając tegorocznej korekty konsolidacyjnej w spółce na kwotę 110 mln PLN). W związku z powyższym podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj. Jednocześnie przewidujemy, że akcje spółki będą się zachowywały w najbliższym miesiącu gorzej od szerokiego indeksu rynkowego.

Zmiana perspektywy ratingu przez Moody's

Moody's Investors Service zmienił perspektywę ze stabilnej na negatywną w odniesieniu do ratingu Ba3 TVN oraz ratingu Ba3 emisji 235 milionów EUR niezabezpieczonych obligacji Senior Notes TVN Finance Corporation. Zmiana perspektywy jest następstwem oceny wyników Spółki za 1Q'09 r. oraz opinii Moody's co do możliwego znacznego pogorszenia negatywnej tendencji na polskim rynku reklamy.

TV Puls na giełdzie?

Prezes TV Puls Dariusz Dąbski zapowiedział, że jeżeli nie uda się na przełomie czerwca i lipca sfinalizować rozmów z potencjalnymi inwestorami strategicznymi stacja rozważy wejście na giełdę na przełomie roku. Pomysł wydaje nam się trudny do zrealizowania. TV Puls jest wciąż nierentownym przedsięwzięciem i w krótkim terminie nawet cyfryzacja tego nie zmieni. Podtrzymujemy opinię, że w obecnej formie TV Puls stanowi minimalne zagrożenie konkurencyjne dla największych stacji telewizyjnych, w tym TVN.

Zygmunt Solorz o kondycji Polsatu

W udzielonym wywiadzie właściciel Telewizji Polsat ocenił spadki przychodów reklamowych w Telewizji Polsat w okresie ostatnich kilku miesięcy na kilkanaście procent. Nierentowny wciąż pozostaje projekt Polsatu News (Solorz ocenia, że na rentowność trzeba będzie poczekać około 2-3 lat). Mimo to w planach jest otwieranie kolejnych stacji tematycznych. Skala spadków przychodów reklamowych jest analogiczna do tej o jakiej informował TVN po publikacji wyników kwartalnych. Bardzo realny zatem wydaje się dwucyfrowy spadek wartości segmentu telewizyjnego w drugim kwartale.

Kilka milionów rocznie dla operatora pierwszego multipleksu

Według wypowiedzi Tomasza Berzowskiego TVN będzie płacił TP Emitelowi kilka milionów złotych rocznie za obsługę pierwszego multipleksu telewizji cyfrowej. Koszty te jednak będą niższe niż obecnie kosztuje stację podtrzymywanie nadawania analogowego. W początkowym okresie (2010-2013), tj. do czasu wyłączenia nadawania analogowego, TVN będzie ponosił podwójne koszty nadawania. Po 2013 roku koszty nadawania rzeczywiście spadną.

Jednak sprzedaż akcji przez ITI?

Według doniesień parkietu Grupa ITI sprzedawała akcje TVN i spadek zaangażowania nie wynikał tylko z realizacji opcji menedżerskich i udziału w buybacku. Ilość sprzedanych akcji gazeta wyliczyła na 5,95 mln. Na dzień 15 maja (a zatem po zakończeniu skupu akcji) Grupa ITI wraz z podmiotami powiązanymi posiadała 211,2 mln akcji TVN. Według czerwcowego komunikatu o obniżeniu zaangażowania ITI posiadała już tylko 209,3 mln akcji, więc 1,9 mln akcji rzeczywiście mogło zostać przez ITI sprzedanych. Sprzedaż mogła jednak wynikać z osiągnięcia założonego w buybacku poziomu zaangażowania w spółce. Od sierpnia zaangażowanie ITI zmniejszyło się bowiem o zaledwie 5,96 mln akcji, a zatem w zakresie wynikającym z proporcjonalnego udziału w buybacku.

Plusy i minusy krótszej ramówki

Puls Biznesu opisuje skutki majowej decyzji TVN dotyczącej skrócenia wiosennej ramówki. Dłuższy sezon u konkurencji w połączeniu ze złą pogodą w czerwcu spowodował, że TVN zdecydowanie tracił widownię na tle stacji telewizji publicznej czy Polsatu. Z drugiej strony przejście do powtórek już na początku czerwca pozwoliło na wymierne oszczędności. W artykule pojawiają się również spekulacje, że wcześniejsze rozpoczęcie sezonu letniego może zostać zrekomensowane widzom wcześniejszym startem jesiennej ramówki. Decyzję TVN o skróceniu wiosennej ramówki należało uznać na moment jej podejmowania za korzystną dla spółki. Na słabym rynku reklamowym dodatkowe przychody reklamowe nie pokryłyby najprawdopodobniej dodatkowych kosztów programowych. Ponadto „przyklejenie” okresu oszczędności do sezonu letniego (stojącego pod znakiem oszczędności sam w sobie) pozwalało mieć nadzieję, że te dodatkowe dwa tygodnie nie wpłyną na preferencje widzów. Słaba pogoda i przełożenie wyjazdów wakacyjnych przez telewidzów mogły jednak spowodować, że konsekwencje czerwcowego ruchu będą boleśniejsze w skutkach niż można było wcześniej zakładać.

Kłopoty z wyborem operatora multipleksu

Pojawiły się problemy z procedurą wyboru operatora technicznego pierwszego multipleksu. Jak się okazało Emitel, który dostał wyłączność na negocjacje w tej sprawie nie został wybrany zgodnie z procedurą wymaganą prawem zamówień publicznych, pod którą podlega Telewizja Polska. W związku z tym niemożliwe są w najbliższym czasie żadne wiążące ustalenia pomiędzy nadawcą a Emiterem. Trudno ocenić na ile poważny jest ten proceduralny problem. Sytuacja ta może doprowadzić do opóźnienia w starcie pierwszego multipleksu. Odbyłoby się to ze szkodą dla wszystkich stacji, które miałyby znaleźć się na multipleksie, przy czym najbardziej poszkodowany byłby zapewne TV Puls. Dla największych nadawców miesięczne przesunięcie startu stanowi niewielki kłopot dla bieżącej działalności operacyjnej. Kwestia cyfryzacji schodzi w naszej opinii na dalszy plan wobec największego problemu telewizji jakim jest załamanie rynku reklamowego.



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)	368,7
marża EBITDA	15,4%	27,5%		24,4%		24,4%		EV (cena bieżąca)	326,2
EBIT	29,8	49,8	66,8%	42,1	-15,3%	42,5	1,0%	Free float	36,6%
Zysk netto	49,2	41,5	-15,6%	35,6	-14,0%	35,7	0,2%		
P/E	8,0	8,9		10,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	7,3	8,2		9,2		9,2		Zmiana ceny: 6m	7,2%
P/BV	3,2	3,1		3,3		3,3		Zmiana ceny: 12m	-1,5%
EV/EBITDA	9,4	5,9		7,0		7,0		Max (52 tyg.)	15,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Akcje Wydawnictw zachowywały się w ostatnim miesiącu stosunkowo stabilnie. Najważniejszym czynnikiem, który naszym zdaniem będzie determinował zachowanie akcji WSiP jest decyzja o terminie przeprowadzenia skupu, który przy obecnej kapitalizacji determinuje wskaźnik dywidendy na poziomie 11%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki. Jednocześnie uwzględniając wybitnie defensywny charakter waloru, zalecamy przeważanie go w lipcu w portfelach inwestycyjnych.

Umowy o współpracy przy sprzedaży hurtowej książek

Spółka zawarła z firmami Wkra z Warszawy, Super Siódemka Hurtownia Książek z Poznania oraz Matras z Katowic umowy o współpracy do końca tego roku przy hurtowej sprzedaży wydawanych podręczników szkolnych i pozostałych publikacji. Szacowana wartość kontraktów to ponad 69 mln PLN.

Sektor IT

MSWiA ma umowy na dofinansowanie projektów IT

Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji oraz Ministerstwo Rozwoju Regionalnego zawarły umowy o dofinansowanie projektów: pl.ID i ePUAP2. Łączny budżet obu projektów to 511,42 mln zł. Projekt „pl.ID - polska ID Karta” będzie kosztował 370 mln zł, a projekt „Budowa elektronicznej Platformy Usług Administracji Publicznej - ePUAP2” 141,42 mln zł. Droga do rozpisania przetargów na powyższe projekty wciąż wydaje się bardzo daleka. Nie przewidujemy, by wspomniane kwoty mogły choć w ułamku wpłynąć na konta spółek informatycznych już w tym roku.

DiS przewiduje spadek wydatków na IT o 4,7%

W swoim najnowszym raporcie firma badawcza DiS zamieściła swoje nowe prognozy dotyczące rynku informatycznego. Zgodnie z nim jego wartość w 2009 roku zmniejszy się o 4,7% w stosunku do roku poprzedniego. Najmocniej ucierpią spółki obsługujące administrację publiczną i sektor bankowy. Przedstawione tezy nie są niczym nowym i są już widoczne na rynku informatycznym przynajmniej od dwóch kwartałów. Bez wpływu na kurs

Asseco Slovakia

Połączenia Datalock i LCS International

Spółka poinformowała o zakupie przez spółkę zależną Datalock 100% udziałów w spółce LCS International, która do tej pory była spółką zależną Asseco Czech Republic (95,77% udziałów w kapitale zakładowym). Transakcja jest częścią strategii Asseco Slovakii mającej na celu stworzenie w ramach Grupy silnego podmiotu zajmującego się integracją systemową.

Comarch

SoftM w tym roku na plusie?

Piotr Piątosza, nowy prezes niemieckiej spółki zależnej SoftM, zapowiedział, że w tym roku kierowany przez niego podmiot zakończy z pozytywnym wynikiem finansowym. Jednocześnie nie są planowane żadne zwolnienia w spółce zależnej w czym pomóc ma pakiet anty kryzysowy niemieckiego rządu. W naszej opinii osiągnięcie zysku netto w tym roku będzie celem niezwykle trudnym do osiągnięcia. SoftM historycznie nawet w czasach bardzo dobrej koniunktury miała problemy z rentownością. Trudno zatem przypuszczać, by w okresie poważnej recesji gospodarki niemieckiej nawet po wdrożeniu działań restrukturyzacyjnych dało się ten cel osiągnąć. Naszym zdaniem restrukturyzacja przełoży się na pozytywny wynik finansowy najwcześniej w przyszłym roku.



AB (Kupuj)

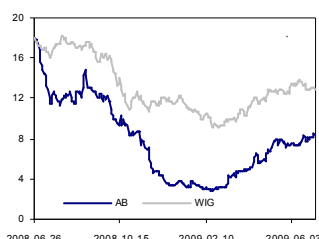
Cena bieżąca: 8,3 PLN

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)	132,2
marża EBITDA	1,3%	2,9%		1,5%		1,5%		EV (cena bieżąca)	280,5
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	8,2	6,0		9,2		6,8		Zmiana ceny: 1m	11,0%
P/CE	6,5	4,9		6,7		5,3		Zmiana ceny: 6m	118,2%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-52,6%
EV/EBITDA	8,4	3,6		6,9		6,4		Max (52 tyg.)	17,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Dobre wyniki spółki wciąż pozostają w naszym odczuciu niedocenione i czerwiec przyniósł tylko niewielkie złagodzenie tego stanu. Kurs akcji AB wzrósł o około 15% przy wzroście WIG o 3,7%. Przy bieżącej kapitalizacji wskaźnik P/E utrzymuje się na poziomie poniżej 5, a EV/EBITDA poniżej 4. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla spółki i zalecamy przeważanie ich w portfelu w okresie bieżącego miesiąca.



Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,6 PLN Cena docelowa: 12,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-03

(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)	233,8
marża EBITDA	2,1%	2,8%		1,8%		2,0%		EV (cena bieżąca)	344,7
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	10,1	6,9		9,1		9,6		Zmiana ceny: 1m	22,4%
P/CE	7,6	5,6		6,1		7,0		Zmiana ceny: 6m	77,4%
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-39,9%
EV/EBITDA	7,7	5,8		5,8		7,3		Max (52 tyg.)	23,9
Dyid (%)	0,0	1,9		10,2		2,2		Min (52 tyg.)	4,1



Ostatni miesiąc przyniósł znacznąwyżkę notowań akcji Actionu oraz osiągnięcie wyznaczonego przez nas poziomu ceny docelowej. Naszym zdaniem obecny kurs wyczerpuje potencjałwyżkowy wynikający z bieżącej sytuacji rynkowej. Zakładamy, że spółka będzie się musiała zmierzyć z brakiem przetargów publicznych, których była w zeszłym roku dużym beneficjentem, a także możliwością odwrócenia trendów na kursach walutowych, które przynajmniej w krótkim okresie dostosowania strategii hedgingowej mogą zaburzać osiągnięte wyniki. W związku z powyższym zamykamy naszą pozytywną rekomendację i zalecamy trzymanie akcji Actionu.

Prezes Bieliński o wynikach trzeciego kwartału 2008/2009

Action jest zadowolony z wyników uzyskanych w III kw. roku obrotowego 2008/09, które powinny okazać się lepsze r/r. Spółka, która niedawno informowała o umowie w sprawie objęcia 75 proc. w witrynie internetowej gram.pl, pracuje nad kolejnymi akwizycjami niszowych firm. Słowa prezesa dotyczące wyników kwartalnych są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spodziewamy się, że zysk netto za okres osiągnie wartość 10 mln PLN.

Wyniki 3Q2008/09

Opublikowane przez Action wyniki trzeciego kwartału są nieco słabsze od naszych oczekiwań. Mimo to należy uznać je za bardzo dobre: 23% dynamikę zysku operacyjnego i blisko 50% dynamikę zysku netto. Głównym czynnikiem wpływającym na odchylenie od naszych założeń była niższa sprzedaż. Spółka wygenerowała w raportowanym okresie 466,3 mln PLN przychodów wobec oczekiwanych przez nas 520 mln PLN. Powyższa różnica wpłynęła następnie na niższe poziomy wyniku. Drugim odchyleniem był wpływ różnic kursowych na wynik. Ponieważ prognozę sporządzaliśmy na początku kwietnia, a zatem jeszcze w trakcie raportowanego okresu założyliśmy większy wpływ różnic kursowych na wynik. Wpływ tego odchylenia na różnicę w prognozie jest jednak minimalny (około 0,5 mln PLN), gdyż niższa od zakładanej marża brutto została zrekompensowana niższymi pozostałymi kosztami operacyjnymi, gdzie spółka księguje różnice w wycenie sald zobowiązań). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były o 0,2 mln PLN niższe od naszych założeń. W rezultacie wynik operacyjny spółki ukształtował się na poziomie 12,9 mln PLN wobec 10,5 mln PLN przed rokiem i 15,3 mln PLN naszej prognozy. Nieco niższe od naszych oczekiwań było również saldo działalności finansowej (a także zdecydowanie niższe niż przed rokiem na co wpływ miało znaczne zmniejszenie zadłużenia). W konsekwencji spółka wypracowała zysk netto na poziomie 9,6 mln PLN przy 6,5 mln PLN przed rokiem i 10,3 mln PLN naszych oczekiwań. Podsumowując, mimo że wyniki ukształtowały się poniżej naszych oczekiwań uważamy je za dobre biorąc pod uwagę fakt, że zostały osiągnięte w niemal neutralnym środowisku walutowym, podczas gdy na moment sporządzania prognozy zakładaliśmy większą partycypację różnic kursowych do wyniku.



ASBIS (Kupuj)

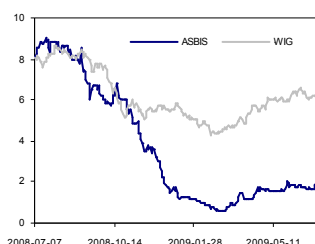
Cena bieżąca: 1,9 PLN

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) 106,0
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,8%		1,2%		EV (cena bieżąca) 123,3
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	1,8	8,5				6,9		Zmiana ceny: 1m 4,4%
P/CE	1,6	5,0		19,1		4,3		Zmiana ceny: 6m 12,4%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,8	6,8		12,1		8,3		Max (52 tyg.) 9,0
Dywid (%)	8,2	28,4		0,0		6,0		Min (52 tyg.) 0,6



Oczekujemy, że wyniki jakie pokaże Asbis za kończący się drugi kwartał nie powinny już stanowić tak negatywnego zaskoczenia jak to było w przypadku pierwszego kwartału. Podtrzymujemy naszą opinię, że spółka zakończy ten okres z wynikiem netto w okolicach zera, natomiast drugie półrocze pozwoli odrobić znaczną część strat poniesionych w pierwszych trzech miesiącach roku. Rekomendujemy kupno akcji Asbisu.



Asseco Poland (Kupuj)

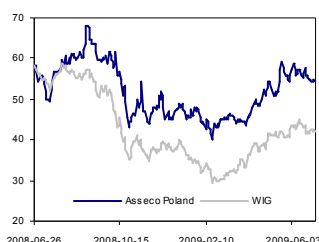
Cena bieżąca: 54,2 PLN

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)	4 204,1
marża EBITDA	21,4%	21,2%		19,8%		20,3%		EV (cena bieżąca)	4 546,5
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	26,1	13,1		13,6		12,1		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	21,1	10,0		10,1		9,3		Zmiana ceny: 6m	11,1%
P/BV	2,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-0,6%
EV/EBITDA	16,1	7,3		7,6		6,7		Max (52 tyg.)	68,0
Dyid (%)	0,7	1,9		2,2		2,5		Min (52 tyg.)	40,0



W czerwcu notowania Asseco były stabilne, przy niewielkim wzroście całego rynku. Słabym notowaniem towarzyszyły pozytywne informacje dotyczące dalszego powiększania tegorocznego portfela kontraktów (stanowiącego już 83% zeszłorocznych przychodów) oraz pozyskiwania kolejnych kontraktów, które wypełniają backlog kolejnych lat. Rekomendujemy kupowanie akcji Asseco oraz zalecamy ich przeważanie w portfelu w horyzoncie najbliższego miesiąca.

Kontrakt dla ASEE na system bankowy w Albanii

Asseco SEE dostarczy główny system bankowy dla United Bank of Albania. Asseco South Eastern Europe (Asseco SEE) podpisała umowę z United Bank of Albania na dostarczenie głównego systemu bankowego PUB2000. Zakończenie wdrożenia planowane jest w ciągu dziesięciu miesięcy. Wartości kontraktu nie podano.

EBOR zainwestuje w ASEE

EBOR zaakceptował inwestycję w Asseco South Eastern Europe. Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju zaakceptował na szczeblu biznesowym inwestycję w Asseco South Eastern Europe (ASSE) za łączną kwotę 22 mln euro.

Dofinansowanie z UE na centrum informatyczne

Asseco Poland pozyskało ponad 12 mln PLN z funduszy UE na centrum IT. Asseco Poland pozyskało ponad 12 mln PLN finansowania z funduszy europejskich w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Środki zostaną przeznaczone na budowę i wyposażenie budynku centrum IT i usług wspólnych Asseco Poland w Rzeszowie.

Prezes Góral zapowiada dobre wyniki drugiego kwartału

W wywiadzie dla Pulsu Biznesu prezes Adam Góral przyznał, że wyniki drugiego kwartału powinny być równie dobre jak w przypadku pierwszego. Jednocześnie ocenił, że spółka ma dużą szansę by znacząco przekroczyć bieżący całoroczny konsensus prognoz na poziomie 312 mln PLN. Nie sądzimy, by dynamika wzrostu sprzedaży i zysku mogła przekroczyć tą z pierwszego kwartału ze względu na fakt, iż w bazie porównawczej znajdzie się już dawny Prokom Software. Mimo to oczekujemy jednak pozytywnej dynamiki przychodów i wyniku.

Zaproszenie do składania ofert w przetargu dla GUS

Pięć konsorcjów informatycznych, w których liderami są m.in. Asseco Poland, Sygnity i Comarch zostało zaproszonych do składania ofert w przetargu dla GUS na opracowanie, wykonanie i wdrożenie operacyjnej bazy mikro danych dla potrzeb spisów ludności. Wartość zamówienia to 18,4 mln PLN. Przetarg jest dopiero we wstępnej fazie, przy czym jego wartość nie jest duża nie przekraczając w przypadku żadnej ze spółek 2,5% wartości zeszłorocznej sprzedaży. Zwycięstwo w przetargu większe znaczenie miałoby w przypadku Sygnity i Comarchu, gdyż one w większym stopniu cierpią na problem związany z uzupełnianiem tegorocznego backlogu. W przypadku Asseco Poland, które dysponuje już pokaźnym portfelem kontraktów ewentualny kontrakt nie przedstawia większego znaczenia.

Kontrakt dla Asseco Systems

Spółka poinformowała w komunikacie, że jej spółka zależna, Asseco Systems, podpisała z Urzędem Miasta Sopotu umowę na wykończenie i wyposażenie hali sportowo-widowskiej położonej na granicy Gdańska i Sopotu. Wartość kontraktu to 114 mln PLN brutto. Kwota netto kontraktu to około 94 mln PLN z czego najprawdopodobniej tylko symboliczna część przypadnie na bieżący rok. Okres finansowania prac został określony na 10 lat (2010-2019) i na taki okres należałoby rozłożyć przychody z tego kontraktu.

Kontrakt z PZU Życie

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu kontraktu z PZU Życie, który obejmuje serwis, utrzymanie i rozwój eksploatowanych przez PZU Życie systemów informatycznych. Wartość umowy to 28,7 mln PLN netto, a termin jej zakończenia to marzec 2012 roku.

Kontrakt z BOŚ

Spółka podpisała kontrakt z Bankiem Ochrony Środowiska na modernizację systemu bankowości elektronicznej dla klientów indywidualnych. Zakończenie prac jest planowane na pierwszy kwartał 2010 roku. Kwoty kontraktu nie ujawniono.

Emisja akcji ASEE na 30 mln PLN, planowany debiut w sierpniu

Asseco South Eastern Europe na podstawie zakończonego budowania księgi popytowej wyemituje akcje o wartości 30 mln PLN dla inwestorów kwalifikowanych. Środki te posłużą na finansowanie akwizycji spółki. Jednocześnie ASEE podtrzymała plany debiutu giełdowego na przełomie lipca i sierpnia.

Portfel kontraktów Grupy ma już 2,3 mld PLN

Spółka podała informacje na temat stanu swojego backlogu na dzień 18 czerwca. Wartość zamówień na 2009 rok sięgnęła 2,298 mld PLN (82,5% ubiegłorocznych przychodów), przy czym aż 1,745 mld PLN z tej wartości stanowiły zamówienia na oprogramowanie i usługi własne (115% ubiegłorocznej wartości przychodów z tego tytułu). W przypadku spółki-matki portfel zamówień osiągnął wartość 809 mln PLN (87% zeszłorocznych przychodów), z czego 567 mln PLN to zamówienia na oprogramowanie własne. W ciągu miesiąca jaki upłynął od czasu publikacji sprawozdania za pierwszy kwartał portfel kontraktów Grupy przyrósł o 200 mln PLN. Wydaje się zatem, że spółka nie powinna mieć problemów z przekroczeniem 3 mld PLN wartości przychodów. Dobra jakość portfela objawiająca się dużą ilością własnych rozwiązań powinna też działać stabilizująco na marże w obliczu presji wywołanej przez kryzys i wzmożoną konkurencję.

Trzy cele przejęcia

Asseco Poland wykazało również trzy potencjalne cele akwizycji. W najbliższym czasie przejęte mogą zostać dwie spółki hiszpańskie i jedna duńska. Firma duńska działa głównie w segmencie finansowo-bankowym, zatrudnia 150 osób, a wśród jej klientów znajdują się Nordea, Nykredit, ING Bank i JP Morgan Chase. Przychody spółki to około 16 mln euro, a zysk netto około 2,2 mln euro. Asseco planuje przejąć w niej 55% pakiet akcji. Pierwsza ze spółek hiszpańskich obsługuje sektor lotniczy i turystyczny. Zatrudnia 17 osób, a jej przychody to 2 mln euro, zysk netto 0,7 mln euro. Celem Asseco jest zakup pakietu 70% akcji tej spółki. Druga spółka hiszpańska jest największym potencjalnym celem akwizycji. Obsługuje sektor telekomunikacyjny, transportowy i przemysłowy. Zatrudnia około 450 osób, a jej przychody to 31 mln euro. Niska rentowność powoduje jednak, że zysk netto spółki kształtuje się na poziomie zaledwie 1,5 mln euro. Spółka ta prowadzi również liczne operacje w Ameryce Południowej (głównie Brazylia i Chile).



Komputronik (Trzymaj)

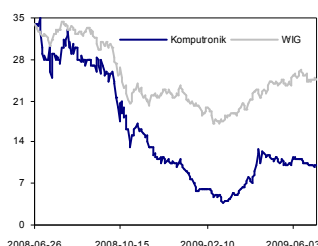
Cena bieżąca: 9,9 PLN

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)	81,5
marża EBITDA	2,3%	1,4%		1,2%		1,6%		EV (cena bieżąca)	140,4
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	7,2	14,5		20,0		8,6		Zmiana ceny: 1m	-12,0%
P/CE	6,1	7,5		8,3		5,3		Zmiana ceny: 6m	-9,6%
P/BV	0,9	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-70,4%
EV/EBITDA	3,5	9,2		14,4		9,5		Max (52 tyg.)	35,0
Dyid (%)	0,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Podtrzymujemy naszą opinię, że najgorszy okres dla detalistów jeszcze przed nami i w związku z tym nawet zakładając zakończoną sukcesem restrukturyzację Karenu w trzecim kwartale spodziewamy się dalszych problemów Komputronika z marżami i poziomem sprzedaży. Zalecamy trzymanie akcji spółki, a w horyzoncie najbliższego miesiąca niedoważanie ich w portfelach inwestycyjnych względem szerokiego indeksu.

Przychody w maju wzrosły r/r o 40%

Komputronik poinformował, że przychody Spółki w maju wyniosły 57,6 mln PLN i były wyższe w relacji r/r o 40%. Na taką dynamikę wpłynęły bardzo dobre wyniki sprzedażowe praktycznie we wszystkich kanałach dystrybucji: sieci detalicznej, obszarze B2B oraz kanale franczyzowym. Coraz lepiej pod względem wolumenów prezentują się także przejęte salony Karen. Po pięciu miesiącach tego roku przychody jednostkowe Komputronika przekroczyły 290 mln PLN, co implikuje dynamikę r/r na poziomie 24%.

W tym roku bez dywidendy

Walne Zgromadzenie akcjonariuszy Komputronika zdecydowało o wyłączeniu zeszłorocznego zysku z podziału między akcjonariuszy i przeznaczeniu go w całości na kapitał zapasowy. Decyzja ta nie jest zaskoczeniem. Rynek detaliczny, w tym jego część informatyczną czeka jeszcze bardzo ciężki okres związany z dalszym osłabieniem popytu konsumpcyjnego, co uzasadnia zachowanie rezerw gotówkowych w spółce.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 16 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)	190,1
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		6,1%		5,7%		EV (cena bieżąca)	149,3
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				44,4		23,4		Zmiana ceny: 1m	-18,0%
P/CE		4,4		4,4		4,2		Zmiana ceny: 6m	-37,3%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-25,2%
EV/EBITDA		3,6		2,9		2,8		Max (52 tyg.)	26,9
Dyield (%)	10,7	-0,2		0,7		1,3		Min (52 tyg.)	14,9



Czerwiec przyniósł rozwiązanie jednego z dwóch najważniejszych problemów spółki. Informacja o zrolowaniu ponad połowy lipcowej transzy obligacji oznacza, że spółka zapewniła sobie finansowanie swojej działalności w perspektywie bieżącego roku. Skala drugiego problemu, czyli słabego backlogu uległa jedynie kosmetycznemu złagodzeniu. Szacujemy, że bieżący portfel kontraktów wynosi około 470 mln PLN, co wciąż pozostaje wartością niesatysfakcjonującą. Przewidujemy, że pozyskanie finansowania może mieć pozytywne przełożenie na tempo budowy backlogu, gdyż pozwoli ono spółce mniej restrykcyjnie spojrzeć na kapitał obrotowy, przy negocjowaniu kontraktów. Mocna przecena ostatnich dni powinna ograniczyć potencjał spadkowy do wynikającego z ruchów szerokiego rynku. Podtrzymujemy zalecenie kupuj dla akcji spółki. Jednocześnie nie widzimy czynników krótkoterminowych, które mogłyby w sposób decydujący wpływać na notowania Sygnity w związku z tym zalecamy utrzymywanie udziału akcji spółki w portfelu na poziomie analogicznym do udziału w indeksie.

Wybór najlepszej oferty w przetargu dla GUS

Oferta konsorcjum pod przewodnictwem Sygnity o wartości 4,7 mln PLN została wybrana jako najlepsza w przetargu dla GUS na system informatyczny wspierający przeprowadzanie próbnych spisów powszechnych przy pomocy formularza elektronicznego. Brak pokaźnego portfela kontraktów jest obecnie największą bolączką Sygnity. Powyższa umowa stanowiąca około 0,5% przychodów przewidywanych na ten rok nie jest z pewnością rozwiązaniem tego problemu, nie mniej stanowi krok w dobrym kierunku.

Zaproszenie do składania ofert w przetargu dla GUS

Pięć konsorcjów informatycznych, w których liderami są m.in. Asseco Poland, Sygnity i Comarch zostało zaproszonych do składania ofert w przetargu dla GUS na opracowanie, wykonanie i wdrożenie operacyjnej bazy mikrodanych dla potrzeb spisów ludności. Wartość zamówienia to 18,4 mln PLN. Przetarg jest dopiero we wstępnej fazie, przy czym jego wartość nie jest duża nie przekraczając w przypadku żadnej ze spółek 2,5% wartości zeszłorocznej sprzedaży. Zwycięstwo w przetargu większe znaczenie miałoby w przypadku Sygnity i Comarchu, gdyż one w większym stopniu cierpią na problem związany z uzupełnianiem tegorocznego backlogu. W przypadku Asseco Poland, które dysponuje już pokaźnym portfelem kontraktów ewentualny kontrakt nie przedstawia większego znaczenia.

Sprzedaż Web Inn

Sygnity poinformowało w komunikacie o podpisaniu umowy sprzedaży spółki outsourcingowej Web Inn funduszowi Enterprise Venture Fund (z rodziny Enterprise Investors) za kwotę 16 mln PLN. Kwota może wzrosnąć o kolejne 4 mln PLN jeżeli spółka przekroczy w 2009 roku swój budżet. Wpływ powyższej transakcji na wynik drugiego kwartału wyniesie + 6 mln PLN na poziomie zysku operacyjnego. Sprzedana spółka w zeszłym roku wypracowała 11,4 mln PLN przychodów i 2,5 mln PLN zysku netto, a zatem transakcja odbywa się przy wskaźniku P/E na poziomie 6,4. Nie jest to szczególnie wysoki wskaźnik, ale nie odbiega od poziomów po jakich swoje akwizycje przeprowadza Asseco Poland, a priorytetem dla Sygnity było zabezpieczenie płynności finansowej na wypadek konieczności spłaty lipcowej transzy obligacji w kwocie 50 mln PLN. Razem z niedawną sprzedażą nieruchomości spółka uzyskała już ze sprzedaży aktywów kwotę 23,5 mln PLN nie uwzględniając wcześniej zgromadzonych na rachunku środków pieniężnych. Spółka wydaje się więc już w tej chwili zabezpieczona finansowo, choć oczekujemy, że nie będzie konieczności spłaty całej transzy i przynajmniej część zostanie zrolowana.

Sygnity o lipcowej transzy obligacji

Według wypowiedzi rzeczownika spółki, Sygnity, po sprzedaży nieruchomości i spółki Web Inn,

jest w pełni gotowe do spłaty 50 mln PLN obligacji, które zapadają pod koniec lipca. Podzielamy stanowisko, że płynność Sygnity jest niezagrażona nawet w przypadku całkowitej spłaty euroobligacji, choć spodziewamy się, że spółka będzie w stanie zrolować przynajmniej część długu.

Drugi kwartał na plusie

Zgodnie z zapowiedzią dyrektora finansowego spółki, Piotra Wierzbickiego, drugi kwartał spółka zakończy z zyskiem netto i zyskiem operacyjnym. Wpływ na wynik będą miały dwie transakcje sprzedaży aktywów, które podniosą wynik operacyjny o 6 mln PLN (sprzedaż Web Inn) i o 3 mln PLN (sprzedaż nieruchomości). Ponadto Wierzbicki stwierdził, że mimo iż spółka jest w stanie spłacić całą lipcową transzę obligacji w kwocie 53,5 mln PLN to nie jest to jej intencją. Oczekujemy, że spółka zakończy kwartał z niewielkim zyskiem operacyjnym, który jednak uzyskany zostanie dzięki zyskom na sprzedaży aktywów, a bez nich spółka zanotowałaby kilku milionową stratę. Dobrym pomysłem jest według nas zrolowanie części długu, co pozwoli spółce utrzymać większą swobodę w przyszłości w zakresie dysponowania kapitałem obrotowym. Naszym zdaniem spółka jest w stanie zrolować przynajmniej 20 mln PLN z przypadającego do spłaty w lipcu.

W tym roku jeszcze 6 mln PLN wpływów ze sprzedaży aktywów

Prezes Piotr Kardach wypowiedział się na temat dalszej sprzedaży aktywów stwierdzając, że do końca roku możliwe jest jeszcze osiągnięcie 6 mln PLN dodatkowych wpływów z tego tytułu, które pochodziłyby ze sprzedaży KPG bądź Geomaru. Sprzedaż którejś z tych spółek byłaby już podyktowana jedynie chęcią uporządkowania struktury Grupy, gdyż zaplanowany poziom wpływów ze sprzedaży aktywów spółka już osiągnęła. Z tego też względu nie istnieje żadna presja by sprzedaż odbyła się już w tym roku i oczekujemy, że przesunie się ona na rok 2010, co pozwoli wynegocjować korzystniejszą cenę.

Umowy z Ministerstwem Pracy i Polityki Społecznej

Sygnity poinformowało o podpisaniu trzech umów z MIPS o łącznej wartości 10,2 mln PLN netto obejmujących modernizację systemów informatycznych resortu: utrzymanie zgodności systemu POMOST z przepisami prawa, aktualizację Statystycznej Aplikacji Centralnej oraz przygotowanie prototypu elementu pośredniczącego na potrzeby projektu ELEKTRON. Powyższe kontrakty stanowią łącznie około 1,3% planowanych na ten rok przychodów spółki. Spółka powoli buduje backlog na bieżący rok jednak wciąż pozostaje on słaby jak na planowaną sprzedaż. Wierzimy jednak, że spółce uda się rozbudować portfel kontraktów do poziomu, który dzięki wyższej marży pozwoli, z niewielkim odchyleniem, utrzymać zysk brutto na sprzedaży z zeszłego roku (nasza prognoza to 180 mln PLN vs 186 mln PLN wypracowanych przed rokiem).

Wywiad z prezesem Kardachem

W *Rzeczpospolitej* ukazał się wywiad z prezesem Piotrem Kardachem, w którym wypowiada się on na temat kondycji branży IT i samego Sygnity w okresie kryzysu oraz perspektyw stojących przed Sygnity. Jego zdaniem odblokowanie rynku IT w Polsce nastąpi najprawdopodobniej dopiero w 2010 roku. W przypadku Sygnity spowolnienie objawia się przede wszystkim spadkiem przychodów wobec braku kontraktów infrastrukturalnych. W segmencie bankowym działalności spółki spodziewany jest ponadto 10% spadek marż. Spółka praktycznie uporała już się z problemem zadłużenia i wychodząc na prostą planuje nadrobić czas stracony na restrukturyzacji i dokonać kilku przejęć wzmacniających spółkę produktowo. Najbardziej prawdopodobnym kierunkiem akwizycji zagranicznych jest Francja i Belgia. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że 2009 rok nie będzie dla spółki przełomowy, a poprawa powtarzalnych wyników nastąpi dopiero w przyszłym roku. Spółka mimo to już obecnie charakteryzuje się niskimi poziomami wskaźnika EV/EBITDA, co implikuje bardzo duże dyskonto do konkurencji. Odnośnie planów akwizycyjnych zgadzamy się z zarządem, że po długim okresie dezinvestycji spółce przyda się wzmocnienie operacyjne poprzez przejęcia, jednak nie sądzimy by przynajmniej na początku mogły być na to przeznaczone duże kwoty.

Metale



Kęty (Kupuj)

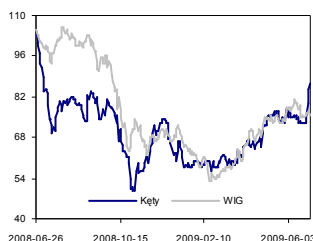
Cena bieżąca: 87 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	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)	802,6
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	1 107,7
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	8,2	12,7		12,5		10,4		Zmiana ceny: 1m	12,0%
P/CE	5,4	6,4		6,3		5,8		Zmiana ceny: 6m	37,0%
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	6,0	6,1		6,5		5,8		Max (52 tyg.)	96,9
Dywid (%)	4,6	5,2		5,4		5,5		Min (52 tyg.)	49,5



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Momentum w gospodarce oraz nadal słaby PLN powinny sprzyjać poprawie wyników spółki, co już widać w rosnących zamówieniach. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 2Q2009 uwiarygodnią prognozę roczną zarządu na poziomie 62 mln PLN. Spółka przygotowuje się do sprzedaży SOP, jeżeli potencjalny nabywca (jeden z dużych koncernów europejskich) zapłaci odpowiednią cenę. Naszym zdaniem spółka powinna uzyskać ze sprzedaży wyższą wycenę SOP niż ta wynikająca w bieżącej kapitalizacji spółki (spółki opakowaniowe wyceniane są po wyższych wskaźnikach wyceny niż przetwórcy aluminium). Transakcja możliwa jest w 2010 roku.

Prognoza wyników na 2Q2009, Alupol na sprzedaż

Wg. zarządu spółki w drugim kwartale 2009 roku skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągną wartość ok. 270 mln PLN (+10% r/r). Nastąpił wzrost zamówień we wszystkich segmentach działających, w szczególności prawie 50% w przypadku Segmentu Usług Budowlanych oraz Segmentu Akcesoriów Budowlanych. Segment Systemów Aluminiowych osiągnął ok. 17% dynamikę sprzedaży, a Segment Wyrobów Wyciskanych zanotował ok. 6% wzrost. Zarząd spodziewa się, iż przychody ze sprzedaży w tych segmentach będą rosły w kolejnych kwartałach. EBIT drugiego kwartału wyniesie ok. 33 - 35 mln PLN, (+10 - 16% q/q). Prognozowany wynik na działalności finansowej wyniesie ok. - 9 mln PLN. Na tę pozycję składają się głównie odsetki od zaciągniętych kredytów (4 mln PLN) oraz ujemny wynik na rozliczonych w II kwartale transakcjach zabezpieczających ceny aluminium (-9 mln PLN). Nie mniej skonsolidowany zysk netto drugiego kwartału wyniesie ok. 21-23 mln PLN. Na koniec drugiego kwartału 2009 roku prognozuje się, iż dług netto wyniesie ok. 300-310 mln PLN. Zarząd spodziewa się, że tegoroczna prognoza zysku netto (60 mln PLN) zostanie osiągnięta. W 2H oszczędności związane z prowadzoną restrukturyzacją szacowane są na ok. 4 mln PLN. Powinien utrzymać się również trend rosnących zamówień. Zarząd zakończył wydzielenie z dotychczasowej struktury organizacyjnej odrębnej spółki Alupol Packaging – odpowiadającej za Segment Opakowań Giętkich. Zarząd nie wyklucza sprzedaży Alupolu, jeżeli otrzyma satysfakcjonującą cenę. Poprawa wyników jest zgodna z naszymi oczekiwaniami (1Q2009 był najsłabszym kwartałem w roku).



KGHM (Redukuj)

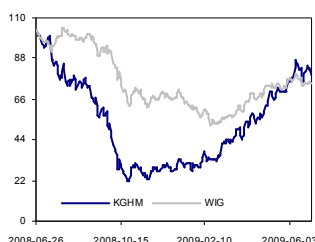
Cena bieżąca: 79 PLN

Cena docelowa: 66,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-08

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	9 730,5	-13,9%	10 406,9	7,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	2 732,0	-33,0%	2 857,4	4,6%	MC (cena bieżąca)	15 800,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		28,1%		27,5%		EV (cena bieżąca)	13 911,0
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 200,5	-38,8%	2 325,9	5,7%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 038,7	-30,0%	2 124,5	4,2%		
P/E	4,2	5,4		7,8		7,4		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	3,8	4,7		6,1		5,9		Zmiana ceny: 6m	139,4%
P/BV	1,8	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,9%
EV/EBITDA	2,6	3,4		5,1		4,6		Max (52 tyg.)	100,4
Dywid (%)	21,5	11,4		11,4		5,2		Min (52 tyg.)	21,4



W perspektywie najbliższych miesięcy widzimy kilka zagrożeń dla dalszego wzrostu cen metali, który obecnie w dużej mierze wynika ze spadku zapasów będącego konsekwencją popytu ze strony SRB. Dalszy wzrost cen to rosnące ryzyko zakończenia zakupów przez SRB i uruchomień zamrożonych mocy produkcyjnych kopalń. Ponadto oddalająca się wizja szybkiego recovery w gospodarkach krajów rozwiniętych oddala presję inflacyjną a więc i osłabienie USD, co było istotnym czynnikiem wpływającym na cenę miedzi. W perspektywie najbliższych tygodni zalecamy redukcję akcji spółki.

KGHM przeanalizuje plany inwestycyjne, część projektów może odłożyć w czasie

KGHM potrzebuje co najmniej miesiąca na ponowną analizę planowanych projektów inwestycyjnych w związku z wypłatą wyższej niż proponował zarząd dywidendy. Spółka nie planuje zaciągać kredytów na inwestycje. Część projektów może zostać przesunięta w czasie.

Dywidenda z KGHM

Walne KGHM zdecydowało o przeznaczeniu 2,336 mld PLN na dywidendę, co daje 11,68 PLN na akcję. Oznacza to, że do akcjonariuszy trafi 80% ubiegłorocznego zysku. Dywidenda zostanie wypłacona w dwóch ratach. Pierwsza, obejmująca kwotę 1,432 mld PLN (7,16 PLN/akcję), zostanie wypłacona 6 sierpnia, a druga, w wysokości 904 mln PLN (4,52 PLN) - 6 listopada. Dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 16 lipca. Przy wycenie 85,7 PLN/akcję, stopa dywidendy brutto wynosi 13,6%.

Coraz bliżej realizacji projektu w Saksonii

HMS Bergbau AG i KGHM Cuprum (w 100% zależną od KGHM) zawiązały wspólną spółkę (74,9% akcji posiada KGHM), której celem będzie prowadzić badania rozpoznawcze złóż rudy miedzi obszaru Weisswasser w Saksonii (Niemcy). Pierwsze odwierty mogą rozpocząć się jeszcze w tym roku. Chodzi o obszar wzdłuż granicy Saksonii i Brandenburgii od miejscowości Spremberg, poprzez Weisswasser do granicy Niemiec z Polską. Złoża w Niemczech zostały rozpoznane w bardzo ograniczonym zakresie. Szacuje się, że na dotychczas rozpoznanym obszarze znajduje się ok. 100 mln ton rudy oraz 1,5 mln ton miedzi i innych metali. Pokłady w Saksonii, ze względu na rozległe poligony wojskowe i stacjonujące tam wcześniej wojska radzieckie nie były przeznaczane do eksploracji. Dopiero w 2004 r., kiedy ceny miedzi i innych surowców gwałtownie wzrosły, zaczęto szukać nowych zasobów. Na wykonanie wszystkich prac KGHM Cuprum ma 3 lata. Firmy, które prowadzą prace badawcze nad nowymi złożami, z reguły mają pierwszeństwo w ubieganiu się o pozwolenie na ich eksploatację. Utworzenie KGHM HMS Bergbau to część strategii KGHM na lata 2009-2018. To, czy ze złoża oplać wydobywać się miedź, okaże się po około 3 latach. Obecnie trzeba przeprowadzić badanie stosunkowo głębokiego złoża (wiercenia do 1,2 tys. m). Koszt związany z eksploracją nie jest podawany, a to on pozwoli ocenić atrakcyjność projektu. Strategię poszukiwania złóż w obszarze niemieckim uważamy za właściwy krok – biorąc pod uwagę bliskość hut. Obecnie KGHM kupuje koncentrat miedziowy – jako uzupełnienie do wsadu własnego - w Brazylii i Chile, co pozwala mu na optymalne wykorzystanie zdolności produkcyjnych hut.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w maju

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w maju 0,2% r/r i 7,6% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 1,0% r/r i 0,5% m/m.

Budownictwo drogowe

Kontrakty PPP: Autostrada Wielkopolska zakończyła negocjacje

Minister infrastruktury parał umowę z Autostradą Wielkopolską na finansowanie odcinka autostrady A2 Świecko-Nowy Tomyśl. Dokument przesłano do uzgodnień resortowi finansów. Z chwilą podpisania umowy konsorcjum uzyska też gwarancję Skarbu Państwa. Wiadomość równoznaczna jest też z tym, że Autostrada Wielkopolska pozyskała już finansowanie inwestycji.

Kontrakty PPP: Wciąż brak gwarancji na budowę odcinka autostrady A1

Rząd nie dał do tej pory gwarancji firmie Gdańsk Transport Company na budowę odcinka autostrady A1 Nowe Marzy-Toruń. Związane jest to z dążeniem Eurostatu do klasyfikacji gwarancji Skarbu Państwa jako zobowiązań budżetowych, a nie jak do tej pory pozabudżetowych. Decyzja o wypłacie gwarancji jest potrzebna spółce GTC do uruchomienia kredytu z Europejskiego Banku Inwestycyjnego (500 mln EUR), Nordyckiego Banku Inwestycyjnego oraz Szwedzkiej Korporacji Kredytów Eksportowych. Łączna wartość kredytów to 1,07 mld EUR. Prace budowlane na odcinku autostrady już ruszyły i do tej pory kosztowały 100 mln PLN. GTC ma formalnie czas na domknięcie finansowania do 30 września tego roku.

Drogowe firmy rywalizują o fachowców

Od kilku miesięcy rośnie konkurencja w segmencie budownictwa drogowego. Jednocześnie, firmy wchodzące na rynek polski podkupują pracowników podmiotów działających już na rynku. Do zauważania takiego zjawiska przyznał się prezes Strabaga. Na razie firmy walczą o inżynierów i kadrę techniczną, jeśli jednak ruszy dużo nowych kontraktów, firmy zaczną walczyć także o np. operatorów sprzętu. Jednocześnie, przedstawiciele branży przyznają, że nie wierzą w przejście inżynierów z segmentu kubaturowego do drogowego.

Coraz więcej nowych firm na przetargach autostradowych

W najbliższych dniach ogłoszone będą jedne z ostatnich przetargów na budowę polskich autostrad. Na ogłoszone dwa miesiące temu pięć przetargów na budowę trasy A2 z Łodzi do Warszawy wpłynęło aż 87 ofert. Są to m.in. firmy chińskie, macedońskie, indyjskie, czy słoweńskie. Startują w konsorcjach z małymi i średnimi polskimi firmami, co zapewnia im m.in. znajomość polskiego rynku i jego realiów. Pełnomocnik Warbudu uważa, że na razie nie rozpoczęło się bardzo wiele nowych budów. Doszło do tego, że duże firmy startują w przetargach ogłaszanych przez gminy. To, czy zagraniczne firmy okażą się realną konkurencją, okaże się, gdy zaczną składać oferty cenowe. GDDKiA zaprosi część z firm, które ubiegają się o budowę odcinka autostrady A2 z Łodzi do Warszawy, do złożenia ofert cenowych. Prezes Skanska przyznaje, że łatwiej konkurować jest z kilkoma, niż z kilkudziesięcioma podmiotami. Nie ma już jednak presji na wzrost cen materiałów budowlanych i wynagrodzeń. Prezes Bilfinger Berger uważa, że wprowadzenie nowych firm na rynek polski, bez zbadania ich potencjału wykonawczego, wpłynie negatywnie na sytuację firm polskich, których potencjał jest obecnie wykorzystany w 50-60%. Naszym zdaniem słuszną jest wypowiedź pełnomocnika Warbudu (to na ile wzrosła konkurencja okaże się, gdy firmy zaczną składać oferty cenowe).

Budownictwo kolejowe

Szybsze inwestycje na kolei?

Wiceminister infrastruktury na posiedzeniu Sejmowej Komisji Infrastruktury przyznał, że rozpoczęte zostały prace nad stworzeniem instrumentów, które pozwolą PKP PLK zdobyć pieniądze na prefinansowanie inwestycji. Spółka do 2015 roku ma zrealizować inwestycje o wartości 30 mld PLN, w 2/3 współfinansowane ze środków UE. Najpierw jednak firma musi sama sfinansować inwestycje, potem zaś może wystąpić do UE o zwrot środków. By uzyskać kredyt, musi przedstawić zabezpieczenie – np. weksel lub nieruchomości, z tym zaś jest problem, bo należy do grupy PKP, posiadającej duże zadłużenie. Spółka nie ma też nieruchomości, które mogłaby zastawić. Zgodnie z wypowiedzią prezesa PKP PLK, kredyty z Europejskiego Banku Inwestycyjnego wykorzystywały już zastawy na wszystkich torach, które spółka mogła zastawić. Kolejarzom ma pomóc rozporządzenie ministra rozwoju regionalnego, które jest po konsultacjach międzyresortowych. W życie może wejść już w tym miesiącu. Dzięki nowelizacji przepisów PKP będzie mogła dostawać zaliczki na poczet unijnych inwestycji na korzystniejszych niż dotychczas zasadach. Nowe przepisy zwolnią PKP PLK z konieczności posiadania zabezpieczenia do pozyskania zaliczki. Zaliczki będą wypłacane z budżetu państwa, jeśli PKP PLK udowodni, że należyście wykona inwestycję.

Budownictwo energetyczne

PGE ogłosi przetarg na nowe bloki w Opolu o wartości 11 mld PLN

Za kilka tygodni Polska Grupa Energetyczna ma ruszyć z przetargami na budowę dwóch nowych bloków energetycznych w Elektrowni Opole (oba mają mieć po 800-900 MW mocy). Koszt budowy obu bloków ma wynieść 11 mld PLN. Połowa nakładów inwestycyjnych ma zostać pokryta z bieżącej działalności, reszta zaś z zaplanowanego na koniec roku IPO oraz emisji euroobligacji. Spółka pracuje obecnie z dwoma agencjami ratingowymi i liczy na rating między B a A. PGE planuje też kolejne inwestycje. Zainteresowanie inwestycją deklarują spółki takie jak Rafako, Remak i Energomontaż Południe, należy spodziewać się też udziału w przetargu zagranicznych konkurentów, takich jak Hitachi czy Alstom. Blok 460 MW w Turowie ma zastąpić trzy jednostki, które spółka musi wyłączyć do końca 2012 roku. Kolejna inwestycja to budowa elektrowni (800 MW lub 2x800 MW) pod Lublinem. Obecnie toczą się w tym celu rozmowy z LW Bogdanka, przy tym PGE przyznaje, że bardziej niż na udziale finansowym kopalni w inwestycji zależy jej na długoletnich kontraktach na dostawę węgla.

ABM Solid

W planie przejścia

Prezes ABM Solid przyznał, że w drugim półroczu może dojść do przejść. Spółkę interesują rentowne, polskie firmy o rocznych przychodach w wysokości kilkunastu mln PLN lub więcej. Na przejścia spółka ma do dyspozycji 10 mln PLN z emisji akcji, jeśli zaś zajdzie konieczność, będzie finansować transakcje w inny sposób. Udział budownictwa inżynierskiego ma wynieść ponad 50% przychodów spółki pod koniec roku. Pierwsze półrocze przebiega zgodnie z oczekiwaniami, dynamika sprzedaży jest satysfakcjonująca, wyniki mają być zadowalające. Tegoroczne przychody powinny wzrosnąć dwucyfrowo r/r.

Budopol Wrocław

Utrzymanie ubiegłorocznych przychodów to wyzwanie

Prezes spółki przyznał, że wyniki I półrocza b.r. będą istotnie gorsze od wyników I półrocza 2008 roku. Spadek sprzedaży, jakiego spółka doświadczyła w Q1 2009 wynikał z późniejszego niż zakładane rozpoczęcia 3 inwestycji Ganta. Wciąż realne jest osiągnięcie przychodów na poziomie zbliżonym do zeszłego roku, jednak cel ten stanowi coraz większe wyzwanie. Prezes liczy, że w drugiej połowie roku Gant podpisze ze spółką kolejne umowy, m.in. na realizację I etapu osiedla przy ul. Sokołowskiej w Warszawie. Gorzej natomiast ocenia możliwość zdobywania zleceń z zewnątrz. Prezes przyznaje, że jest na tyle zdesperowany, aby walczyć o kontrakty za wszelką cenę, obecnie zaś to inwestorzy dyktują wykonawcom warunki.

Elektrotim

WZA akceptuje dywidendę: 0,6 PLN na akcję

WZA poparło rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty 0,6 PLN na akcję w formie dywidendy.

Energomontaż Północ

Sytuacja w budownictwie energetycznym

Prezes Włodzimierz Dyrka przyznaje, że w tym roku spółce nie uda się przekroczyć granicy 0,5 mld PLN przychodów, w przyszłym zaś najprawdopodobniej tak. Portfel zleceń spółki na ten rok wynosi 400 mln PLN, na rok kolejny zaś 110 mln PLN. Obecnie spółka koncentruje się na kontraktowaniu zleceń na rok przyszły, co będzie trudniejsze niż dotąd. Wynika to z nadal powolnego tempa rozpoczynania nowych inwestycji w energetyce (prezes szacuje, że w ciągu najbliższych dwóch lat ruszą inwestycje jedynie w Elektrowni Rybnik, EC Siekierki i Elektrowni Kozienice). Zauważalny jest też wzrost konkurencji w energetyce w zakresie standardowych robót (konstrukcje stalowe, montaż). Zdaniem prezesa nie dojdzie jednak do znacznego wzrostu konkurencji, ze względu na ograniczoną ilość firm świadczących usługi w segmencie. Elektrownie nie kupią też usług po cenie znacznie niższej niż przewidywane koszty inwestycji, a także od gracza debiutującego na rynku i nie posiadającego referencji. Spółka zmuszona jest szukać kontraktów zagranicą i tu drogą na rynek niemiecki i skandynawski otwiera korzystny kurs EUR/PLN. Spółka upatruje też szans w przetargach na budowę instalacji odsiarczania czy instalacji do spalania biomasy. Być może po pozyskaniu danych za pierwszy kwartał zarząd zweryfikuje w dół prognozę utrzymania marży netto na poziomie 6%, na razie nie ma jednak ku temu podstaw. Prezes uważa, że w przyszłości grupa Mostostal Warszawa, posiadająca w strukturach pracujące dla energetyki firmy Remak i Mostostal Puławy może wyrosnąć na poważnego konkurenta. Podobnie może być z PBG, jeśli spółka rzeczywiście zakupi podmiot branżowy.

Energomontaż będzie przejmować firmy energetyczne od Polimexu?

Energomontaż Północ prowadzi rozmowy z Polimexem w sprawie wzmocnienia potencjału

spółki. Dla prezesa Dyrki oczywiste jest, że zmiany powinny prowadzić do stworzenia grupy firm związanych z energetyką wokół Energomontażu Północ. Na razie finalne decyzje nie zostały podjęte. Prezes oczekiwałby raczej wzmocnienia części wykonawczej (przejęcie ZRE Kraków czy EPE Rybnik), niż przejęcia Sefako, które prowadzi inny biznes (produkcja kotłów). Sam Energomontaż jest zainteresowany zakupem dwóch firm wykonawczo-serwisowych. Obydwie firmy pracują na południu kraju i zatrudniają około 200 osób. Wciąż spółka pragnie kupić nabrzeże w jednej z trójmiejskich stoczni. Firma nie będzie jednak przejmować za wszelką cenę. Nie powinno być problemów ze sfinansowaniem przejęcia o wartości do 50 mln PLN ze środków własnych.

Mostostal Export

Wywiad z prezes Mostostalu

Akcjonariusze Mostostalu Export powołali wczoraj prezesa Skipietrowa na kolejną pięcioletnią kadencję. Prezes powrócił do tematu szukania inwestora strategicznego, przyznając, że grupa 5 czy 6 podmiotów jest nadal brana pod uwagę i negocjacje mogą być wznowione. Pozyskanie inwestora mogłoby mieć miejsce za rok czy dwa lata. Prezes poinformował, że spółka posiada podpisane kontrakty o wartości 480 mln USD (1,5 mld PLN), z tego kontrakty za około 260 mln USD posiadają uzgodnione finansowanie. To pozwala sądzić, że sprzedaż będzie wyższa niż w roku ubiegłym. Prezes nie obawia się o tegoroczny zysk.

Mostostal Płock

Będzie dywidenda: 4,25 PLN na akcję

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 4,25 PLN na akcję.

Wypłata odszkodowania poprawi wyniki Q2 2009

Wyniki Q2 2009 mają być dobre, wpływ na to ma mieć jednak transakcja jednorazowa – zapłata odszkodowania w wysokości 4,3 mln PLN przez Bilfinger Berger. Prezes przyznaje, że dzięki temu jest spokojny o wyniki spółki w tym kwartale. Niemniej, pewne obawy dotyczą poziomu prac przewidzianych na kolejne kwartały. Prezes nie zdradza w jakiej części wypełniony jest tegoroczny portfel zleceń (Q1 2009: 110 mln PLN). Spółka jest obecnie przed podpisaniem umowy, która w sposób znaczący ma poprawić jej kontraktację. W tym roku spółka nie podejmie decyzji w sprawie posiadanego pakietu 50% akcji w Centromoscie Stocznia Rzeczna.

Mostostal Zabrze

Plany na rok 2009

Władze Mostostalu Zabrze zakładają 20% dynamikę przychodów na koniec roku. Może nawet spółka przekroczy 1 mld PLN przychodów. Celem jest zachowanie ubiegłorocznej rentowności. Utrzymanie jej na poziomie 5% netto byłoby sukcesem. Prezes oczekuje, że przychody z drogownictwa wyniosą 280-300 mln PLN. Zarząd myśli o debiucie spółki zależnej, Gliwickiego Przedsiębiorstwa Budownictwa Przemysłowego, w Q1 2010. Plany te jednak uzależnione są od koniunktury. Spółka spodziewa się, że przychody jednostki dominującej w 2009 roku wyniosą 380-400 mln PLN, z tego gros przypadnie na energetykę. Mostostal liczy też na kontrakty na budowę zadaszania stadionów w Gdańsku i Wrocławiu. Rozmowy trwają.

Portfel zamówień grupy wynosi 3 mld PLN?????

W prasie pojawiły się sprostowania nt. portfela zamówień Mostostalu Zabrze. Pierwotne dane to ponad 800 mln PLN, zgodnie ze sprostowaniem jest to wielkość portfela jednostki dominującej, zaś wielkość portfela grupy to ponad 3 mld PLN. Naszym zdaniem dane te nie są wiarygodne, portfel spółki zaś wynosi około 1,4 mld PLN.

Najkorzystniejsza oferta na budowę kotła na 104,1 mln PLN

Mostostal Zabrze w konsorcjum z BMH Technology Oy i GPBP (spółka zależna Mostostalu Zabrze) złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę kotła opalanego biomasą w Elektrowni Szczecin. Wartość złożonej oferty to 104,1 mln PLN, czyli 9,7% prognozowanych przez nas przychodów spółki w 2009 roku (1,075 mld PLN). Przewidywany termin zakończenia prac to koniec października 2011 roku.

Najkorzystniejsza oferta na wykonanie zadaszania Stadionu Śląskiego

Mostostal Zabrze w konsorcjum z Hochtief Polska złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę zadaszania Stadionu Śląskiego w Chorzowie. Wartość oferty to 339,8 mln PLN. W ramach prac Mostostal Zabrze wykona konstrukcję stalową zadaszania. Zakładając, że udział zadaszania to 35% wartości kontraktu, wartość oferty stanowi około 11,1% prognozowanych przychodów na ten rok.

Nowe kontrakty Mostostalu Zabrze na 79,4 mln PLN

Grupa Mostostal Zabrze podpisała w czerwcu i na początku lipca 6 nowych kontraktów



budowlanych o łącznej wartości 79,4 mln PLN (7,4% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów Grupy). Z tej kwoty 69,3 mln PLN to kontrakty drogowe.

Remak

Remak stara się zapłacić portfel na rok 2010

Prezes Brejwo zapowiada, że wyniki Q2 2009 będą przyzwoite, trudno jednak o powtórzenie bardzo dobrych wyników Q1 2009. Spółka zdobyła kontrakt na montaż urządzeń dla bloku 858 MW w Elektrowni Bełchatów. Wartość prac to 7,3 mln PLN (3% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów spółki, 244 mln PLN). Portfel zleceń na ten rok jest już wypełniony. Firma stara się o kolejne duże kontrakty, co pozwoliłoby zamknąć portfel zleceń na rok 2010. W branży jest już jednak zauważalne spowolnienie. Duży inwestorzy mają problemy ze zdobycie finansowania dłużnego, w efekcie część przedsięwzięć jest zawieszona, niektórzy inwestorzy zaś wycofują się.



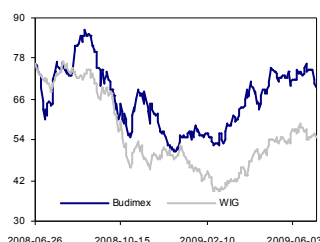
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 69,5 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 (mIn)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	207,3	54,5%	179,0	-13,6%	MC (cena bieżąca)	1 774,3
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,0%		3,9%		EV (cena bieżąca)	1 658,4
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	117,8	16,9		11,8		15,0		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	45,9	14,0		10,2		12,5		Zmiana ceny: 6m	25,5%
P/BV	3,3	2,8		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
EV/EBITDA	29,7	9,6		8,0		10,6		Max (52 tyg.)	86,8
Dyid (%)	0,0	0,0		8,4		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Obecnie spółka notowana jest z 7% premią w stosunku do naszej wyceny (cena docelowa to 71,6 PLN z dywidendą, a więc 65,9 PLN po jej odjęciu). Nadal uważamy, że akcje Budimexu są mniej atrakcyjne niż walory Mostostal Warszawa, zaś wysokie stany gotówkowe mogą się nie utrzymać w kolejnych kwartałach. Mimo to, spodziewamy się, że kurs Budimexu pozostanie wysoki, w oczekiwaniu na bardzo dobre wyniki 2009 roku, w tym Q2 2009. Nie dostrzegamy czynników, które mogłyby znacząco negatywnie wpłynąć na postrzeganie firmy. Wiadomości napływające ze strony spółki Autostrada Wielkopolska, która, podobnie jak Autostrada Południe, zamierza realizować koncesję na budowę odcinka autostrady w systemie PPP, są pozytywne (mamy tu na myśli podpisanie umowy na finansowanie inwestycji przez ministra infrastruktury). W najbliższych dniach spodziewamy się też podpisania kontraktu o wartości 1,5 mld PLN na budowę odcinka autostrady A1 Pyrzowice – Piekary. Udział Budimexu w konsorcjum (oferta złożona wspólnie z Mostostalem Warszawa) może wynieść nawet 85%. Uwzględniając ten kontrakt, portfel zamówień na rok 2010 jest zgodnie z naszą prognozą zapełniony w ponad 50% (pomijamy działalność deweloperską i pozostałą, w tym produkcję domów prefabrykowanych). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

WZA akceptuje 149 mln PLN dywidendy

WZA poparło rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty 149 mln PLN (5,84 PLN na akcję) w formie dywidendy. Dzień ustalenia prawa do dywidendy już za nami.

Wypowiedzi prezesa Michałkowskiego

Prezes Budimexu, Marek Michałkowski, przyznał, że doniesienia o jego planowanym ustąpieniu ze stanowiska prezesa spółki są przedwczesne. Przyznał natomiast, że zasygnalizował Ferrovialowi, że „powoli myśli o zakończeniu misji”. Jednocześnie prezes zapowiedział, że przychody będą podobne jak w roku ubiegłym (3,3 mld PLN), portfel zamówień zaś będzie nie gorszy od zeszłorocznego. Marże w branży budowlanej będą w przyszłości spadały, ze względu na wzrost konkurencji. Na rynku polskim pojawiły się nie tylko firmy europejskie, ale i z reszty świata. Zdaniem prezesa, spółka może pozytywnie zaskoczyć inwestorów wynikami półrocznymi. Wyniki Q2 2009 powinny być lepsze niż wyniki Q1 2009.

Wywiad z członkiem zarządu Budimexu

Członek zarządu Budimexu i prezes Budimexu Dromexu przyznaje, że spółka nie będzie starać się o zlecenia za wszelką cenę. W ostatnich latach sprzedaż spółki rosła wolniej niż cały rynek, a rentowność się poprawiła. Podobnie ma być w tym roku. W tym roku budowlana grupa będzie mieć nieco niższą sprzedaż od wcześniej zakładanej, ale nie niższą niż w ubiegłym roku. W 2010 roku, jeśli nie udałoby się zrealizować koncesji, sprzedaż Budimexu powinna być zbliżona do sprzedaży z roku 2009, może oczywiście być nieznacznie niższa, ale o nie więcej niż 5-10%. Na przyszły rok spółka posiada zlecenia o wartości 1,3 mld PLN, przy czym wkrótce może podpisać kontrakt na 1,5 mld PLN. Zdaniem p. Blochera, na rynku budownictwa drogowego nie ma jeszcze wojny cenowej, ale znacząco wzrosła konkurencja. Różnice w budżetach firm budowlanych i GDDKiA wynikają z tego, że Generalna Dyrekcja uaktualnia swoje budżety mniej więcej co dwa lata. W efekcie, w 2007 roku budżety GDDKiA opierały się na danych z 2005 roku, w efekcie wszyscy narzekali, że firmy oczekują większych wynagrodzeń niż przewidywano. Obecnie GDDKiA operuje na danych z 2007 roku lub z początku 2008 roku, a od tego czasu ceny wykonawstwa spadły w przybliżeniu o 30%. Niektóre firmy, podejmując się walki konkurencyjnej, zakładają, że ceny wykonawstwa jeszcze spadną o 10-15%, co zdaniem p. Blochera jest błędem. Członek zarządu spółki przyznaje, że segment energetyczny jest interesujący, ale trudno do niego wejść, gdyż głównymi graczami w nim są specjalistyczne firmy produkujące kotły czy turbiny. Decyduje technologia, zaś usługi budowlane są niejako dodatkiem. Niemniej, spółka startuje razem z Foster Wheeler w przetargu na budowę nowego bloku w Elektrociepłowni Siekierki.



Budimex zbuduje halę sportową za 44,8 mln PLN

Budimex poinformował w komunikacie prasowym, że wybuduje halę widowiskowo-sportową dla gminy Ostrowiec Świętokrzyski. Wartość prac to 44,8 mln PLN. Hala ma zostać wybudowana do końca 2010 roku.



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 160,1 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)	760,1
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		8,5%		EV (cena bieżąca)	689,9
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	2,6%
P/CE	16,9	11,2		12,2		11,6		Zmiana ceny: 6m	2,6%
P/BV	6,1	3,0		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	-17,9%
EV/EBITDA	13,6	8,5		9,7		9,4		Max (52 tyg.)	202,5
Dywid (%)	1,2	1,6		2,3		2,4		Min (52 tyg.)	121,0



Nadal uważamy, że w przypadku realizacji inwestycji w polskiej energetyce spółka może liczyć na duży wzrost przychodów w 2011 roku, wcześniej nie można jednak wykluczyć pogorszenia wyników w roku 2010. Na razie nie przewidujemy takiego scenariusza, choć nie wykluczamy jego zaistnienia i zmiany prognoz w przyszłości. W zakresie produkcji rozdzielnic spółka pracuje na około 3-4 miesięcznym portfelu zleceń, w efekcie, nie można wykluczyć mniejszych zamówień i większej walki konkurencyjnej, w momencie zakończenia obecnie prowadzonych inwestycji w przemyśle i przejściowym braku kolejnych. Naszym zdaniem można zakładać, że w zakresie rozdzielnic cykliczność Elektrobudowy jest zbliżona do producentów materiałów wykończeniowych (tzn. w obecnym roku najtrudniejsza jest sytuacja spółek z ekspozycją na stany surowe, takich jak Ulma, czy Żurawie Wieżowe, w kolejnym najtrudniej będzie spółkom z ekspozycją na „wykończeniówkę”). Pomimo zauważanych ryzyk, przyznać trzeba, że na razie kontraktacja w spółce i realizowane wyniki są zgodne z budżetem, w Q1 2009 mieliśmy nawet do czynienia z przekroczeniem prognoz zarządu, ze względu na dodatnie różnice kursowe. Wycena Elektrobudowy jest stosunkowo wysoka (P/E = 14,4, EV/EBITDA = 9,7). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kontrakt o wartości 23,9 mln PLN

Elektrobudowa podpisała kontrakt ze Skarbem Państwa – Sądem Okręgowym w Koninie na budowę budynku sądu w Koninie. Wartość umowy to 23,9 mln PLN (2,9% prognozowanych przychodów spółki w 2009 roku). Termin zakończenia prac przypada na grudzień 2011 roku.



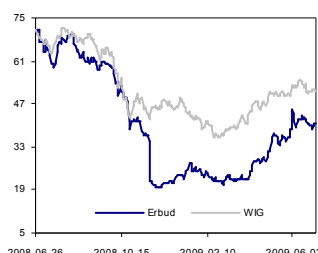
Erbud (Redukuj)

Cena bieżąca: 40,5 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)	509,1
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,7%		4,5%		EV (cena bieżąca)	405,3
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	16,0	49,0		14,5		16,4		Zmiana ceny: 1m	-9,9%
P/CE	15,1	30,1		12,3		13,6		Zmiana ceny: 6m	69,5%
P/BV	2,6	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	-42,9%
EV/EBITDA	12,7	7,0		8,3		9,5		Max (52 tyg.)	70,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



W ciągu miesiąca Erbud pozyskał 5 nowych kontraktów o wartości 191 mln PLN. W efekcie, po wynikach Q2 2009 podniesiemy naszą prognozę przychodów na rok 2009 o około 40 mln PLN. Wpływ pozyskanych kontraktów na wynik netto spółki jest pozytywny i wynosi w 2009 roku około 1,4 mln PLN. Z drugiej strony, wycenę i prognozy negatywnie obciąża przyjęty program motywacyjny. Zgodnie z programem, pracownikom spółki ma być przyznane do 50 tys. akcji własnych, po cenie 11 PLN za sztukę. W efekcie, przy obecnej cenie akcji Erbudu = 40 PLN, trzyletni koszt programu wyniosłby 1,45 mln PLN. Nie zakładamy na razie rewizji prognozy na lata kolejne (2010+). Zapełnienie portfela zamówień w generalnym wykonawstwie w kraju na rok 2010 wynosi obecnie 73,5%, tzn. jest wyższe, niż w wielu porównywalnych spółkach budowlanych. W zakresie drogownictwa, eksportu i działalności deweloperskiej praktycznie nie występuje portfel zamówień na rok przyszły, co jednak związane jest z charakterystyką działalności spółki. Z uwagi na ograniczone moce przerobowe, sądzimy, że w najbliższych miesiącach nie pojawi się już tak dużo informacji o podpisanych nowych kontraktach. Spółka notowana jest naszym zdaniem z wyraźną premią w stosunku do pozostałych firm z sektora (P/E 2009 = 14,5, EV/EBITDA 2009 = 8,3). Pozytywnie oceniamy dokonania zarządu Erbudu, jednak uważamy, że tak duża premia nie jest uzasadniona. Zalecamy redukcję akcji spółki.

5 nowych kontraktów budowlanych za 191 mln PLN

Erbud podpisał w czerwcu nowe kontrakty budowlane o łącznej wartości 191 mln PLN (22% prognozowanych przychodów na rok 2009). Są to: centrum handlowe Pasaż Grodzki w Jeleniej Górze (32 mln PLN), budynek Szpitalu w Rzeszowie (41,9 mln PLN), Osiedle przy Promenadzie etap 3 (25,6 mln PLN), budynek Wyższej Szkoły Nauk Humanistycznych i Dziennikarstwa (22,1 mln PLN), centrum handlowe dla Tesco (69,4 mln PLN).

Plany strategiczne Erbudu

Erbud zamierza rozszerzyć działalność o segment budownictwa energetycznego. Spółka zainteresowana jest przejęciem podmiotu o rocznych obrotach minimum 50 mln PLN. Transakcja ma być dokonana najpóźniej w przyszłym roku. Nie powinno być problemu ze sfinansowaniem przejęcia (posłużyć temu mogą środki własne, kredyty, czy emisja akcji). Erbud ma już doświadczenie w pracach w segmencie, gdyż prowadził m.in. roboty związane z budową elektrowni jądrowych we Francji i Niemczech (stany surowe) oraz zbiorników gazowych oraz portu gazowego w Walii. Erbud zamierza wystartować w przetargu na budowę terminalu gazowego LNG w Świnoujściu jako partner konsorcjum. Spółka zamierza także rozwijać działalność eksportową, tak aby w perspektywie kilku lat przychody zrównały się ze sprzedażą krajową.

Erbud negocjuje z LC Corp nt. wznowienia projektu Rezydencja Kaliska

Erbud podjął negocjacje z LC Corp na temat wznowienia projektu Rezydencja Kaliska. Kontrakt za 39,5 mln PLN (4,6% prognozowanych przychodów na rok 2009) podpisany został 18 sierpnia 2008 roku. Obecnie trwają rozmowy techniczno-handlowe uściślające szczegóły realizacji z inwestorem, które zamkną się do 31 lipca 2009 roku.

WZA akceptuje program motywacyjny

WZA zaakceptowało trzyletni program motywacyjny, zakładający co roku oferowanie pracownikom kadry kierowniczej, z wyłączeniem zarządu, do 50 tys. akcji własnych po 11 PLN za sztukę.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 58,5 PLN

Cena docelowa: 65,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 711,1	25,8%	2 791,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	163,2	19,7%	144,8	-11,2%	MC (cena bieżąca)	1 170,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,0%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 008,0
EBIT	58,9	113,4	92,6%	139,5	23,0%	120,8	-13,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	105,3	39,4%	92,4	-12,2%		
P/E	22,1	15,5		11,1		12,7		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	16,1	11,9		9,1		10,0		Zmiana ceny: 6m	16,3%
P/BV	4,1	3,5		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	-2,5%
EV/EBITDA	12,6	7,4		6,2		7,0		Max (52 tyg.)	62,0
Dyid (%)	0,1	0,0		3,2		4,5		Min (52 tyg.)	36,3



Mostostal Warszawa pozostaje naszym zdaniem najbardziej atrakcyjną spółką z grupy firm ogólnobudowlanych. Podobnie jak w przypadku Budimexu, spodziewamy się bardzo dobrych wyników finansowych w Q2 2009, akcje Mostostalu jednak są znacznie tańsze. Dla Budimexu P/E, EV/EBITDA i P/S na rok 2009 wynoszą odpowiednio 11,8, 8,0 i 0,56, dla Mostostalu zaś: 11,1, 6,2, 0,43. Spodziewamy się, że rok 2010 przyniesie większą erozję wyników w Budimexie, niż w Mostostalu. Zapelnienie portfela zamówień na rok 2010 jest podobne, jak w Budimexie i wynosi ponad 50%. Zmieniliśmy założenia dotyczące udziału spółki w czekającym na podpisanie kontrakcie drogowym na budowę odcinka autostrady A1 o wartości 1,5 mld PLN, obecnie oczekujemy, że jedynie 15% wartości zlecenia przypadnie Mostostalowi. Zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do Budimexu, gotówka netto pozostająca do dyspozycji spółki nie wynika wyłącznie z systemu rozliczeń z inwestorem i podwykonawcami (tzn. nawet po zrównoważeniu należności i zobowiązań handlowych, spółka dysponowałaby gotówką w wysokości 230 mln PLN). Wysokie stany gotówkowe to znaczny margines bezpieczeństwa oraz potencjał do realizacji kontraktów o wysokich wymaganiach w zakresie kapitału obrotowego. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

5 nowych kontraktów za 168,2 mln PLN

Mostostal Warszawa w czerwcu podpisał 5 nowych kontraktów budowlanych o wartości 168,2 mln PLN (6,2% prognozowanych przychodów spółki na rok 2009). Z całej kwoty 48,9 mln PLN to kontrakty drogowe, pozostałe 119,3 mln PLN to budownictwo kubaturowe.

Plany Mostostalu w segmencie energetycznym

Mostostal Warszawa myśli o pełnieniu roli generalnego wykonawcy kontraktów zagranicznych z dziedziny energetyki i ochrony środowiska. Zdaniem prezesa Popiołka, te plany są realne, gdyż spółka zamierza oprzeć swą działalność na segmencie budowlanym i przemysłowo-energetycznym, zaś na rynku polskim ciągle brakuje dużych inwestycji. Spółka przyznaje, że bardziej zainteresowana jest Wschodem. Od roku analizowana jest sytuacja na Ukrainie, ale na razie mamy tam do czynienia z zapaścią gospodarczą. Mostostal nie skreśla jednak Europy Zachodniej. Prezes nie wyklucza, że w przyszłości Mostostal zajmie się np. budową farm wiatrowych, w zakresie tej działalności spółka byłaby inwestorem lub współinwestorem. Portfel zleceń spółki to ponad 3 mld PLN.



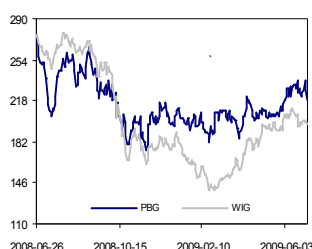
PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 218,2 PLN Cena docelowa: 201,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	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)	2 930,4
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,4%		12,0%		EV (cena bieżąca)	3 694,4
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	28,7	18,5		14,9		13,5		Zmiana ceny: 1m	0,1%
P/CE	22,4	14,3		12,1		11,1		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	3,9	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-13,1%
EV/EBITDA	23,7	14,0		10,3		8,3		Max (52 tyg.)	266,0
Dywid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	175,3



Nie zmieniamy naszego nastawienia w przypadku PBG. Nadal uważamy, że głównym atutem spółki jest kompetentny zarząd i portfel zamówień na rok 2010 zapełniony w ponad 80%. Cena, jaką należy jednak za te zalety zapłacić, jest naszym zdaniem nieuzasadniona (P/E 2009 = 14,9, EV/EBITDA = 10,3, P/S = 1,01). PBG pozostaje obok Mostostal Zabrze najdroższą spółką budowlaną na GPW. Erozji poziomu marż spodziewamy się w 2011 roku. Podejmowane przez PBG kroki zmierzające do rozwoju i dywersyfikacji działalności są naszym zdaniem ciekawe, w kontekście kapitalizacji spółki wynoszącej ponad 3 mld PLN nie wnoszą jednak dużej wartości. PBG planuje objąć 25% udziałów Energomontażu Południe za środki pozyskane z emisji akcji. Transakcja prawdopodobnie będzie miała miejsce z dyskontem do ceny rynkowej, wynoszącej 4,10 PLN za akcję. Nawet zakładając, że cena transakcyjna wyniosłaby 4,0 PLN, wpływ transakcji na wycenę PBG pozostałby ograniczony. Wyceniamy akcje Energomontażu na 4,6 PLN/akcję, w efekcie, transakcja przyniosłaby przyrost wartości PBG o około 10 mln PLN (+0,3%). Realizacja biurowca w Poznaniu (Górecka Projekt), w przypadku pozyskania finansowania, mogłaby przynieść około 30-50 mln PLN zysku netto (wzrost wartości PBG o 1-1,6%). Z ceny zapłaconej za 51% akcji Energopolu w wysokości 40 mln PLN naszym zdaniem około 10 mln PLN odpowiada wycenie części budowlanej, 30 mln PLN zaś wycenie działki w centrum Kijowa. Powierzchnia działki to 6 ha (cena nabycia 51% udziału: 1000 PLN/m², <580 PLN/PUM). Nie jesteśmy na razie w stanie ocenić ceny nabycia działki, ze względu na potencjalnie bardzo duże spadki cen gruntów na Ukrainie. Ceny materiałów budowlanych podążają za światowymi trendami, wyznaczanymi przez ceny surowców, w efekcie kryzys gospodarczy na Ukrainie i spadek cen mieszkań znajdują bardzo duże odzwierciedlenie w spadku cen gruntów. Ceny mieszkań w Kijowie w relacji do siły nabywczej społeczeństwa są wręcz abstrakcyjnie wysokie. Udział gruntu w kapitalizacji PBG to 1%. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Sukces emisji i plany w zakresie przejęć

Cena emisyjna akcji PBG została ustalona na poziomie 220 PLN/akcję, popyt zaś trzykrotnie przewyższył ilość oferowanych walorów. Wpływy z emisji brutto, które wyniosły 190 mln PLN, spółka zamierza przeznaczyć na akwizycję i kapitał obrotowy (40 mln PLN – spółka na Ukrainie, 50 mln PLN – Energomontaż Południe).

Przejęcie 51% spółki na Ukrainie za 40 mln PLN

PBG przejęło 100% udziałów firmy Wschodni Invest, do której należy 51% akcji Energopolu Ukraina (nie należy mylić spółki z giełdowym Energopolem). Pozostałe 19% akcji należy do zarządu, reszta zaś do ukraińskiego partnera. Energopol Ukraina działa za wschodnią granicą Polski od ponad 17 lat. Niegdyś spółka należała do Maxera, uczestniczyła m.in. w budowie infrastruktury gazowej, zajmowała się też budownictwem inżynieryjnym oraz kubaturowym, które ostatnio stało się głównym źródłem przychodów firmy. Firma w okresie świetności zatrudniała niemal 1000 osób, obecnie jest to około 300 pracowników. Przychody w przeliczeniu na PLN sięgały w ostatnich latach kilkudziesięciu mln PLN. Spółka balansowała na granicy rentowności, udało jej się jednak przetrwać trudne czasy bez dużych stat. Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa PBG, p. Szkudlarczyka, przejęcie spółki nie pogorszy rentowności PBG. Przejęta spółka ma być przepustką PBG na rynki wschodnie. Tylko na Ukrainie inwestycje związane z modernizacją i rozbudową gazociągów przesyłowych, współfinansowanych przez UE, szacowane są na około 2,5 mld EUR. Ponadto, PBG powoła spółkę PBG Ukraina, która wesprze działalność Energopolu o know-how. Energopol posiada też atrakcyjną, ponad 6 hektarową działkę w centrum Kijowa. W ostatnich tygodniach spółka uzyskała zgodę na projektowanie i przeznaczenie tych terenów pod budownictwo mieszkaniowe i biurowe. Na działce powstać ma ponad 2 tys. mieszkań w standardzie popularnym oraz biurowiec. Inwestycja deweloperska w Kijowie ma ruszyć jeszcze w tym roku lub na początku przyszłego. Spółka wystartuje z niewielkim etapem, aby wysondować rynek.

Wywiad z prezesem Wiśniewskim nt. przejęć

Prezes i największy akcjonariusz PBG, p. Wiśniewski, potwierdził, że prowadzone są rozmowy z Energomontażem Południe. Negocjacje zostały rozpoczęte przy kursie akcji spółki na poziomie 3,5 PLN. Ponieważ fuzja będzie korzystna dla obu stron, prezes spodziewa się dyskonta w stosunku do obecnej ceny rynkowej (4,6 PLN/akcję). Transakcja mogłaby zostać sfinalizowana na przełomie Q3 i Q4 2009 i polegałaby na objęciu nowych udziałów spółki, w efekcie, udział PBG w akcjonariacie Energomontażu wyniósłby 25%. Prezes nie wyklucza zwiększania zaangażowania w akcje Energomontażu, jeśli spółka potwierdzi swój potencjał. Możliwe byłoby wniesienie do spółki innych aktywów (akcji czy udziałów) lub kolejna emisja akcji. Generalnie, przejęcie ma pozwolić Grupie PBG na znalezienie kontraktów, które zastąpią wpływy z kontraktów związanych z Euro 2012. Celem jest osiągnięcie z segmentu budownictwa energetycznego 1 mld PLN przychodów w ciągu 2-3 lat. Prezes skomentował też przejęcie spółki na Ukrainie. Głównym czynnikiem cenotwórczym była działka deweloperska w Kijowie o powierzchni 6 ha, na której może powstać 200 tys. PUM. Zdaniem prezesa, biorąc pod uwagę potencjał Kijowa, wartość działki przekracza cenę zapłaconą za nabywaną spółkę. Działka dzierżawiona jest do września 2016 roku, co zgodnie z wypowiedzią prezesa Wiśniewskiego, jest standardem na Ukrainie. Do końca roku PBG planuje także uruchomić jeden z największych kamieniołomów w Polsce.

Oczekiwania właścicieli Energomontażu Południe mogą wzrosnąć?

Wiceprezes PBG potwierdza, że zarząd prowadzi rozmowy nt. zaangażowania kapitałowego w akcje Energomontażu Południe. Odkąd pojawiły się doniesienia o możliwej fuzji, kurs Energomontażu wzrósł o 30%, a wraz z nim oczekiwania cenowe dotychczasowych głównych udziałowców – rodziny Gasinowiczów. Wiceprezes Szkudlarczyk nie ujawnia, ile PBG gotowe jest wydać, sugeruje jednak, że chodzi o cenę niższą od bieżącej wyceny rynkowej Energomontażu.

PBG rozpocznie projekty deweloperskie

Spółka PBG Dom przejęła pakiety uprawniające do większości głosów w spółkach City Development i Concept Development. City Development, w którym PBG objęło 75% udziałów (za 2,66 mln PLN), ma wybudować osiedle Dolina Potęgowska w Gdańsku Szadółkach (docelowo 280 mieszkań, 70 w pierwszym etapie) oraz projekt o podwyższonym standardzie w Gdańsku Oruni (40 lokali). Łączne zaangażowanie PBG Dom w przedsięwzięcia może sięgać 8 mln PLN, zaś wartość inwestycji szacowana jest na 60-70 mln PLN. Concept Development zaś, w którym PBG objęło 37% udziałów i zarazem 51% głosów, ma wybudować czternastopiętrowy budynek klasy A+ w Warszawie, na rogu ulic Grzybowskiej i Karolkowej. Rada nadzorcza zgodziła się, aby spółka przeznaczyła na projekt maksymalnie 13,8 mln PLN. 37% udziałów ma być objęte zaledwie za 62 tys. PLN. Niska cena objęcia projektu wynika z tego, że kapitały własne spółki są niewielkie, a projekt finansowany był dotychczas z pożyczek od udziałowców. Etap I osiedla w Gdańsku posiada już pozwolenie na budowę, obecnie prowadzone są negocjacje z inwestorami, prace zaś ruszą po pozyskaniu finansowania. Projekt w Gdańsku Oruni ma ruszyć w przyszłym roku. Projekt biurowy w Warszawie czeka na finansowanie.

Sprzedaż udziałów w Górecka Projekt

Hydrobudowa 9, spółka zależna Hydrobudowy Polska, sprzedała 100% udziałów w spółce Górecka Projekt PBG Dom za kwotę 50 tys. PLN.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

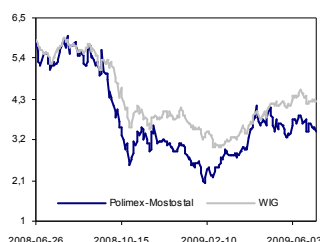
Cena bieżąca: 3,5 PLN

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 (mIn)	476,7
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	332,5	11,4%	300,5	-9,6%	MC (cena bieżąca)	1 644,7
marża EBITDA	5,5%	6,9%		6,8%		6,8%		EV (cena bieżąca)	2 298,3
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	16,4	13,7		10,6		12,7		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	11,3	8,6		6,9		7,2		Zmiana ceny: 6m	11,3%
P/BV	1,7	1,6		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-34,5%
EV/EBITDA	10,4	7,4		6,9		7,0		Max (52 tyg.)	6,0
Dyid (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Polimex pozostaje jedną z najtańszych firm budowlanych notowanych na GPW (P/E 2009=10,6, EV/EBITDA 2009=6,9). W najbliższym czasie spółka może naszym zdaniem zaskoczyć przede wszystkim dobrymi wynikami Q2 2009. Przewidujemy, że na poziomie brutto ze sprzedaży marża może wynieść około 12-13%, tzn. nie będzie istotnie niższa niż w Q1 2009, przy wyższych przychodach (1,15-1,2 mld PLN). Trudno nam na razie ocenić potencjalny wpływ ze strony różnic kursowych. Pozytywnie oceniamy duży portfel zleceń spółki na rok 2010, zwracając uwagę, że jego wielkość zależy od segmentu działalności. Prawie w pełni zapełniony jest portfel w zakresie działalności budowlanej na rok 2010. W ponad 50% zapełniony jest też portfel w zakresie dróg i kolei. Znacznie niższe jest zapełnienie portfela w segmencie chemicznym i energetycznym, ale znajduje to uzasadnienie w strukturze grupy (przychody w segmentach generują głównie spółki podwykonawcze, z zasady funkcjonujące na krótkich portfelach zleceń). Zapełnienie portfela w zakresie produkcji jest umowne, tzn. zarząd przyjmuje średnią cenę produktu i średni wolumen wynikający z umów ramowych. Generalnie, segment produkcyjny pracuje raczej na krótkim portfelu zleceń, rentowność zaś przedstawia się korzystnie, ze względu na spadek cen stali, wysoki kurs EUR/PLN oraz duży udział odbiorców z segmentu energetycznego (40% wolumeny zamówień). Zwracamy uwagę, że wraz z poprawą rentowności w segmencie energetycznym (w 2008 segment generował straty, ze względu na podpisane w 2005 roku kontrakty długoterminowe) oraz w segmencie budownictwa, udział segmentu produkcyjnego w kształtowaniu wyniku operacyjnego spadł i wynosi obecnie około 18% (prognoza na rok 2009). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Energomontaż będzie przejmować firmy energetyczne od Polimexu?

Energomontaż Północ prowadzi rozmowy z Polimexem w sprawie wzmocnienia potencjału spółki. Dla prezesa Energomontażu oczywiste jest, że zmiany powinny prowadzić do stworzenia grupy firm związanych z energetyką wokół Energomontażu Północ. Na razie finalne decyzje nie zostały podjęte. Prezes oczekiwałby raczej wzmocnienia części wykonawczej (przejęcie ZRE Kraków czy EPE Rybnik), niż przejęcia Sefako, które prowadzi inny biznes (produkcja kotłów). Sam Energomontaż jest zainteresowany zakupem dwóch firm wykonawczo-serwisowych. Obydwie firmy pracują na południu kraju i zatrudniają około 200 osób. Wciąż spółka pragnie kupić nabrzeże w jednej z trójmiejskich stoczni. Firma nie będzie jednak przejmować za wszelką cenę. Nie powinno być problemów ze sfinansowaniem przejęcia o wartości do 50 mln PLN ze środków własnych.

Polimex jest gotowy do zwiększenia sprzedaży rozbudowanych zakładów

Prezes Jaskółka przyznał, że Polimex jest gotowy do zwiększenia sprzedaży wyrobów stalowych i kotłów z rozbudowanych właśnie fabryk, a nowych klientów zamierza szukać m.in. na Bliskim i Środkowym Wschodzie. W drugiej połowie roku otwarte będą 2 fabryki: fabryka w Siedlcach produkująca wyroby stalowe i fabryka w Sędziszowie wytwarzająca kotły.

Zysk będzie w Q2 2009 na porównywalnym poziomie jak w roku ubiegłym?

Prezes Jaskółka na WZA przyznał, że zysk w Q2 2009 będzie mniej więcej na takim samym poziomie jak w Q2 2008. Spółka zakłada 15-20% wzrost zysku i przychodów co roku przynajmniej do roku 2011. Spółka chce też zwiększać marżę netto.

Podpisany kontrakt na budowę Muzeum Historii Żydów Polskich

Polimex (lider) w konsorcjum z Interbud-West, spółką zależną Energoinstal, podpisał kontrakt na budowę Muzeum Historii Żydów Polskich w Warszawie. Wartość kontraktu to 124,8 mln PLN. Realizacja prac zakończyć ma się w marcu 2012 roku.



Rafako (Kupuj)

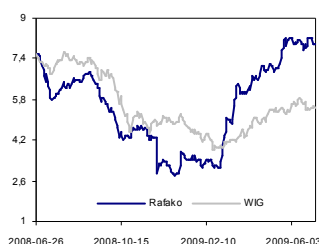
Cena bieżąca: 8 PLN

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)	554,7
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,4%		5,7%		EV (cena bieżąca)	341,1
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	45,5			14,7		13,5		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	22,0	147,9		10,3		9,7		Zmiana ceny: 6m	151,4%
P/BV	1,6	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	6,3%
EV/EBITDA	9,3	4,1		5,0		4,7		Max (52 tyg.)	8,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Rafako. Nadal uważamy, że najprawdopodobniej spółka zdobędzie kontrakt na budowę Instalacji Odsiarczania Spalin w Elektrowni Bełchatów (wartość >300 mln PLN). Nie wykluczamy też zdobycia kolejnych kontraktów, przy czym nie wykluczamy, że rozstrzygnięcie przetargu na generalne wykonawstwo nowego bloku w Siekierkach może mieć miejsce dopiero na początku 2010 roku. Spodziewamy się korzystnych wyników w kolejnych kwartałach, nawet w wypadku umocnienia PLN (sądzymy, że wpływ kursów walutowych na wyniki spółki bywa przeceniany). Zwracamy uwagę na duży portfel zleceń (na rok 2010 zapełniony w 75%), a także znaczny potencjał wzrostu skali działalności w wypadku realizacji inwestycji w polskiej energetyce. W przypadku realizacji zapowiedzi dużych inwestycji w segmencie, nie wykluczamy, że spółka byłaby w stanie podwoić przychody w ciągu 3 lat (pozostałe spółki przez nas analizowane nie mają raczej na to szans). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt o wartości około 300 mln PLN w zasięgu ręki?

Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami, Rafako ma zostać wykonawcą instalacji odsiarczania spalin dla bloków energetycznych 1 i 2 w Elektrowni Bełchatów. Komisja przetargowa podobno zarekomendowała zarządowi wybór oferty Rafako. Wartość oferty szacowana jest na około 300 mln PLN (28% prognozowanych na rok 2009 przychodów). Dyrektor departamentu komunikacji PGE przyznaje, że rekomendacja już została wydana, nie może jednak na razie oficjalnie potwierdzić, oferta której spółki została wybrana. Rafako znalazło się też na krótkiej liście podmiotów, spośród których jeden zostanie wybrany do budowy bloku ciepłowniczego w Elektrociepłowni Bielsko-Biała. Wartość kontraktu szacowana jest na kilkaset mln PLN. Oprócz Rafako o kontrakt walczą też Foster Wheeler oraz Austrian Energy. Wybór wykonawcy ma nastąpić w ciągu 2-3 miesięcy. Rafako startuje też razem z Mostostalem Warszawa w przetargu na nowy blok w Elektrociepłowni Siekierki. Wartość kontraktu to około 4,5 mld PLN. Zdaniem prezesa Różackiego, rozstrzygnięcie nastąpi jednak dopiero w 2010 roku, wtedy też spółka spodziewa się decyzji w sprawie budowy 3 bloków o mocy 500 MW każdy w Serbii (wartość prac to 2 mld EUR). Inwestycja nie rozpoczyna się ze względu na brak dopiętego finansowania. W przyszłym roku zdaniem prezesa Różackiego problem ten ma być rozwiązany. Ponadto, prezes wypowiedział się na temat wyników drugiego półrocza. Utrzymana ma w nim być wysoka marża, ponadto, wystąpić ma wyraźna poprawa sprzedaży i rentowności.

Rafako wypłaci 0,15 PLN dywidendy na akcję

Akcjonariusze spółki zdecydowali o przeznaczeniu 0,15 PLN dywidendy na akcję. Terminem ustalenia praw do dywidendy jest 14 lipca.



Trakcja Polska (Kupuj)

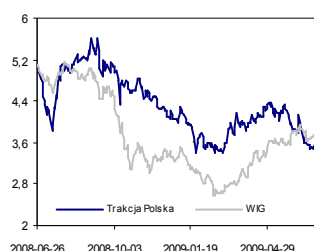
Cena bieżąca: 3,6 PLN

Cena docelowa: 4,9 PLN

Analityk: 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)	576,4
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		7,4%		EV (cena bieżąca)	360,9
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	16,3	10,5		8,9		10,6		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	13,5	9,2		7,1		8,2		Zmiana ceny: 6m	-16,3%
P/BV	3,2	1,8		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-25,8%
EV/EBITDA	11,3	5,1		4,3		4,5		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Podtrzymujemy pozytywne średnioterminowe nastawienie do spółki, nie wykluczamy jednak, że w krótkim okresie kurs Trakcji znajdzie się pod presją. Dużym zaskoczeniem dla nas było usunięcie oferty Trakcji Polskiej o wartości 429 mln PLN z przetargu na wykonanie LCS Ciechanów. W efekcie, potencjalne zapełnienie portfela zleceń na rok 2010 spadło z 50% do 20% i właśnie to jest naszym zdaniem głównym czynnikiem ryzyka, a także przyczyną niekorzystnego zachowania kursu. Trakcja nie zdecydowała się na złożenie odwołania do Krajowej Izby Odwoławczej od decyzji PKP PLK o odrzuceniu oferty na budowę LCS Ciechanów. Złożył je jednak włoski Salcef, spółka, która złożyła najdroższą ofertę, co rodzi ryzyka kolejnych opóźnień w rozstrzygnięciu przetargu (czas na rozstrzygnięcie odwołania to oficjalnie 2 tygodnie, w praktyce jednak nie można wykluczyć, że trzeba będzie czekać na decyzję około miesiąca). Iskierką nadziei są dla nas zapewnienia zarządu PKP PLK o ponownym ogłoszeniu przetargu na budowę LCS Działdowo i LCS Ciechanów (2-ga część przetargu) jeszcze w tym tygodniu, nie można jednak wykluczyć kolejnych opóźnień. Podsumowując, uważamy, że Trakcja Polska jest warta zdecydowanie więcej (potencjał wzrostu kursu to 40%), przez najbliższy miesiąc jednak kurs akcji spółki może znajdować się pod presją. Podtrzymujemy prognozy wyników Trakcji na rok bieżący (65 mln PLN zysku netto) i rekomendację kupuj.

Oferta Trakcji Polskiej trzecia w przetargu

Cztery konsorcja stanęły do walki o kontrakt na modernizację stacji Warszawa Gdańska. Najtańsza była oferta Skanska i Skanska DS (129,4 mln PLN). Kolejne oferty zostały złożone przez konsorcja PNI, Mostostal Warszawa i Transprojekt Gdański (131 mln PLN); Trakcja Polska, PRKi i PRK Kraków (158 mln PLN); PUT Intercor, Astaldi, PPRiW BPK Katowice i Mosty Katowice (178,5 mln PLN).

Trakcja wypłaci dywidendę

ZWZA podjęło decyzję o wypłacie 16,0 mln PLN w formie dywidendy, czyli 0,1 PLN na akcję. Decyzja jest różna od propozycji zarządu, który proponował zatrzymać zeszłoroczny zysk w spółce.

Trakcja nie odwołała się do KIO w sprawie przetargu na LCS Ciechanów

Trakcja Polska nie zdecydowała się odwołać od decyzji o odrzuceniu oferty na modernizację LCS Ciechanów do Krajowej Izby Odwoławczej. Wartość oferty to 429 mln PLN (49% prognozowanych przychodów spółki na ten rok). Prezes Trakcji Polskiej spodziewa się większej liczby przetargów w drugiej połowie roku. Poza tym negocjuje z innym zleceniodawcą kontrakt o wartości około 150 mln PLN. Jego realizacja powinna wypełnić wolne moce przerobowe na ten rok.



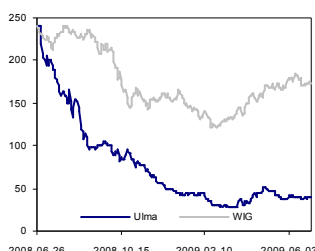
Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-03

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

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	182,3	-24,5%	190,0	4,2%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	72,9	-29,5%	76,6	5,0%	MC (cena bieżąca)	212,9
marża EBITDA	48,7%	42,8%		40,0%		40,3%		EV (cena bieżąca)	336,7
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	17,8	-56,4%	22,1	23,9%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	4,7	-81,6%	9,8	105,6%		
P/E	4,2	8,2		44,8		21,8		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	2,3	2,4		3,6		3,3		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-83,1%
EV/EBITDA	2,5	3,8		4,6		4,1		Max (52 tyg.)	239,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



Ze względu na specyfikę działalności (dzierżawa majątku wykorzystywanego w budowie stanów surowych), spółka znacznie wcześniej odczuwa spowolnienie w budownictwie niż generalni wykonawcy. Uważamy, że pewna poprawa wyników będzie miała miejsce w roku kolejnym, wyniki faktycznie skłaniające do inwestycji pojawiają się jednak dopiero w 2011 roku. Pomimo słabych wyników w rachunku zysków i strat, Ulma ciągle jednak będzie generowała gotówkę, co wynika ze specyfiki działalności (dzierżawa majątku) i znajduje odzwierciedlenie w niskim wskaźniku EV/EBITDA (na rok 2009: 4,6, na rok 2010: 4,1). Uważamy, że wyniki Q2 2009 w rachunku zysków i strat będą zbliżone do zera, zaś w kolejnych kwartałach będą się poprawiać (efekt redukcji kosztów i wejścia w fazę realizacji kontraktów z dziedziny infrastruktury). Ewentualnych korekt prognoz dokonamy dopiero po wynikach Q2 2009. Z uwagi na osiągnięcie ceny docelowej obniżamy rekomendację do trzymaj.

Zarząd walczy o wyniki

Prezes Kozłowski zapewnia, że zarząd robi wszystko, aby ten rok zakończyć z zyskiem. Prowadzone są działania restrukturyzacyjne, polegające m.in. na zamknięciu części magazynów i optymalizacji zatrudnienia. Sytuacja na rynkach eksportowych nie jest łatwa, pewną poprawę widać jednak w Kazachstanie.



Unibep (Trzymaj)

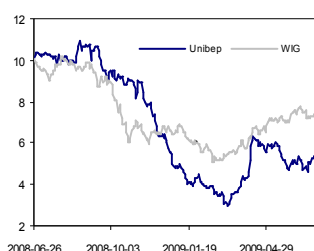
Cena bieżąca: 5,1 PLN

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)	173,7
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,1%		3,5%		EV (cena bieżąca)	195,8
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	11,9	6,3		9,6		14,0		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	11,0	5,9		7,7		10,3		Zmiana ceny: 6m	4,5%
P/BV	8,4	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-50,5%
EV/EBITDA	7,5	3,5		7,0		7,5		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. W ciągu miesiąca sytuacja spółki nie zmieniła się znacząco, w zasadzie nie zmienił się też kurs akcji. Podtrzymujemy opinię, że strategia znacznego wzrostu przychodów już w 2011 roku jest ryzykowna. W najbliższych miesiącach czeka nas rozruch fabryki konstrukcji lekkich, przy czym w początkowym jego fazie nie spodziewamy się dodatniej kontrybucji fabryki do wyniku spółki, ze względu na ograniczony poziom zamówień. Nie wykluczamy podniesienia wyceny i prognoz wyników spółki, w przypadku pozyskania nowych kontraktów o wysokiej jakości. Zapelnienie portfela zamówień na rok 2010 w zakresie generalnego wykonawstwa jest nieznacznie niższe niż 50%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Rozwiązanie umowy warunkowej na budowę biurowca

W związku z brakiem dostarczenia przez inwestora powiadomienia o możliwości rozpoczęcia prac budowlanych do dnia 2 czerwca, umowa na budowę biurowca w Warszawie, przy ul. Grzybowskiej, uległa rozwiązaniu.

Unibep zbuduje Villę Cavaletti za 8,9 mln PLN

Unibep został wybrany przez Marvipol na wykonawcę obiektu Villa Caveletti przy ul. Wyścigowej w Warszawie. Wartość prac to 8,9 mln PLN. Projekt w pełni finansowany jest ze środków własnych dewelopera. W ramach inwestycji powstanie 40 lokali o podwyższonym standardzie.

WZA akceptuje dywidendę: 0,1 PLN na akcję

WZA poparło rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty 0,1 PLN na akcję w formie dywidendy.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Rozbieżne prognozy nt. cen mieszkań

Prezes redNet Consulting uważa, że średnia cena mieszkań z rynku pierwotnego może spaść, ale tylko dlatego, że będzie się budowało więcej lokali tańszych. Średni koszt budowy wynosi 4-4,5 tys. PLN/m², z tego koszt gruntu to 1 tys. PLN/m², zaś koszt budowy 3 tys. PLN/m². Deweloper nie wystartuje z nowym projektem nie mając zagwarantowanej 30%-owej marży. Szef Zespołu ds. Rynku Nieruchomości w Instytucie Ekonomicznym NBP uważa, że realny spadek cen (tzn. uwzględniający inflację) wyniesie w tym roku 15-20%. REAS przewiduje spadki cen o kilkanaście procent w 2009 roku i o kilka procent w roku 2010. Na spadki wpływać będzie pojawiająca się podaż nowych mieszkań o niższym standardzie.

Już w III kw. '09 może wrócić spowolnienie na rynku nieruchomości

Obserwowane w II kw. '09 ożywienie na rynku nieruchomości już w III kw. może przekształcić się w wyraźne sezonowe spowolnienie rynku hipotecznego i liczby przeprowadzanych transakcji. Open Finance i Home Broker oceniają, że ożywienie w II kwartale może nie mieć trwałego charakteru.

Analitycy BGŻ o rynku nieruchomości

Analitycy BGŻ szacują, że spadek cen mieszkań w skali rocznej w 2009 roku wyniesie 18,9%. Spadki cen mają dotyczyć głównie segmentu o podwyższonej jakości. W dalszej części roku liczba transakcji ma się utrzymywać na niskim poziomie, niższym niż w latach 2007-2008. Dekoniunktura na rynku nieruchomości może się utrzymać także w 2010 roku, zaś wielkość korekty na rynku zależeć będzie od długości i głębokości spowolnienia gospodarczego w Polsce i na świecie. Liczba oddanych mieszkań w drugiej połowie roku spadnie.

Propozycje zmian programu Rodzina na Swoim

Polski Związek Firm Deweloperskich oraz Związek Banków Polskich uzgodniły projekt modyfikacji programu Rodzina na Swoim i teraz prześlą swe propozycje ministrom infrastruktury i finansów oraz posłom z sejmowej komisji „Przyjazne Państwo”. Z programu mogłyby obecnie korzystać także osoby samotne. Bankowy ostatecznie poparł postulat PZFD, aby dopłaty dotyczyły tylko nowych mieszkań i budów domów. Zrezygnowano zaś z postulatu podniesienia pułapu cenowego pozwalającego na uzyskanie dopłat. Pułap wzrósłby tylko w gminach sąsiadujących z miastami wojewódzkimi. Rozważane są też nowe formuły dopłat, tak aby program działał jedynie w środowisku wysokich stóp procentowych, co zapobiegać ma kształtowaniu się bąbli cenowych w okresach koniunktury.

Atrakcyjniejsze kredyty oferują deweloperzy

Większość deweloperów ma obecnie w ofercie propozycję kredytowania zakupu nieruchomości przez współpracujące z nim banki. Warunki te przeważnie są atrakcyjniejsze dla klientów. J.W. Construction ma podpisane umowy m.in. z bankami kredytującymi inwestycje spółki. Podobnie sytuacja wygląda w Orco. Banki nie łagodzą warunków dotyczących oceny zdolności kredytowej, czy udziału własnego w finansowaniu, lecz raczej obniżają wielkość prowizji, marży, czy innych opłat. Polnord oferuje kredyty z Nordea Bank (marża przez 2 lata nie jest pobierana, potem wynosi 1,7%) oraz z PKO BP (marża od 1,8% do 2,0%). Podobną ofertę ma Dom Development. Marża w ofercie spółki jest o 0,5% niższa niż w standardowej ofercie spółki. Prowizja zamiast 2% wynosi 1%. Obecnie 60-70% osób kupujących mieszkania od spółki korzysta ze specjalnej oferty kredytowej.

Badanie preferencji nabywców mieszkań

RedNet Consulting przeprowadził badania preferencji nabywców mieszkań. Zgodnie z raportem, dominują potencjalni nabywcy nie posiadający jeszcze własnej nieruchomości i planujący zakup pierwszy raz w życiu. Zdaniem ekspertów firmy będą oni starali się nabyć lokal w najbliższej przyszłości lub najpóźniej w przyszłym roku. W tej grupie powyżej 35% respondentów deklaruje plany powiększenia rodziny. Osoby posiadające własne mieszkanie nie są zainteresowane zakupem kolejnej. Dla potencjalnych nabywców najważniejszym kryterium jest cena. Maleją zaś oczekiwania co do standardu i jakości wykończenia. Większość osób zainteresowana jest możliwością uzyskania dopłaty w programie Rodzina na Swoim. Nabywcy nie akceptują wysokich cen mieszkań. Granicą dla Poznania, Wrocławia, Krakowa i Trójmiasta jest 7000 PLN/m², w Warszawie zaś 8000 PLN/m². W Trójmieście jesienią ubiegłego roku prawie 30% potencjalnych nabywców gotowych było zapłacić ponad 7000 PLN/m², teraz jest to już jedynie 14%. W Krakowie było to 31,7%, a jest obecnie 23%. W Warszawie tylko co czwarty nabywca akceptuje ceny powyżej 8000 PLN/m², pół roku temu zaś było to 40% osób. Jednocześnie, tylko 4,5% osób przyznaje, że stać je na zakup mieszkania tylko poniżej 5000 PLN/m². Spośród pozostałych trendów zauważalne jest też preferowanie mniejszych lokali, do 50 m² (około 40% odpowiedzi w Warszawie). Wzrosło zainteresowanie opcją wykończenia

mieszkania (we Wrocławiu ponad 51% wyraża zainteresowanie, 48% w Warszawie, prawie 40% w Krakowie). Nabywcy nie chcą już kupować tzw. „dziur w ziemi”. Większość chce się posłużyć kredytem i to na 100% wartości nieruchomości (tak deklaruje od 20 do 25% badanych).

Segment komercyjny

Transakcja za 117 mln EUR na rynku biurowym

Biurowiec Deloitte House (klasa A, centrum Warszawy) został zakupiony przez niemiecki fundusz Deka Immobilien. Cena zakupu to 117 mln EUR (526 mln PLN), powierzchnia obiektu zaś – 21 tys. m². Ponad 95% budynku jest już wynajęte. Transakcja została zawarta na podstawie umowy przedwstępnej, zawartej we wrześniu 2008 roku.

Spadek popytu na powierzchnię biurową

Zdaniem właściciela Kancelarii Brochocki Nieruchomości, popyt na powierzchnię biurową w Warszawie spadł o 60% r/r. Zmniejszyła się przeciętna powierzchnia najmu (o 50%, zgodnie z analizami Warsaw Research Forum). Następstwem był spadek czynszów, co dotyczy głównie obiektów w budowie. W przypadku obiektów już istniejących, pole do obniżek jest znacznie mniejsze, choć najemcy decydują się na ustępstwa, jeśli zależy im na kliencie. Spadek stawek wynajmu sięgnął od 10 do 30% (inne źródła donoszą, że stawki czynszu w centrum Warszawy spadły z 30-33 EUR/m² do 24-26 EUR/m²). Zauważalna jest też tendencja do przenoszenia biur w tańsze lokalizacje, np. na obrzeża miast.

Grunty

Wojsko chce dołączyć do sprzedających grunty, kto je kupi?

Zatwierdzony plan rozwoju sił zbrojnych zakłada, że do 2012 roku z mapy zniknie 25 garnizonów (pozostanie 101), a armia zrezygnuje z 45 tys. ha gruntów. Agencja Mienia Wojskowego chce jak najszybciej przejąć przeznaczone na sprzedaż zasoby gruntowe. Już dziś w ofercie Agencji znajduje się 9,7 tys. ha gruntów, prawie 3,4 tys. budynków o powierzchni ponad 1,2 mln PUM. Przedstawiciel Agencji uważa, że mimo kryzysu nie powinno być problemów ze sprzedażą najbardziej atrakcyjnych nieruchomości. Agencja pragnie sprzedać Twierdzę Modlin za 160 mln PLN, Kępę Mieszczańską we Wrocławiu (działka w centrum miasta, o powierzchni 11 ha) za 350 mln PLN (3182 PLN/m²). W ofercie jest też podwarszawski Fort Kosewo oraz ośrodki rekreacyjne i tereny po wojskowych lotniskach.

BBI Development

BBI pozyskał 60,8 mln PLN z emisji akcji

BBI Development pozyskał 60,8 mln PLN z emisji 190 mln akcji. Liczba chętnych przekroczyła pulę dostępnych akcji. Cena objęcia 1 akcji wyniosła 0,32 PLN. Pieniądze przeznaczone będą na wcześniejszy wykup obligacji (2/3 kwoty) i zwiększenie wkładów własnych w planowanych przedsięwzięciach deweloperskich (pozostałe środki). Do inwestycji przy pl. Unii Lubelskiej fundusz pragnie pozyskać współinwestora. W tym miesiącu negocjacje w tej sprawie powinny zakończyć się. Wspólnie z inwestorem BBI będzie w stanie zapewnić wkład własny w wysokości 40% budżetu inwestycji, co pozwoli na uzyskanie korzystnych warunków finansowania. Jeśli umowa z partnerem zostanie podpisana w czerwcu, budowa przy pl. Unii Lubelskiej powinna ruszyć na początku 2010 roku.

Echo Investment

Kredyt na 50 mln EUR od Eurohypo

Spółka celowa Echo – Park Postępu zawarła z bankiem Eurohypo umowę kredytową. Kredyt ma wartość 50 mln EUR i będzie uruchamiany w 5 transzach do dnia 30 września 2010 roku łącznie. Ostateczny termin spłaty kredytu przypada na 31 stycznia 2010 roku. Środki mają posłużyć refinansowaniu kosztów budowy budynków biurowych Postępu Office Park w Warszawie (33 400 PUM). Przedstawiciel banku Eurohypo podkreślał, że obiekt charakteryzuje się bardzo dobrą lokalizacją, właściwą jakością architektury i wykonania, odpowiednim stopniem zaawansowania realizacji i wynajmu, a także stabilnymi najemcami. Ponadto, bank od wielu lat współpracuje z Echo i już udzielił spółce ponad 350 mln EUR kredytów. Duże kredyty w ostatnich miesiącach otrzymało także GTC (20 mln EUR w kwietniu na budowę Platinum Business Park, 90 mln EUR w grudniu na refinansowanie kosztów budowy Galerii Kazimierz). Rychłego finału negocjacji z bankami spodziewa się też wiceprezes Marvipolu (kilkadziesiąt mln PLN na refinansowanie budowy biurowca Prosta Tower) i wiceprezes Polnordu (około 50 mln PLN na budowę biurowca Pol-Aquy na Wilanowie).

Umowa kredytowa na 31,8 mln EUR

Spółka zależna Echo Investment podpisała umowę kredytową z bankiem Westdeutsche ImmobilienBank na 31,8 mln EUR. Kredyt zostanie uruchomiony w 2 transzach. Przedmiotem

kredytu jest refinansowanie nakładów poniesionych na realizację I etapu Malta Office Park, pozostałe środki zaś zostaną poniesione na pokrycie kosztów budowy II etapu obiektu. Jednocześnie, spółka otrzymała kredyt w wysokości do 20 mln PLN na pokrycie kosztów podatku VAT związanego z realizacją inwestycji. Termin spłaty kredytu przypada na 63 miesiące od daty podpisania umowy. Zdaniem prezesa Echo Investment, uzyskanie przez dewelopera kolejnego kredytu potwierdza otwieranie się instytucji finansowych na potrzeby deweloperów.

Gant Development

Nie będzie emisji

WZA Ganta odstąpiło od głosowania w sprawie dwóch emisji akcji, przeznaczonych na przejęcie projektów w Krakowie i Wrocławiu. Wartość emisji miała wynieść około 15,6 mln PLN. Rezygnacja z projektu wrocławskiego związana jest z nie potwierdzeniem przez spółkę rezerwacji dotyczących najmu powierzchni w planowanym we Wrocławiu kompleksie. Wiceprezes, pytany o bieżącą sprzedaż mieszkań, przyznał, że w tym kwartale, na tydzień przed jego zakończeniem, Gant sprzedał więcej lokali niż w Q1 2009. Wówczas deweloper zbył 171 mieszkań.

GTC

GTC sprzedało Riverloft za 10,4 mln EUR

GTC sprzedało Riverloft office w Budapeszcie za maksimum 10,4 mln EUR, podczas gdy na koniec 2009 roku obiekt wyceniany był na 11,9 mln EUR. Cena jest wyższa od poniesionych przez spółkę kosztów, nie ma więc mowy o stracie. Mariusz Kozłowski, członek rady nadzorczej GTC, twierdzi, że spółka nie planuje obecnie sprzedaży kolejnych nieruchomości komercyjnych. Spółka posiada finansowanie z banków oraz środki własne, aby zrealizować rozpoczęte inwestycje. Nie ma konieczności sprzedaży kolejnych obiektów, zwłaszcza, że rynek znajduje się w dołku cyklu, a analitycy przewidują ożywienie na przełomie roku. Budynki spółki są w większości w pełni wynajęte solidnym najemcom i przynoszą dochód z najmu zabezpieczony długoterminowymi umowami. Riverloft nie pasował do modelu biznesowego spółki. To budynek fabryczny, przebudowany na biurowy, bez typowego planu piętra, czy parkingów podziemnych. Obiekt został sprzedany nie w pełni wynajęty, co miało wpływ na cenę. Zdaniem p. Kozłowskiego, nie należy na podstawie transakcji wyciągać wniosków na temat stóp kapitalizacji, czy wyceny obiektów biurowych w ogóle. W 2008 roku obiekt był wynajęty w 65% i przyniósł zaledwie 0,15 mln EUR przychodów.

Kredyt na 147 mln EUR od Eurohypo

GTC dopełniło finansowanie budowy centrum handlowo-rozrywkowego Harfa w Pradze. Wartość umowy to 147 mln EUR. Przypominamy, że ten sam bank udzielił kredytu w wysokości 50 mln EUR spółce Echo Investment. Prace nad budową galerii ruszyły w tym miesiącu. Kredyt pozwoli pokryć wszystkie poniesione do tej pory wydatki i sfinansować zakończenie budowy. W centrum znajduje się 41 tys. m² powierzchni handlowo-rozrywkowej i 20 tys. m² powierzchni biurowej. GTC podpisało już umowy najmu obejmujące blisko 15,5 tys. m² powierzchni handlowej.

LC Corp

Erbud zbuduje III etap Osiedla przy Promenadzie dla LC Corp za 25,6 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt z LC Corp na budowę III etapu Osiedla przy Promenadzie o wartości 25,6 mln PLN (3% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2009). Termin zakończenia prac to 16,5 miesiąca od daty pozyskania pozwolenia na budowę. W ramach inwestycji powstanie 85 mieszkań o średniej powierzchni 60 m² oraz powierzchnia handlowa. Łączna powierzchnia obiektu wyniesie około 5900 PUM, co daje koszt budowy na poziomie 4500 PLN/PUM.

Erbud negocjuje z LC Corp nt. wznowienia projektu Rezydencja Kaliska

Erbud podjął negocjacje z LC Corp na temat wznowienia projektu Rezydencja Kaliska. Kontrakt za 39,5 mln PLN (4,6% prognozowanych przychodów na rok 2009) podpisany został 18 sierpnia 2008 roku. Obecnie trwają rozmowy techniczno-handlowe uściślające szczegóły realizacji z inwestorem, które zamkną się do 31 lipca 2009 roku.

Wznowienie prac nad budową Sky Tower

Spółka prowadząca inwestycję, nie zależną od LC Corp, podpisała umowę z wykonawcą na budowę konstrukcji żelbetonowych dwóch budynków z projektu o wartości 71,1 mln PLN. LC Corp poinformował o transakcji w związku z posiadaną opcją odkupu udziałów w projekcie. Prezes LC Corp przyznaje, że nie zauważa na rynku zmian, które skłoniłyby spółkę do skorzystania z tej opcji.

Marvipol

Marvipol rozpocznie nowe projekty

W pierwszych 3 miesiącach 2009 roku Marvipol sprzedał 68 mieszkań, w dwóch miesiącach Q2 2009 zaś było to 31 lokali. Spółka decyduje się na uruchomienie nowych projektów. Przesądzona jest budowa budynku Villa Cavaletti przy Al. Wyścigowej, w którym znajdzie się niespełna 40 mieszkań o podwyższonym standardzie. Niebawem ma zostać wybrany wykonawca obiektu. Zarząd planuje uruchomienie kolejnych dwóch inwestycji w Warszawie – New Hill Park na Młocinach (31 budynków, w każdym znajdują się 4 apartamenty) oraz osiedla przy ul. Bernardyńskiej na Mokotowie (projekt wieloetapowy, docelowo nawet ponad 2,4 tys. mieszkań). Rozpoczęcie tych projektów uzależnione jest od decyzji administracyjnych, nie wykluczone więc, że prace ruszą dopiero w przyszłym roku. Łącznie oferta spółki obejmuje obecnie 117 mieszkań. Brak nowych projektów oznaczałby ryzyko wyczerpania oferty. Wkrótce powinna się także wyjaśnić kwestia pierwszego biurowca spółki, Prosta Tower na Woli. Deweloper spodziewa się udzielenia kredytu na realizację inwestycji.

Unibep zbuduje Villę Cavaletti za 8,9 mln PLN

Unibep został wybrany przez Marvipol na wykonawcę obiektu Villa Caveletti przy ul. Wyścigowej w Warszawie. Wartość prac to 8,9 mln PLN. Projekt w pełni finansowany jest ze środków własnych dewelopera. W ramach inwestycji powstanie 40 lokali o podwyższonym standardzie.

Orco Property Group

Uwaga audytora do raportu rocznego

Opublikowane wyniki roczne nie różnią się istotnie od wyników prezentowanych w raporcie nie audytowanym. Audytor zwrócił jednak uwagę na znaczące potrzeby kapitałowe, które mogłyby zagrozić dalszemu funkcjonowaniu Orco, gdyby negocjacje z inwestorem nie powiodły się.

Orco chce przeprowadzi emisję akcji za 140 mln EUR

Firma Orco Property Group zmodyfikowała umowę z Colony Capital, w wyniku czego zmieniły się plany dot. emisji nowych akcji. Obecnie zakłada się, że Orco wyemituje akcje za maksymalnie 140 mln EUR, z czego 80 mln EUR obejmie Colony Capital. Akcje w nowej emisji będą oferowane po 7 EUR (31,8 PLN) za sztukę. Colony Capital obejmie warianty subskrypcyjne pozwalające na objęcie nowoemitowanych akcji Orco za 7 EUR za akcję. Dodatkowo, nowa emisja będzie przewidywać prawo poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy (1 nowa akcja na dotychczasową 1 akcję). W wyniku podniesienia kapitału udział Colony Capital w akcjonariacie spółki nie powinien przekroczyć 30%.

Ronson Development Group

Ronson renegocjuje umowę o usługę budowlaną

Ronson podpisał aneks do umowy o generalne wykonawstwo umowy zawartej 8 września 2008 roku z firmą Hochtief na budowę budynku mieszkalnego przy ul. KEN w Warszawie o nazwie Gemini. W związku ze zmianą warunków rynkowych, a także spadkiem cen materiałów budowlanych i kosztów pracy, wynagrodzenie należne Hochtief zostało zmniejszone z 65,4 mln PLN do 56,9 mln PLN. Skrócony też został termin zakończenia prac (zmiana z 30 lipca 2010 na 30 maja 2010). Cena usługi budowlanej została zmniejszona o 13%. Znaczna część prac dotyczących stanu surowego jest już gotowa, zmniejszenie wartości prac dotyczy głównie części wykończeniowej. Koszt budowy 1 PUM w projekcie spadł z 4937 PLN/PUM do 4296 PLN/PUM.

Triton Development

Nowe inwestycje Triton Development

Z projektu Triton Park spółce udało się do tej pory sprzedać około 300 z 600 mieszkań. Spółka nie zamierza wprowadzać w przyszłości upustów, ze względu na korzystne na tle rynku wyniki sprzedaży. W każdym miesiącu spółka zawiera po kilka umów, ponadto, sprzedaż ma wzrosnąć z ukończeniem obiektu. Średnia cena w projekcie to 9,2 tys. PLN/m². Spółka planuje kolejne inwestycje. Najwcześniej ruszy budowa przy ul. Francuskiej na Saskiej Kępie. Z 9 planowanych apartamentów 8 jest już sprzedane. Spółka czeka na decyzje administracyjne niezbędne do rozpoczęcia budowy. Projekt będzie mógł być finansowany ze środków własnych dewelopera, ze względu na niewielką skalę. Kolejną planowaną inwestycją jest Triton Winnica na Białoleścu. Inwestycja powstanie w pobliżu obiektu Dom Development, prezes zaś nie ukrywa, że będzie rywalizowała o klienta przede wszystkim ceną. Budowa mogłaby się rozpocząć jeszcze w tym roku lub na początku przyszłego. Spółka posiada promesę finansowania od PKO BP. Pod koniec roku Triton zdecyduje, kiedy uruchomi największą inwestycję, Triton Kampinos. Prawdopodobnie będzie to II połowa 2010 roku. Obecnie zarząd zastanawia się, czy realizować projekt w dotychczasowej koncepcji (700 ponad stumetrowych mieszkań).



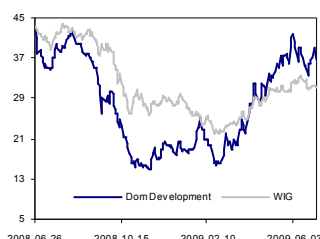
Dom Development (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 36,5 PLN Cena docelowa: 24,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	639,1	-8,5%	556,8	-12,9%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	138,1	-17,8%	25,0	-81,9%	MC (cena bieżąca)	896,4
marża EBITDA	27,7%	24,1%		21,6%		4,5%		EV (cena bieżąca)	893,9
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	135,7	-18,1%	22,6	-83,3%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	121,1	-11,6%	33,0	-72,7%		
P/E	4,5	6,5		7,4		27,2		Zmiana ceny: 1m	-13,0%
P/CE	4,4	6,4		7,3		25,3		Zmiana ceny: 6m	78,1%
P/BV	1,3	1,3		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-4,2%
EV/EBITDA	3,7	7,0		6,5		20,6		Max (52 tyg.)	42,5
Dyield (%)	0,0	5,6		2,2		0,0		Min (52 tyg.)	14,8



Podtrzymujemy opinię, że majątek Dom Development jest wart znacznie mniej niż wynika to z wyceny giełdowej. Zwracamy uwagę na bank ziemi, który w znacznej części był budowany w oparciu o środki z emisji akcji. Działki naszym zdaniem w wielu przypadkach były kupowane zbyt drogo. 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 (zwracamy uwagę, że żaden inwestor branżowy nie wycenia działalności deweloperskiej modelem DCF). Uważamy, że w wakacje spółka może być narażona 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 Białolece. W oparciu o te dwa czynniki (wartość aktywów, potencjalna erozja przedsprzedaży), rekomendujemy sprzedaż akcji Dom Development.

Wyniki sprzedaży w Q2 2009 lepsze niż w Q1 2009

Prezes Jarosław Szanajca przyznał, że liczba mieszkań sprzedanych w Q2 2009 będzie większa niż w Q1 2009, gdy sprzedanych zostało 106 lokali. W kolejnych kwartałach prezes oczekuje utrzymania sprzedaży na obecnym poziomie.

Zarząd Dom Development o sytuacji na rynku

Prezes Dom Development uważa, że cały rok 2009 powinien być słaby, jeśli chodzi o przedsprzedaż mieszkań. Odbicie rynku możliwe jest najwcześniej w 2010 roku. Prezes nie przewiduje też upadłości większych firm deweloperskich, nie spodziewa się też większych transakcji przejęcia spółek lub gruntów od konkurencji na rynku. Firmy na razie koncentrują się na płynności. Nie widać jeszcze dramatycznych prób sprzedaży projektów lub gruntów po tak atrakcyjnych cenach, aby mogły one zainteresować kapitał spekulacyjny czy innych deweloperów.



J.W. Construction (Redukuj)

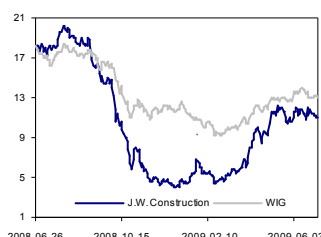
Cena bieżąca: 11,1 PLN

Cena docelowa: 9,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-15

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	965,8	33,9%	845,1	-12,5%	Liczba akcji (mln)	54,7
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	253,3	59,8%	188,8	-25,5%	MC (cena bieżąca)	607,2
marża EBITDA	27,1%	22,0%		26,2%		22,3%		EV (cena bieżąca)	1 002,7
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	232,8	64,9%	167,8	-27,9%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	188,4	86,7%	150,0	-20,4%		
P/E	4,0	6,0		3,2		4,0		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	3,6	5,1		2,9		3,6		Zmiana ceny: 6m	130,3%
P/BV	1,1	2,3		1,4		1,0		Zmiana ceny: 12m	-38,3%
EV/EBITDA	5,2	7,8		4,0		2,9		Max (52 tyg.)	20,3
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 najmniejszym stopniu wpłynęłaby na zmianę wyceny 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, podtrzymujemy rekomendację redukuj.



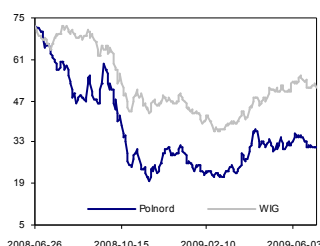
Polnord (Akumuluj)

Cena bieżąca: 31,2 PLN Cena docelowa: 35,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	381,5	-2,4%	239,0	-37,4%	Liczba akcji (mln)	20,9
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	112,9	3,9%	17,2	-84,8%	MC (cena bieżąca)	650,4
marża EBITDA	25,1%	27,8%		29,6%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 090,6
EBIT	31,4	106,7	239,8%	110,9	3,9%	15,2	-86,3%	Free float	36,0%
Zysk netto	25,1	77,8	210,2%	94,1	20,9%	12,1	-87,1%		
P/E	17,5	7,3		6,9		53,7		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	16,5	7,1		6,8		46,1		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-56,7%
EV/EBITDA	22,0	10,6		9,7		48,7		Max (52 tyg.)	72,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Polnord pozostaje najatrakcyjniej wycenionym deweloperem spośród analizowanych przez nas spółek, w dodatku, ze względu na spadek wyceny akcji, z powrotem pojawił się fundamentalny potencjał do wzrostu kursu akcji. Uważamy, że ze względu na spadek cen w Wilanowie, gdzie znajduje się większość oferty Polnordu, wyniki przedsprzedaży spółki powinny być korzystne na tle branży. Uzasadniamy to opinią, że obecnie stosunek jakości do ceny jest w Warszawie najatrakcyjniejszy właśnie w Miasteczku Wilanów, zaś budowa niezbędnej infrastruktury to kwestia najbliższych 3-5 lat. Stosunkowo pozytywnie postrzegamy strategię pozyskiwania nowego kapitału w celu zakupu nowych gruntów deweloperskich. W najbliższych latach podaż gruntów będzie znaczna, popyt zaś mizerny, co wpłynie na spadek cen gruntów. W efekcie, o ile spółka nie zacznie kupować zbyt szybko, zakupy gruntów mogą być ważnym czynnikiem budującym wartości dewelopera. Czynnikiem ryzyka pozostaje umowa zezwalająca Prokomowi na objęcie akcji nowej emisji (obejmowanie akcji poniżej ceny rynkowej, powodujące rozważanie wartości spółki dla dotychczasowych udziałowców). Zwracamy jednak uwagę, że ryzyko to maleje, wraz z utrzymywaniem się kursu Polnordu powyżej 30 PLN już przez 3 miesiące. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

Fadesa podnosi się i planuje nowe inwestycje

Po blisko roku od rozpoczęcia postępowania naprawczego w Fadesie, deweloper myśli o rozpoczynaniu nowych projektów w Europie Środkowo-Wschodniej. Władze komisaryczne znalazły sposób na spłatę długów w ciągu 8 lat. Strategia opiera się na sprzedaży części spółek, głównie na Półwyspie Pirenejskim oraz rozwijaniu zyskownych biznesów w Europie Środkowej i Wschodniej. Aby spłacić długi Fadesa będzie też sprzedawać grunty pod zabudowę mieszkaniową na rynkach macierzystych i grunty pod zabudowę komercyjną w Europie Środkowo-Wschodniej. Deweloper myśli o budowie kolejnych 380 mieszkań w Czechach, 300 w Bułgarii i 240 na Węgrzech.

DiE wchodzi w spór z władzami Warszawy

Spółka deweloperska DiE zapowiedziała, że ogrodi dwie działki należące do firmy, przeznaczone pod budowę al. Rzeczpospolitej. Firma chce zwrócić uwagę, że miasto nie wypłaciło odszkodowania za działki. Grunt, który chce ogrodzić DiE, w marcu przejęło miasto na podstawie tzw. specustawy drogowej. Pozwala ona zajmować grunt i niezwłocznie rozpoczynać inwestycję, a odszkodowanie wypłacać dopiero po wycenie rzeczoznawcy. DiE zaskarżyło decyzję do wojewody, on zaś uchylił ją z przyczyn formalnych. Opracowanie decyzji zajęło biurowi architektury pięć miesięcy, jej odwołanie zaś rodzi kolejne opóźnienia. Przedstawiciel DiE przyznaje, że firma przystała na niższe ceny wykupu, zgodziła się też na ratalną wypłatę odszkodowań (do 2012 roku). Przedstawiciel miasta Warszawy przyznaje, że deweloper postawił miasto pod ścianą, żądając wypłaty odszkodowań. Miasto nie ma takich pieniędzy. Budżet na odszkodowania to 60 mln PLN. Nie wierzy on w możliwość porozumienia z deweloperem. Zapowiada, że płot zostanie rozebrany, gdy wydana zostanie nowa decyzja o przejęciu gruntu. Na opóźnieniach straci deweloper, gdyż spadają ceny gruntów. Na Polu Wilanowskim dziś zdarzają się transakcje nawet poniżej 600 PLN/m², nie zaś 900 PLN/m², na co miasto się zgodziło.

40 pozycji na liście distressed assets

Okolo 40 pozycji liczy lista distressed assets, którymi zainteresowany jest Polnord. W spółce 4 miesiące temu został powołany zespół, którego celem jest wyszukiwanie aktywów zagrożonych. Spółka prawdopodobnie nabyłaby kilka projektów. Rozważane jest wejście na nowe rynki, m.in. śląski i poznański, a także powiększenie banku ziemi na rynku trójmiejskim. Pomimo tego, że nabywane grunty mają być przeznaczone na budowę projektów mieszkaniowych, Bartłomiej Kolubiński, wiceprezes spółki, przyznaje, że nie ma co w tym roku liczyć na odbicie rynku

mieszkaniowego. Być może nie nastąpi one jeszcze w roku kolejnym. Mimo to, aby dysponować gotowym obiektem w 2011 roku, projekty rozpoczynać należy już dziś. W maju Polnord sprzedał 64 mieszkania, co jest najlepszym wynikiem w roku (kwiecień: 56, Q1: 78). Wycofania z podpisanych umów przedsprzedaży utrzymują się na poziomie około 10 miesięcznie. Deweloper przygotował z Nordea Bank Polska i PKO BP preferencyjne umowy kredytowe. Pierwszy z banków oferuje klientowi dewelopera oprocentowanie z zerową marżą przez dwa pierwsze lata kredytowania (klient płaci tylko WIBOR) oraz prowizję przygotowawczą obniżoną do 0,9%.

Polnord bliski przejęcia projektu na Wybrzeżu

Prezes przyznaje, że z czterdziestu inwestycji, które trafiły na listę potencjalnych celów przejęcia, spółka najbliższa jest kupna projektu na Wybrzeżu. Jest to dość spory projekt mieszkaniowy z funkcją komercyjną. Prezes uważa, że na rynku komercyjnym obecnie robi się ciasno, zaś ceny działek istotnie nie spadły. Lepiej więc kupować tanio działki mieszkaniowe. Ponadto na liście Polnordu znajdują się głównie projekty mieszkaniowe, jest na niej też kilka projektów komercyjnych.

Odwołanie wiceprezesa przez radę nadzorczą

Rada nadzorcza odwołała ze stanowiska wiceprezesa i dyrektora finansowego, Bartłomieja Kolubińskiego. Jak pisze spółka w raporcie bieżącym, „powyższa decyzja została podjęta jako kolejne działanie zmierzające do dalszej optymalizacji procesów zarządczych nad już uporządkowanym i właściwie prowadzonym obszarem finansów Spółki i wynika z koncepcji dalszego rozwoju, jak również dostosowania organizacji Grupy Kapitałowej Polnord S.A. w okresie słabszej koniunktury rynkowej.”

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

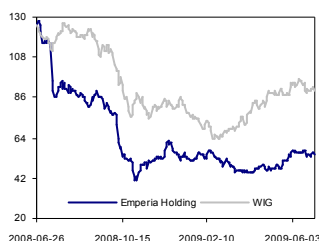
Cena bieżąca: 55,1 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

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 (mln)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	832,8
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 108,9
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	9,4	13,9		9,0		8,1		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	6,5	7,1		5,3		4,6		Zmiana ceny: 6m	7,1%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-56,3%
EV/EBITDA	5,4	7,3		5,7		5,0		Max (52 tyg.)	128,3
Dyld (%)	3,2	1,6		3,0		4,4		Min (52 tyg.)	40,5



W czerwcu akcje Spółki nie wyróżniały się szczególnie na tle innych spółek z branży handlowej FMCG, która była generalnie trochę gorsza od szerokiego indeksu. Nadal podtrzymujemy naszą opinię, iż Emperia wydaje się być przy obecnych wycenach najatrakcyjniejszym podmiotem z sektora. Kolejne kwartały powinny przynosić systematyczną poprawę wyników, a w 2Q dodatkowym wsparciem będzie jednorazowy zysk 16 mln PLN ze sprzedaży nieruchomości. Zarząd zapowiada poprawę wyniku netto r/r (bez uwzględnienia wspomnianego one-offu), co wydaje się celem realnym biorąc pod uwagę malejącą już presję kosztową z procesu integracji Grupy i dynamicznego rozwoju w dystrybucji. Utrzymujemy rekomendację kupuj.



Eurocash (Trzymaj)

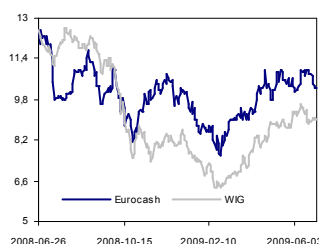
Cena bieżąca: 10,25 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
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	-0,5%
P/CE	13,8	11,0		8,2		7,4		Zmiana ceny: 6m	1,5%
P/BV	5,6	4,7		3,5		3,0		Zmiana ceny: 12m	-16,0%
EV/EBITDA	10,3	8,0		6,4		5,4		Max (52 tyg.)	12,3
Dyld (%)	2,2	0,9		3,0		3,9		Min (52 tyg.)	7,6



W czerwcu notowania Eurocash odbiegały nieznacznie in minus od szerokiego rynku, co było wspólne dla całej branży handlowej FMCG. W naszej opinii kolejne miesiące nie powinny przynieść zmiany w tej kwestii. Uważamy, że choć Spółka wyróżnia się tle innych jakością zarządzania i solidnością generowanych wyników, to wycena rynkowa jest już wymagająca i nie oferuje potencjału wzrostowego. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Inne



Mondi (Trzymaj)

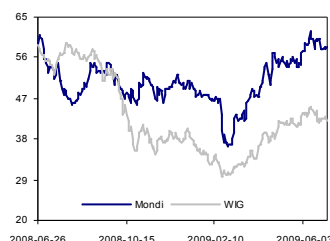
Cena bieżąca: 48,5 PLN Cena docelowa: 54,2 PLN

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)	2 425,0
marża EBITDA	24,8%	21,7%		20,1%		23,7%		EV (cena bieżąca)	3 084,3
EBIT	295,7	194,7	-34,1%	182,8	-6,1%	331,9	81,6%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	130,7	-7,4%	254,6	94,7%		
P/E	9,8	17,2		18,5		9,5		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	6,9	9,6		9,0		5,7		Zmiana ceny: 6m	16,3%
P/BV	2,5	2,3		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-2,5%
EV/EBITDA	6,0	8,9		9,6		5,7		Max (52 tyg.)	62,0
Dywid (%)	11,1	0,0		0,0		2,7		Min (52 tyg.)	36,3



Sytuacja na europejskim rynku papieru rozwija się słabiej niż zakładaliśmy. Oczekiwana przez nas stabilizacja cen nadal nie następuje, a ceny kraftlinera i innych papierów CCM notują kolejne minima. Dodatkowo umocnienie PLN w stosunku do Euro obniża marżę operacyjną spółki przy rosnącej dźwigni finansowej (wzrost zadłużenia wynikający z płatności kolejnych rat za nową maszynę papierniczą). Jeżeli w najbliższych tygodniach nie nastąpi odwrócenie trendu na cenach papieru będziemy zmuszeni do obniżenia naszych prognoz na 2009 rok.

Ceny papieru

Sytuacja na europejskim rynku papieru do produkcji tektury falistej jest coraz trudniejsza a spodziewane ożywienie gospodarcze jak na razie nie przekłada się na wyhamowanie spadku cen. Ceny CCM obniżyły się do najniższego poziomu od 2004 roku – tj. od kiedy prowadzimy bazę danych. Cena kraftlinera spadła do 398 Euro/t, tektlinera do 278 Euro/t a flutingu do 242 Euro/t. Po uwzględnieniu aprecjacji PLN w stosunku do Euro, spadki w ujęciu q/q wynoszą od 12% (kraftliner, fluting) do 18% (tektliner). To spadki większe niż zakładaliśmy w naszych dotychczasowych prognozach, co stwarza ryzyko, że jeżeli w ciągu najbliższych tygodni trend cenowy nie odwróci się, konieczna będzie weryfikacja tegorocznej prognozy.



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.kliszcz@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:**Action**

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2009-04-30
kurs z dnia rekomendacji	8,54
WIG w dniu rekomendacji	28273,93

Ciech

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-11-26	2009-04-16	2009-05-06	2009-05-15
kurs z dnia rekomendacji	28,50	23,55	33,00	32,00
WIG w dniu rekomendacji	27232,25	28274,98	29777,06	29311,53

Polnord

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15
kurs z dnia rekomendacji	25,40	32,85	34,75	35,00
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67

Ulma Construcccion Polska

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2008-11-13	2008-11-25	2009-03-05	2009-05-26
kurs z dnia rekomendacji	76,00	64,95	29,00	37,90
WIG w dniu rekomendacji	27590,59	26964,31	22719,61	29197,11

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, 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, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnyty, 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.