

5 sierpnia 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	35 364
Średnie P/E 2009	14,5
Średnie P/E 2010	15,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 247 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny

Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Sierpień 2009

Rynek akcji

Przed nami poprawa „twardych” (a nie tylko wyprzedzających) wskaźników makroekonomicznych i wyników spółek, co przy rosnącej akceptacji ryzyka wśród inwestorów będzie prowadziło do wzrostu cen akcji. Oczekiwany przez nas napływ środków do TFI powinien prowadzić do lepszego niż WIG20 zachowania się małych i średnich spółek.

Ze spółek

Banki. Obecne wyceny rynkowe banków do pewnego stopnia dyskontują już poprawę marży odsetkowej na skutek wyższych rynkowych stóp lub znacznego odbicia podaży wolumenów. Uważamy, że oba te czynniki nie mają szans na materializację w horyzoncie trzech kwartałów.

Rafineryjno-gazowy. Obecna wycena PGNiG to w naszej opinii dobry moment do sprzedaży akcji koncernu. Znaczny potencjał wzrostowy dostrzegamy nadal w walorach Orlenu w kontekście poprawiających się marż w petrochemii oraz odwróceniu tendencji na dyferencjale. Atrakcyjnie wyceniany jest także Lotos.

Telekomunikacja. Przy obecnych wycenach spółek telekomunikacyjnych atrakcyjniejsze są akcje TPSA, która w sierpniu powinna zawrzeć wstępne porozumienie z UKE w sprawie podziału oraz która w większym stopniu skorzysta na umocnieniu PLN.

Media. Z dwóch podmiotów opartych na rynku reklamowym atrakcyjniejsza wydaje się Agora i dlatego zalecamy jej przeważanie względem TVN. W przypadku Cyfrowego Polsatu zalecamy trzymanie akcji.

Informatyczne. Mimo znacznych wzrostów wciąż atrakcyjnymi inwestycjami wydają nam się AB i Asbis. Pozytywnie postrzegamy również Sygnyty i Asseco. W przypadku Actionu i Komputronika zalecamy trzymanie akcji.

Budownictwo. Obecnie najbardziej atrakcyjną inwestycją w sektorze budownictwa naszym zdaniem jest Polimex Mostostal. Pozytywne nastawienie utrzymujemy w przypadku Mostostalu Warszawa, zalecamy zaś redukcję akcji PBG.

Deweloperzy. Podtrzymujemy pozytywną opinię na temat Polnordu, w przypadku J.W. Construction i Dom Development zaś utrzymujemy rekomendację negatywną.

Handel. W sektorze handlu FMCG pozytywnie zaskoczył wynikami za 2Q może w naszej opinii Emperia. W przypadku Eurocashu utrzymujemy neutralne nastawienie.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: BZ WBK (Redukuj), Ciech (Trzymaj), ING BSK (Sprzedaj), LW Bogdanka (Trzymaj), Netia (Trzymaj), Pekao (Trzymaj), PGNiG (Sprzedaj), PKO BP (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: Erbud (Zawieszona), Rafako (Zawieszona), Ulma Construccione Polska (Zawieszona).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	7
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Sektor finansowy	12
5.1. BZ WBK	18
5.2. Handlowy	19
5.3. ING BSK	20
5.4. Kredyt Bank	21
5.5. Millennium	22
5.6. Pekao	23
5.7. PKO BP	24
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	26
6.1. Ciech	27
6.2. Lotos	28
6.3. PGNiG	30
6.4. PKN Orlen	32
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	42
9.1. Agora	43
9.2. Cyfrowy Polsat	44
9.3. TVN	45
9.4. WSiP	46
10. Sektor IT	47
10.1. AB	48
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	58
12.1. Budimex	61
12.2. Elektrobudowa	62
12.3. Erbud	63
12.4. Mostostal Warszawa	64
12.5. PBG	65
12.6. Polimex Mostostal	66
12.7. Rafako	67
12.8. Trakcja Polska	68
12.9. Ulma Construcccion Polska	70
12.10. Unibep	71
13. Deweloperzy	72
13.1. Dom Development	74
13.2. J.W. Construction	75
13.3. Polnord	76
14. Handel	77
14.1. Emperia Holding	77
14.2. Eurocash	77
15. Inne sektory	78
15.1. Mondi	78

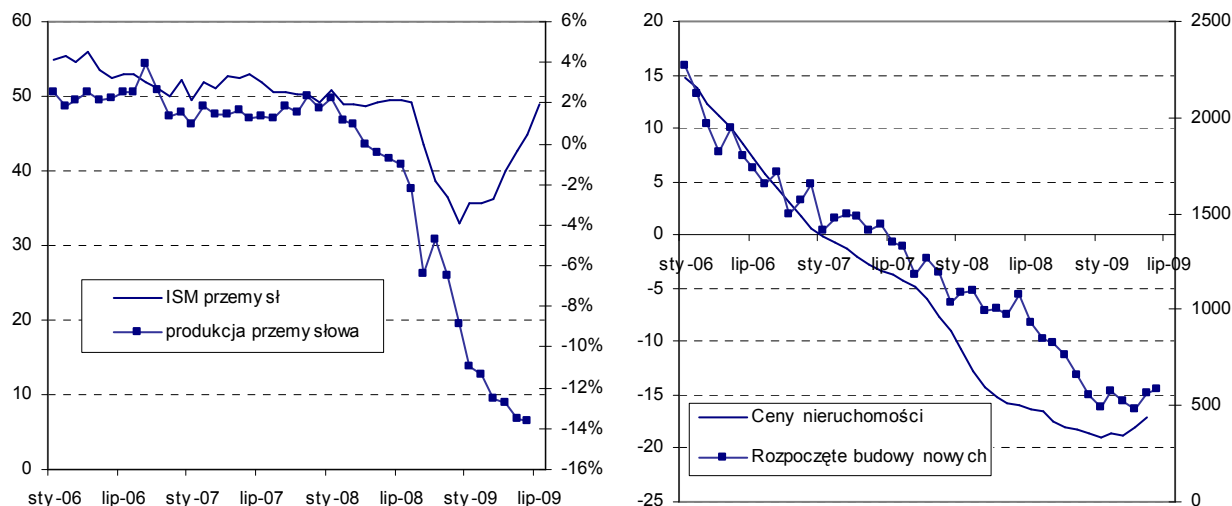
Rynek akcji

W czerwcu zakładaliśmy korektę WIG20 w okolice 1 700 pkt. (okazja do kupna), a następnie powrót indeksu do 2 000 pkt. Przede wszystkim lepsze wyniki spółek amerykańskich oraz nieco lepsze dane makroekonomiczne (rynek pracy, budownictwo, zamówienia w przemyśle) z USA skłoniły inwestorów do masowego kupna akcji, co w efekcie spowodowało płytszą korektę (1 760 pkt.), a następnie bardzo dynamiczne wyjście indeksu powyżej 2 180 pkt. Wniosek? Spekulowanie na korekty w trendzie przynosi słabe efekty, a globalny sentyment nadal kreowany jest przez makro i spółki w USA. Biorąc pod uwagę momentum w jakim znajduje się światowa gospodarka, naszym zdaniem można postawić tezę, że jesteśmy przynajmniej w średnioterminowym trendzie wzrostowym. Przed nami nadal poprawa „twardych” (a nie tylko wyprzedzających) wskaźników makroekonomicznych i wyników spółek, co przy rosnącej akceptacji ryzyka wśród inwestorów będzie prowadziło do wzrostu cen akcji. W przypadku spółek amerykańskich należy pamiętać, że ponad połowa zysków przedsiębiorstw z S&P500 pochodzi spoza USA (możliwy wzrost indeksu przy słabym wzroście amerykańskiego PKB). Naszym zdaniem w tej fazie rynku kwestia wyceny większości spółek nie jest dla inwestorów barierą, bo uchwycenie tejże wyceny ze względu na osiągnięte wyniki w okresie kryzysu (bieżące wskaźniki) jest bardzo trudna - inwestorzy kupują teraz potencjał spółek jaki mają we wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego, co na bieżących wskaźnikach wyceny może oznaczać istotne przewartościowanie (to czy makro nadąży za wycenami okazuje się *post factum*, choć zwykle – zarówno w trendzie wzrostowym jak i spadkowym to się nie udaje). Poprawa wskaźników makro i wyników spółek to również podwyższanie prognoz przez analityków – szczególnie na poziomie makro. Wraz z poprawą sentymentu na GPW, dodatnią stopę zwrotu z akcji i jednoczesnym wycofywaniem się banków z wysokiego oprocentowania lokat należy oczekiwać rosnących napływów oszczędności do TFI, a to oznacza hossę na małych i średnich spółkach, które naszym zdaniem w 2H2009 będą zachowywały się istotnie lepiej niż WIG20. Pozytywnych zaskoczeń oczekujemy ze strony spółek budowlanych, dla których rok 2009 wcale nie musi być ostatnim tak zyskownym oraz spółek przemysłowych. Przy obecnych – naszym zdaniem wymagających poziomach wycen pod presją podażową znajdują się banki. W całej tej pozytywnej układance, w długim a nie tylko kilkumiesięcznym horyzoncie czasowym nadal brakuje jednak jednego kluczowego elementu - amerykańskiego i europejskiego konsumenta, który zaczął spłacać kredyty, a wygasający efekt działania pakietów stymulacyjnych pogarsza jego skłonność do zwiększania zakupów. To jednak nie powinno zaburzyć *recovery 2009*. Rok 2010 pozostaje nadal wielką niewiadomą.

USA nadal kluczowe dla rynku akcji

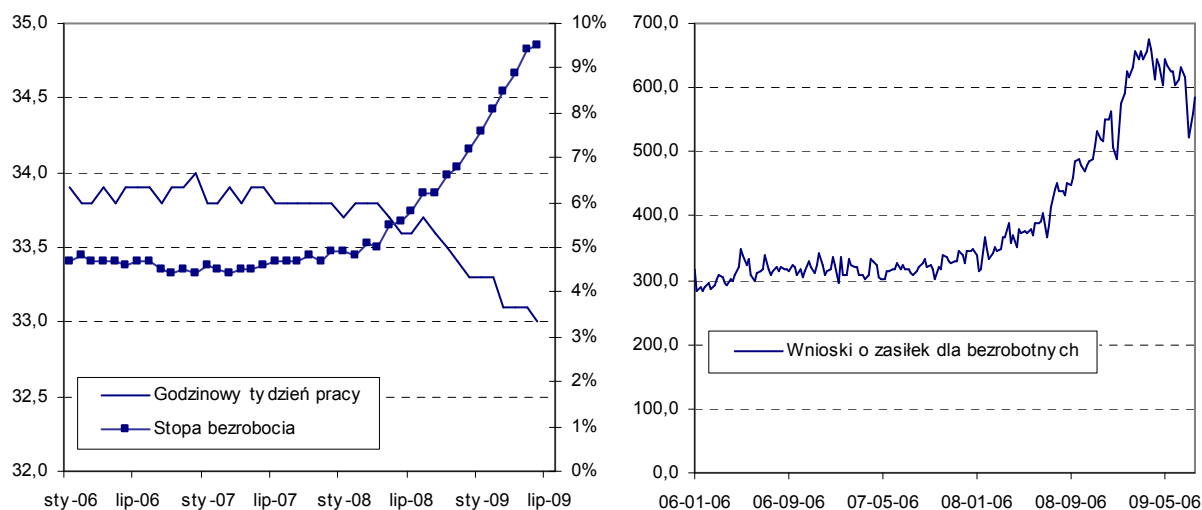
Jak dotychczas, w krajach rozwiniętych poprawie podlegały głównie wskaźniki wyprzedzające i wskaźniki sentymentu, co wystarczyło do odreagowania silnych spadków na giełdach z przełomu 2008/9. „Twarde” dane dotyczące m.in. bieżącej produkcji przemysłowej, rynku nieruchomości czy rynku pracy nadal wykazują wysoką ujemną dynamikę r/r. W perspektywie 1-2 miesięcy należy oczekiwać, że wymienione kategorie „twardych” danych również zaczną poprawiać się w ujęciu r/r, co będzie wynikiem m.in. efektu niższej bazy porównawczej za 3, a przede wszystkim 4Q2009. W USA, która bezapelacyjnie kreuje sentyment na rynku akcji, w pierwszej kolejności poprawie powinny ulec dane o produkcji przemysłowej, co już teraz wyprzedzają dane o zamówieniach w przemyśle. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w USA znajduje się na poziomie zaledwie 68%, co oznacza, że zanim poprawie ulegną dane z rynku pracy najpierw pracodawcy ograniczą liczbę zwolnień (obecnie jesteśmy w tej fazie), poprawie musi ulec utylizacja obecnej zdolności produkcyjnej, w kolejnym etapie pracodawcy zwiększą czas pracy zatrudnionych już pracowników (średnia długość tygodnia pracy) i na końcu zaczną zwiększać zatrudnienie i wynagrodzenia. W pozytywnym scenariuszu cały cykl może potrwać kilka miesięcy czy nawet kwartałów. Poprawa na rynku pracy jest też koniecznym warunkiem do trwałej poprawy sentymentu konsumentów, który jak wskazuje Conference Board ma się nienajlepiej. Pozytywnym jest stabilizacja, a nawet pierwsze symptomy wychodzenia z zapaści rynku nieruchomości (pozwolenia na budowy, sprzedaż nowych domów, ceny m/m) – bardzo istotnego dla zachowań konsumenta.

Produkcja przemysłowa jeszcze nie odzwierciedla ISM i stabilizacja na rynku nieruchomości



Źródło: Bloomberg

Mniej wniosków o zasiłek, bez poprawy w czasie pracy i poziomie zatrudnienia



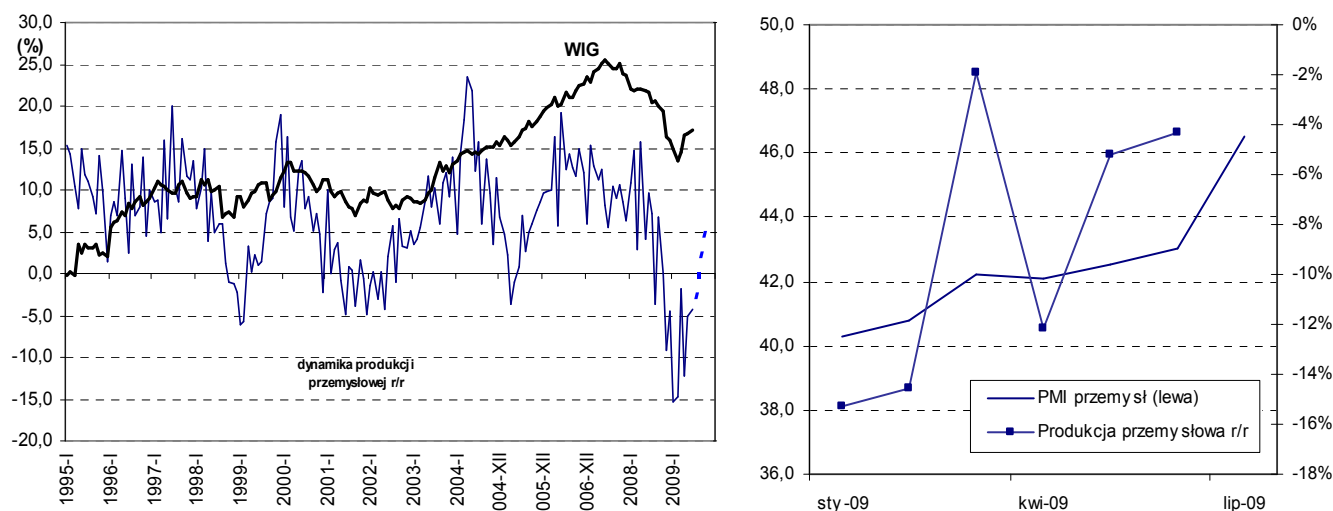
Źródło: Bloomberg

Obecnie rysuje się więc scenariusz ożywienia, jednak trudno będzie utrzymać dynamikę wzrostu gospodarczego powyżej 1-1,5% bez odbudowania popytu krajowego i przy słabej konsumpcji indywidualnej, w którą dodatkowo uderza rosnąca cena ropy. Dla rynku akcji taki scenariusz może oznaczać niemiłą niespodziankę w 2010 roku. Ratunkiem wydaje się tu dalsze osłabianie USD, który oprócz złagodzenia napięć związanych z zadłużeniem (kosztem inflacji) pomógłby zmniejszyć deficyt handlowy USA, a w efekcie poprawę sytuacji na rynku pracy. Na obecną chwilę wszystko wskazuje na taki właśnie scenariusz. Będzie to również test i wyzwanie dla gospodarki chińskiej (konieczność zakumulowania rosnącej produkcji na rynku wewnętrznym, przy istotnym zadłużeniu konsumującej części społeczeństwa i rosnące napięcia inflacyjne – presja na aprecjację Juana), a przede wszystkim europejskiej (silne Euro zmniejszające konkurencyjność krajów eksportowych, szczególnie Niemiec dodatkowo nastawionych na produkcję dóbr inwestycyjnych – słaby popyt związany z niskim ich wykorzystaniem w skali światowej).

Cykl w przemyśle a GPW

Od przemysłu i słabego PLN wszystko się zaczyna, tj. poprawia się sytuacja na rynku pracy i konsumpcja wewnętrzna. Podobnie jak w przypadku gospodarek zagranicznych ożywienie w przemyśle (dodatnia dynamika r/r) zapowiada PMI. Dotychczas korelacja pomiędzy zachowaniem WIG, a produkcją przemysłową była bardzo wyraźna. Nie widzimy powodów dlaczego w obecnym cyklu sytuacja miałaby się różnić.

Produkcja przemysłowa (zmiana r/r) na tle WIG i PMI (prawy)



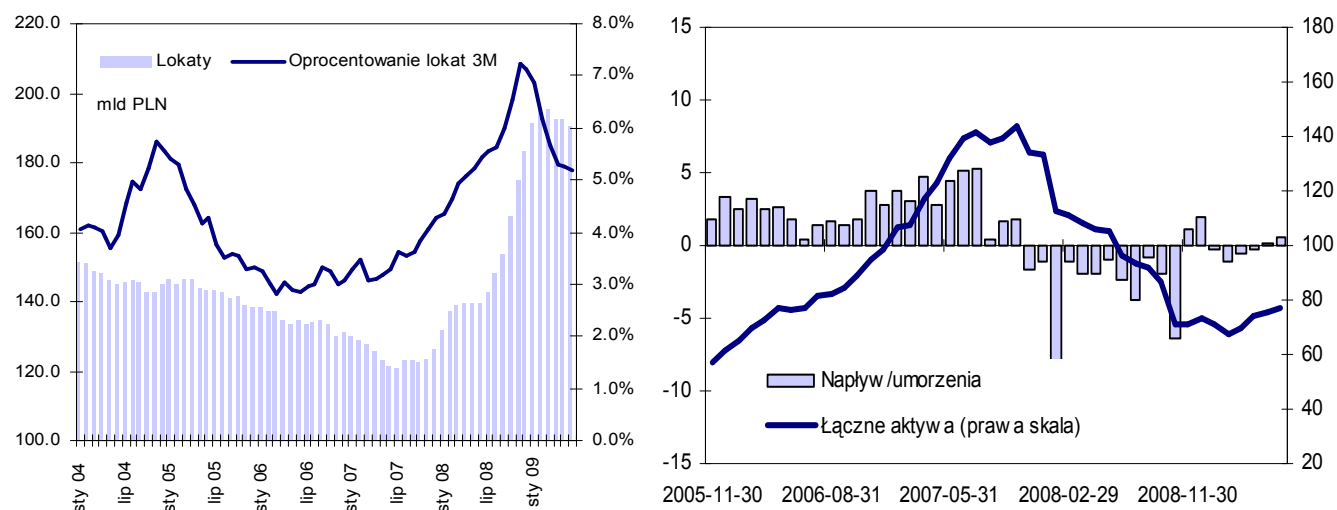
Źródło: GUS, GPW, BRE Bank

Popyt / podaż

Wraz z poprawą sytuacji na giełdach rośnie skłonność inwestorów do lokowania oszczędności w funduszach akcyjnych. Jak podaje Emerging Portfolio Fund Research w ciągu ostatniego 3,5 miesiąca fundusze dedykowane na rynki wschodzące pozyskały netto 32 mld USD, tj. więcej niż w tak krótkim czasie w poprzednim cyklu wzrostowym. Biorąc pod uwagę duże różnice w prognozowanej dynamice przyszłorocznego wzrostu PKB krajów rozwiniętych (0,5-1%) i rozwijających się (powyżej 3%), kapitał dedykowany na rynek akcji może przepływać z funduszy globalnych do funduszy na *emerging markets*. To zapewne będzie prowadziło do powstawania „bąbli spekulacyjnych”.

W przypadku krajowych instytucji finansowych daje się zauważyć pierwsze symptomy ożywionego zainteresowania klientów funduszami akcyjnymi. Wg. Analizy- on-line po bardzo słabym początku roku dla funduszy akcyjnych maj i czerwiec przyniosły napływy netto na poziomie odpowiednio 100 i 580 mln PLN. Wraz z rosnącą stopą zwrotu fundusze zaczęły agresywniej sprzedawać jednostki uczestnictwa, tym bardziej, że w bankach powinno spadać oprocentowanie lokat.

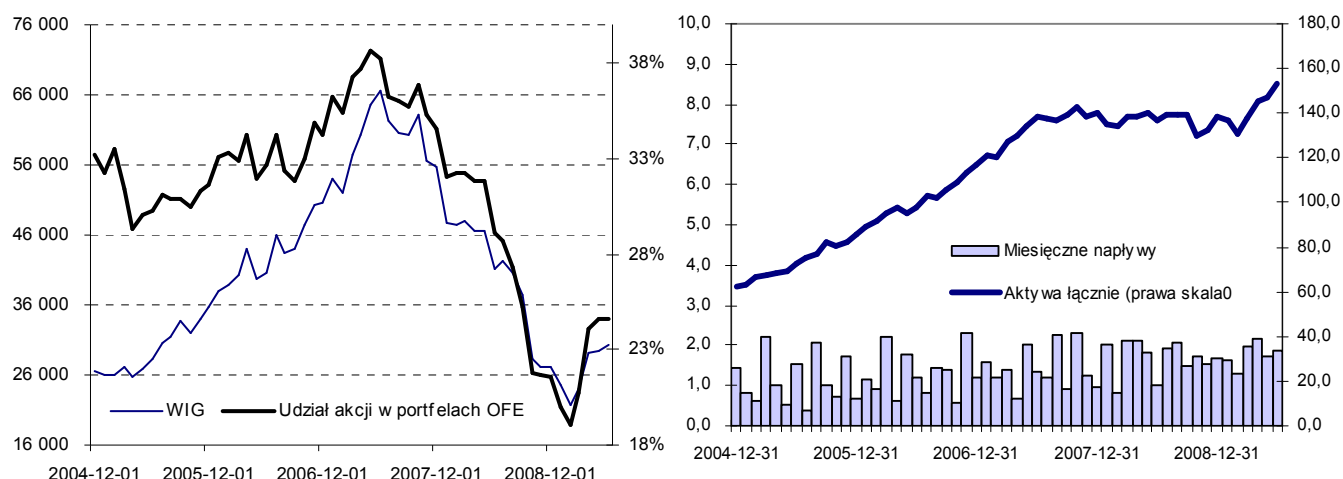
Lokaty terminowe w bankach na tle oprocentowania lokat 3M i napływ/umorzenia w TFI



Źródło: Analizy on-line

W przypadku OFE poziom napływu środków z ZUS pozostaje stabilny na poziomie 1,7-1,9 mld PLN miesięcznie. Na koniec czerwca udział akcji w portfelu (dane zagregowane) wyniósł 24,6%.

Aktywa OFE



Źródło: Analizy on-line

W perspektywie 2 półrocza 2009 a szczególnie roku 2010 czynnikiem ryzyka dla akcji a szczególnie dużych spółek jest podaż akcji ze strony Skarbu Państwa, który zapowiada, że do końca 2010 roku przychody z prywatyzacji wyniosą 36,7 mld PLN. Środki te miałyby finansować deficyt budżetowy. Naszym zdaniem ostateczna decyzja dotycząca wielkości podaży będzie zależała od skali przyszłorocznego deficytu a ten w przypadku poprawy sytuacji gospodarczej może okazać się niższy niż oczekuje rząd. Ponadto już teraz wiadomo, że spółki takiej jak KGHM wymienione na liście spółek do sprzedaży, po błyskawicznej reakcji związków zawodowych nie zostaną sprywatyzowane (możliwa sprzedaż pakietu mniejszościowego – 10% przy obecnych cenach wartość 1,9 mld PLN).

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

Makroekonomia

Inflacja i podaż pieniądza

W czerwcu roczny wskaźnik inflacji nieznacznie się obniżył do 3,5% z 3,6% zanotowanych w maju. Na znaczną rozbieżność naszej prognozy (3,8-3,9%) z ostatecznymi danymi GUS złożyły się praktycznie „tylko i wyłącznie” szacunki cen żywności (w czerwcu nastąpił dość głęboki, plasujący się blisko dolnej granicy wzorca sezonowego spadek cen owoców (o 11,3%) i warzyw (o 7,5%)). Uderzający jest wzrost cen (w ujęciu miesięcznym) w kategoriach popytowych koszyka inflacyjnego. W czerwcu zanotowano silne wzrosty w kategorii rekreacja i kultura (1,1% m/m), co było wynikiem wyższego kursu euro i wzrostem cen w zakresie turystyki zagranicznej. Czerwiec był również kolejnym miesiącem z silnym wzrostem cen w kategorii restauracje i hotele (0,5%), o 0,4% kolejny miesiąc z rzędu wzrosły ceny w kategorii „inne towary i usługi”. Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej liczony po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się jedynie nieznacznie w stosunku do wartości z maja i osiągnął poziom 2,7% r/r (obniżenie wskaźnika wynikało przede wszystkim z efektów bazowych). Szacujemy wstępnie, że inflacja CPI w lipcu zbliży się do poziomu 3,0-3,2%. Przez kolejne miesiące będzie zaś utrzymywała się powyżej poziomu 3%. W IV kw. wskaźnik może wzrosnąć ponownie ze względu na silne efekty bazowe związane z gwałtownymi spadkami cen paliw na jesieni 2008. Oczekujemy, że wskaźnik inflacji bazowej będzie obniżał się w bardzo wolnym tempie (w lipcu może osiągnąć poziom 2,7-2,8%). 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. Perspektywy na rok 2011 mogą jednak w dużym stopniu zależeć od polityki. Dane o inflacji nie zmieniają naszego postrzegania polskiej polityki monetarnej. Wydaje nam się, że konsensus w RPP (również ze względu na podwyższony poziom inflacji netto, eksperymenty z alternatywnymi instrumentami polityki monetarnej oraz niepożądaną desynchronizację z polityką stóp ECB) dryfuje w stronę odłożenia decyzji o obniżce stóp na jesieni tego roku (rozstrzygnięta do tego czasu może zostać kwestia uporczywości inflacji netto, NBP będzie dysponował również nową projekcją inflacyjną). Podkreślamy jednak, że obniżkę na jesieni ciągle widzimy w kategorii ryzyka, a nie bazowego scenariusza.

Podaż pieniądza M3 wzrosła na koniec czerwca do 693,5 mld PLN z 685,4 mld PLN zanotowanych na koniec maja. Roczna dynamika podaży pieniądza ukształtowała się na poziomie 12,43% wobec 14,2% zanotowanych w maju. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w czerwcu mieliśmy do czynienia z dalszym znacznym spadkiem depozytów FUS (o ponad 3 mld PLN), co bezpośrednio wiąże się z rosnącym deficytem FUS. Zgodnie z trendem z ostatnich miesięcy zachowały się natomiast depozyty gospodarstw domowych (wzrost o 1,2% m/m) co jest wynikiem wzrostu stopy oszczędzania i wojny depozytowej toczącej się w sektorze bankowym. Od początku roku depozyty gospodarstw domowych wzrosły już o ponad 9%. Zaskakująco wysoką dynamikę depozytów odnotowano po stronie przedsiębiorstw (5,1% m/m i wzrost o 7,2 mld PLN). Wzrost ten w znacznej mierze wynika prawdopodobnie ze zwrotów podatków. Po stronie kredytów potwierdzone zostały w zasadzie tendencje z ostatnich miesięcy, a więc mizerny wzrost kredytów gospodarstw domowych (0,8% m/m) i dalszy spadek kredytu dla przedsiębiorstw (-1,0% m/m). Naszym zdaniem pozostałą część roku charakteryzować powinien właśnie przyzwoity wzrost depozytów gospodarstw domowych, „magazynowanie” gotówki przez przedsiębiorstwa oraz dalsze delewarowanie przedsiębiorstw przez banki przekładające się na spadek kredytów.

Ceny producentów podniosły się w czerwcu o 0,6% w ujęciu miesięcznym – znacznie powyżej naszych oczekiwań; w konsekwencji dynamika roczna uplasowała się na poziomie 4,0% (wobec konsensusu na poziomie 3,4% oraz dynamiki cen w maju 3,7%). Na wzrost cen złożyły się przede wszystkim podwyżki w przetwórstwie przemysłowym (+0,8%) oraz górnictwie (+2,3%), podczas gdy spadki cen w sekcji wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę okazały się relatywnie małe (-1,7%), znacznie niższe od zmian cenników. Wśród czynników mających wpływ na ceny w przetwórstwie przemysłowym na pierwszy plan wybijają się wzrosty w kategorii „produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej” (+11% w ujęciu miesięcznym), które w pewnym stopniu wpłynęły także na względnie wysokie wzrosty pozostałych kategorii. Wygląda na to, że niektóre przedsiębiorstwa wykorzystują tymczasowe wzrosty cen surowców do usztywnienia cen (patrz także praktycznie zerowa reakcja cen na stacjach benzynowych mimo dużych obniżek cen surowca i umocnienia kursu). Proces ten nie wydaje się możliwy do utrzymania w średnim okresie (zwłaszcza, że wzrosty cen surowców okazały się jednorazowe, a kurs walutowy powoli zaczyna się umacniać), a wolne moce wytwórcze będą czynnikiem działającym w kierunku dalszego spadku cen.

Rachunek obrotów bieżących

W maju odnotowano kolejną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, tym razem w wysokości 207 mln EUR wobec 147 mln EUR w kwietniu. Na nadwyżkę złożyły się: niewielkie

ujemne saldo obrotów towarowych na poziomie -58 mln EUR (wobec deficytu na poziomie -4 mln EUR w kwietniu), dodatnie saldo transferów bieżących (467 mln euro), usług (235 mln EUR, co wynikało z osłabnięcia popytu na usługi zagraniczne) oraz ujemne saldo dochodów (-437 mln EUR). Osłabienie złotego i substytucja wyrobów zagranicznych wyrobami krajowymi (połączone z niskim optymizmem konsumentów) pozwoliły na kontynuację gwałtownej korekty importu (-32,8% w ujęciu rocznym) przy znacznie niższym spadku eksportu (-23,8%), co zaowocowało względnie niskim deficytem na bilansie handlowym. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że lepszy wynik eksportu został wygenerowany przez eksport samochodów (głównie do Niemiec), którego tempo wzrostu znalazło się na dodatnim terytorium w ujęciu rocznym. Uważamy, że wraz z poprawą koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych (w polskim eksporcie ciągle wiodącą rolę odgrywają wyroby o niskim stopniu przetworzenia, służące jako nakład w produkcji za granicą) oraz słabością popytu krajowego, różnica pomiędzy dynamiką eksportu i importu może się w dalszym ciągu rozszerzać (lub pozostać na względnie wysokim poziomie ze względu na dość wysoką importochłonność eksportu). Wynikająca stąd wysoka kontrybucja eksportu netto będzie statystycznie upiększać dynamikę PKB w 2009 roku, która pozostanie dodatnia mimo słabej konsumpcji i ograniczenia popytu inwestycyjnego. Uważamy, że tendencja ta zostanie potwierdzona w danych o PKB za II kwartał. Kontrybucja eksportu netto na poziomie 3pp. oraz mniejsze negatywne dostosowanie zapasów (nieco lepsze dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej) nie wykluczają tempa wzrostu PKB na poziomie 1-1,5%. Co do pasywnej części bilansu płatniczego, uwagę zwracają przede wszystkim ujemne zagraniczne inwestycje zagraniczne w Polsce (-474 mln EUR), rekompensowane przez wyższe zakupy papierów wartościowych w ramach inwestycji portfelowych. Najnowsze dane mogą także po części zadowolić dotychczasowych sceptyków – w maju odnotowano mniejszy przyrost deficytu na saldzie błędów i opuszczeń. Uważamy, że najbliższe miesiące będą charakteryzować się naturalnym przekierowaniem przepływów środków z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które odbije się negatywnie na tego typu finansowaniu w *emerging markets* (w tym również w Polsce). Z uwagi jednak na pozytywne tendencje w ramach rachunku obrotów bieżących (szybkie równoważenie bilansu handlowego, dodatni bilans transferów i usług – niewykluczone, że stosunek C/A do PKB w całym 2009 roku może się zbliżyć do zera) scenariusz standardowego kryzysu walutowego jest bardzo mało prawdopodobny. Uważamy, że korzystne tendencje na samym rachunku handlowym pozwala na względnie bezbolesne doczekanie fazy mniejszej awersji do ryzyka.

Rynek pracy

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w czerwcu o 1,9% w ujęciu rocznym – zgodnie z naszą prognozą. Odwrócenie wskaźników przyszłego zatrudnienia z indeksów koniunktury znajduje potwierdzenie w realnych danych. Obserwowane od pewnego czasu wzrosty indeksów zatrudnienia sugerują także, że wyhamowanie spadków na rynku pracy raczej nie jest związane z rozpoczęciem prac sezonowych, dzięki którym spada stopa bezrobocia (próbki na których oparte są te dwie statystyki są zupełnie inne). Uważamy, że dynamika zwolnień na poziomie 10-20 tys. miesięcznie utrzyma się w najbliższym czasie. Choć sytuacja finansowa niektórych przedsiębiorstw pozostaje ciężka (co wymusza procesy restrukturyzacji), symptomy ożywienia widoczne w gospodarkach zagranicznych mogą zachęcić firmy do dalszego „chomikowania” zatrudnienia, aby uniknąć kosztów rotacji kadr. Co więcej, buforem bezpieczeństwa pozostają także wolniej rosnące płace, które dzięki mniejszej aktywności związków mogły w niektórych przypadkach zostać zamrożone, co pozwoliło na obniżki płac realnych – korzystne z punktu widzenia przyszłej produkcji i konkurencyjności kosztowej polskich przedsiębiorstw. Mimo pewnej stabilizacji spadków zatrudniania nie należy oczekiwać, że w najbliższym czasie firmy zaczną zatrudniać nowych pracowników. Dostosowania podjęte w formie skrócenia tygodnia pracy (niestety dysponujemy tylko *anecdotal evidence*) doprowadza prawdopodobnie także do wydłużenia okresu niskiej dynamiki zatrudnienia w 2010 i 2011 roku. Znaczny spadek dynamiki płac. W czerwcu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 2,0% r/r z 3,8% zanotowanych w maju. Wynik jest zgodny ze spadkowym trendem obserwowanym w poprzednich miesiącach i potwierdza szybkie hamowanie presji płacowej. Już na przełomie roku pisaliśmy, że spadek dynamiki płac do 2% to tylko kwestia czasu. Dodatkowo odczyt czerwcowy został zaniżony przez efekt wysokiej bazy z 2008 roku (wyплаты premii z zysku w górnictwie). Spadek komponentu premiewego będzie obniżał dynamikę płac również w II połowie 2009. Dynamika płac może wtedy zbliżyć się nawet do poziomu 1%. Niższa dynamika wynagrodzeń powinna w średnim okresie oddziaływać w stronę spadku inflacji w usługach (efekt ten będzie jednak bardziej widoczny dopiero w 2010 roku). Niższy fundusz płac to również zwiastun wyhamowania dynamiki przyrostu depozytów gospodarstw domowych (od początku roku depozyty te przyrosły już o 6,5%). Dane pomimo iż wspierają tezę o dezinflacyjnym otoczeniu makroekonomicznym i spadku inflacji w średnim okresie nie powinny przełożyć się na rychłą decyzję RPP o dalszym poluzowaniu monetarnym. Tak jak pisaliśmy Rada eksperymentuje z alternatywnymi sposobami ilościowego poluzowania monetarnego oraz chce uniknąć desynchronizacji z polityką ECB.

Produkcja przemysłowa

W czerwcu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 4,3% r/r (co okazało się wynikiem lepszym od konsensusu prognoz) wobec 5,2% r/r spadku zanotowanego w maju. W ujęciu rocznym produkcja spadła w 21 z 34 sekcji. W ujęciu miesięcznym nastąpił natomiast wzrost w 13 sekcjach (w tym w takich działach jak produkcja elektroniki, urządzeń elektrycznych, czy mebli, co może być sygnałem odradzającego się popytu zewnętrznego). Należy podkreślić, że podobne jak w maju za poprawę wyników produkcji nie są raczej odpowiedzialne czynniki jednorazowe – dane odsezonowane GUS wskazują na mniejszy spadek produkcji na poziomie 5,6% r/r (wobec -5,9% w kwietniu). Widzimy postępującą poprawę w trendzie produkcji przemysłowej; nasze odczucia wzmacnia także koniunkcja twardych danych ze wskaźnikami koniunktury. Najnowsze dane o produkcji przemysłowej to kolejny sygnał (choćby po danych o zatrudnieniu) świadczący o stabilizacji sytuacji po stronie podaży polskiej gospodarki. W najbliższych miesiącach odczyty produkcji pozostaną prawdopodobnie nadal ujemne, niemniej jednak wychodzenie gospodarki niemieckiej z recesji nie pozostanie bez wpływu na wyniki polskich przedsiębiorstw przemysłowych (zwłaszcza tych nastawionych na eksport). Spodziewana przez nas poprawa strony podaży nie przełoży się jednak szybko na wzrost popytu wewnętrznego. Jesteśmy nadal pesymistami co do perspektyw dla popytu wewnętrznego (dynamika konsumpcji może spaść w kolejnych kwartałach do 1,5%, spodziewamy się również istotnego spadku inwestycji w II i III kw. – w poprzednim cyklu dynamika roczna inwestycji pozostała ujemna przez 9 kolejnych kwartałów).

Sprzedaż detaliczna

W czerwcu sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,9% r/r (nominalnie) wobec 1,1% r/r wzrostu zanotowanego w maju. W ujęciu realnym zanotowano 0,7% spadek sprzedaży detalicznej (wobec -0,5% w maju). Na lepszy niż oczekiwano odczyt sprzedaży (oczekiwano dynamiki na poziomie 0,4% r/r) złożyło się przede wszystkim „odreagowanie” głębokich spadków sprzedaży dóbr trwałych z poprzednich miesięcy (sprzedaż samochodów spadła w czerwcu o 8,6% wobec 21,5% r/r spadku w kwietniu i 10,7% w maju, sprzedaż w kategorii meble, RTV i AGD wzrosła o 6,3% wobec wzrostu o 3,0% w maju); dodatnia pozostała także dynamika sprzedaży żywności. Od początku roku dynamika sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw (odzwierciedlająca część popytu gospodarstw domowych najsilniej związanego z cyklem gospodarczym) ustabilizowała się na poziomie nieznacznie wyższym od zera. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej pozostają ciągle mało optymistyczne z uwagi na spadek bieżących i przyszłych dochodów gospodarstw domowych. Oczekujemy, że dynamika spożycia indywidualnego będzie się stopniowo obniżać do 1,5% pod koniec roku, co odbije się negatywnie na wpływach budżetowych. Delator sprzedaży detalicznej ustabilizował się na poziomie 1,6%, co pozostaje pod wpływem silnych wzrostów cen paliw. Dynamika cen sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw okazała się w czerwcu nieznacznie niższa niż w maju i ponownie zbliżyła się bardzo blisko zera. Podtrzymujemy zatem naszą diagnozę, że za wzrostem inflacji bazowej stoją głównie podwyżki cen ustalanych administracyjnie oraz wzrost cen w koszyku usług nierynkowych.

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	19,60	2009-07-24
ASBIS	Kupuj	2,16	2009-04-30
ASSECO POLAND	Kupuj	67,40	2009-05-27
BUDIMEX	Trzymaj	65,80	2009-05-11
BZWBK	Redukuj	102,00	2009-08-05
CIECH	Trzymaj	31,80	2009-08-05
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	Zawieszona		2009-08-05
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	40,90	2009-05-07
ING BSK	Sprzedaj	313,00	2009-08-05
J.W. CONSTRUCTION	Redukuj	9,70	2009-06-15
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Redukuj	54,90	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	Trzymaj	64,50	2009-08-05
MILLENNIUM	Sprzedaj	1,80	2009-05-12
MONDI	Akumuluj	57,40	2009-07-10
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	65,60	2009-06-04
NETIA	Trzymaj	3,80	2009-08-05
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Redukuj	201,60	2009-06-04
PEKAO	Trzymaj	133,20	2009-08-05
PGNiG	Sprzedaj	3,58	2009-08-05
PKN ORLEN	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Trzymaj	30,20	2009-08-05
POLICE	Sprzedaj	5,80	2009-06-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	3,80	2009-05-25
POLNORD	Akumuluj	35,20	2009-07-03
RAFAKO	Zawieszona		2009-08-05
SYGNITY	Kupuj	25,30	2009-05-27
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Kupuj	19,40	2009-07-31
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,90	2009-05-18
TVN	Trzymaj	10,00	2009-07-01
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Zawieszona		2009-08-05
UNIBEP	Trzymaj	5,30	2009-05-26
WSiP	Kupuj	17,80	2009-08-04
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Kupuj	19,60	2009-07-24
MONDI	Akumuluj	Trzymaj	57,40	2009-07-10
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Kupuj	Akumuluj	19,40	2009-07-31
WSiP	Kupuj	Kupuj	17,80	2009-08-04

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZWBK	Redukuj	Akumuluj	102,00	2009-08-05
CIECH	Trzymaj	Akumuluj	31,80	2009-08-05
ERBUD	Zawieszona	Redukuj	35,00	2009-08-05
ING BSK	Sprzedaj	Trzymaj	313,00	2009-08-05
LW BOGDANKA	Trzymaj	Akumuluj	64,50	2009-08-05
NETIA	Trzymaj	Kupuj	3,80	2009-08-05
PEKAO	Trzymaj	Akumuluj	133,20	2009-08-05
PGNiG	Sprzedaj	Redukuj	3,58	2009-08-05
PKO BP	Trzymaj	Akumuluj	30,20	2009-08-05
RAFAKO	Zawieszona	Kupuj	8,70	2009-08-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Zawieszona	Trzymaj	40,20	2009-08-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	7	4	14	4	12	1	0	6	4	3
procent	17,1%	9,8%	34,1%	9,8%	29,3%	7,1%	0,0%	42,9%	28,6%	21,4%

Sektor finansowy

Pengab wzrósł o 5,3 pkt m/m do 18,9 pkt w lipcu

Wskaźnik koniunktury bankowej Pengab wzrósł w lipcu o 5,3 pkt m/m do 18,9 pkt. Skumulowany wskaźnik ocen wyniósł w lipcu 14,8 pkt i był wyższy o 4,6 pkt wobec czerwca, natomiast skumulowany wskaźnik prognoz wzrósł o 6,0 pkt do 23,0 pkt. Odnotowano wzrost zainteresowania depozytami złotowymi zarówno terminowymi jak i bieżącymi. Spadków oczekuje się wobec depozytów dewizowych. Obserwowana jest również dalsza poprawa koniunktury w kredytach zarówno złotówkowych jak i walutowych, w obszarze kredytów konsumpcyjnych i małych kredytów dla przedsiębiorstw (do 1 mln EUR). Oczekuje się dalszej poprawy w tym zakresie. Odnotowano wzrost cen kredytów gospodarczych. In plus wpłynęła również ocena rynku obligacji, polis i ubezpieczeń na życie, jednak dalszej poprawy oczekuje się po rynku obligacji. Kolejne, po danych o podaży pieniądza, lekko pozytywne dane na temat sektora. Wskaźnik Pengab idzie w ślad zażywaniem w bankowości (wiosna i wczesne lato sprzyjają większej aktywności klientów). Utrzymanie się wzrostu w sierpniu postrzegalibyśmy jako oznakę poprawy, gdyż jest to miesiąc wakacyjny. Wskaźnik w dalszym ciągu znajduje się na bardzo niskich poziomach w porównaniu do ubiegłego roku (lipiec 2008 34,1 pkt.). Naszym zdaniem jest jeszcze zbyt wcześnie, aby wskazywać na odwrócenie trendu (średnia krocząca Pengab z ostatnich 12 miesięcy dalej spada, jednak można powiedzieć, że „dno” nastrojów bankowców mamy już za sobą).

Słabnie wojna depozytowa?

Z danych zbieranych przez „Rz” wynika, że średnie oprocentowanie lokat trzymiesięcznych w 20 największych bankach wynosi 5,59%, podczas gdy jeszcze w marcu było to ok. 6,3%, a na przełomie roku w niektórych bankach sięgało nawet 10%. Ostatnio oprocentowanie kont oszczędnościowych obniżył m.in. PKO BP. W ślad za nim ruszą zapewne konkurenci. Zgadza się, że nowe stawki depozytów są coraz niższe. Widać to w statystykach NBP dotyczących nowych stóp procentowych. Jednak skoro w marcu klienci zakładali lokaty na 6,3%, to nawet jeśli trwała tylko 3 miesiące, wygasła dopiero na koniec czerwca. Dodatkowo spadły rynkowe stopy procentowe. Zatem skutki wojny depozytowej będą jeszcze odczuwalne i będą miały negatywny wpływ na wyniki kolejnych kwartałów.

SNB będzie kontynuować interwencje, aby zapobiec aprecjacji CHF - Jordan z SNB

Szwajcarski Bank Centralny będzie kontynuować interwencje na rynku finansowym, aby zapobiec umocnieniu CHF - zapowiedział członek rady SNB Thomas Jordan. Pozytywna informacja dla polskich banków.

Podaż pieniądza

M3 wzrosło 14,3% R/R i 4% YTD. Z danych płyną dość dobre informacje na temat zarówno depozytów gospodarstw domowych jak i depozytów przedsiębiorstw. Depozyty GD w ciągu miesiąca wzrosły o 4,3 mld PLN (YTD 10%, 25% R/R). Jednocześnie depozyty przedsiębiorstw zwiększyły się aż o 7,2 mld PLN (w maju o 3,7 mld PLN, po spadkach notowanych na początku roku). Tempo przyrostu depozytów przedsiębiorstw przyrosło o 7% R/R (-0,9% YTD). Jednocześnie następuje dystrybucja środków instytucji samorządowych (-1,6 mld PLN w ciągu miesiąca oraz środków FUS -3,2 mld PLN). Równocześnie cały czas mamy do czynienia ze spowolnieniem akcji kredytowej. Kredyty wzrosły o 27% R/R (w maju 29%). Przy rosnącym portfelu kredytów gospodarstw domowych (o 3 mld PLN w ciągu miesiąca, dynamika YTD 8%), dalej spadają kredyty przedsiębiorstw (-2,3 mld PLN, 0,9% YTD). Relacja kredyty/depozyty wynosiła na koniec czerwca 114,8% i poprawiła się z 115,6% na koniec maja 2009. W czerwcu mieliśmy do czynienia raczej ze stabilnym poziomem kursów walutowych (umocnienie względem CHF o 0,4% i osłabienie względem EUR o 0,24%). Widzimy lepsze od naszych oczekiwań zachowanie się segmentu detalicznego. Przyrost depozytów jest wyższy niż nasze oczekiwania i nawet mimo oczekiwanego osłabienia napływu środków w drugiej połowie roku (bezrobocie, alternatywne grupy oszczędności). Zrewidujemy nasze założenia dla wolumenów sektora w najbliższym raporcie. Jednocześnie pozwala to z nieco większym optymizmem spojrzeć na akcję kredytową na rzecz gospodarstw domowych. Przedsiębiorstwa dalej są pod presją i banki niechętnie udzielają im kredytów, choć czerwcowy wzrost depozytów segmentu odbieramy pozytywnie. Podtrzymujemy nasze założenie spadku depozytów o 7% w 2009 roku. Natomiast w zakresie kredytów (-13,5%) zakładają zbyt szybkie ograniczenie portfela kredytów w przedsiębiorstwach. Może to spowodować również ograniczenie podaży kredytów w przyszłym roku na rzecz tego segmentu, nawet po odnotowaniu wzrostu jego oszczędności.

NBP: Wartość kredytów na nieruchomości w czerwcu wzrosła o 1,6 mld PLN

W maju wartość udzielonych przez banki kredytów na nieruchomości dla gospodarstw domowych wzrosła o 3,9 mld PLN. Wartość kredytów w walutach w czerwcu wzrosła m/m o 55,6 mln PLN po wzroście o 2,5 mld PLN w maju. Wartość kredytów w złotych w czerwcu wzrosła m/m o 1,6 mld PLN po wzroście o 1,45 mld PLN w maju. Wartość kredytów w stałym

kursie walutowym (w czerwcu PLN umocnił się względem CHF o 0,4%), wyniosła 2,26 mld PLN. Jest to wzrost mocniejszy niż w maju, gdy szacowany wzrost portfela w stałym kursie walutowym sięgnął prawie 2 mld PLN. Widoczne jest pewne ożywienie w wartości udzielanych kredytów, jednak nie zmienia on obrazu rynku. W ubiegłym roku w czerwcu sprzedaż również była wyższa niż w maju.

NPL w sektorze

W czerwcu wskaźnik NPL/Kredyty brutto wzrósł do poziomu 6,3%, z 6% na koniec maja br. Motorem wzrostu były przede wszystkim należności nieregularne przedsiębiorstw, gdzie wskaźnik wzrósł do 10,1% z 9,3% maja. Wartość NPL w segmencie wzrosła o prawie 1,7 mld PLN w ciągu miesiąca. Jednocześnie rośnie również wartość NPL w gospodarstwach domowych (o 0,4 mld PLN, po wzroście o 0,74 mld PLN w maju). Wskaźnik NPL/ Kredyty brutto sięgnęła 4,2% (4,1% w maju). Wzrosty wskaźnika wynikają z nie tylko z przyrostu NPL (w podobnej skali w ciągu miesiąca), ale również na skutek spadku portfela kredytów ogółem.

ZBP: Banki udzieliły kredytów mieszkaniowych wartości 16,8 mld PLN w 1H09

Banki udzieliły 83283 kredytów mieszkaniowych o łącznej wartości 16,8 mld PLN w 1H09. W analogicznym okresie rok wcześniej banki udzieliły 165 tys. kredytów mieszkaniowych o wartości ok. 36 mld PLN. ZBP prognozuje, że w całym 2009 roku sprzedaż kredytów mieszkaniowych sięgnie 40 mld PLN (po 1H09 zrealizowana w 42%). Dodano, że o ile w styczniu liczba udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 11 tys., to w maju i czerwcu było to odpowiednio 15,2 tys. i 16,7 tys. Według wstępnych danych w 2Q09 banki udzieliły ok. 45 tys. kredytów mieszkaniowych o wartości 9,1 mld PLN. Na rynku mamy do czynienia z ożywieniem popytu na nieruchomości obserwowanym co roku w okresie wiosny i wczesnego okresu letniego. Oczekujemy wyhamowania popytu na kredyty hipoteczne i spadku transakcyjności w kolejnych miesiącach (sezon wakacyjny). Wielką niewiadomą będzie rynek na jesieni, gdyż wtedy zazwyczaj również wzrasta popyt. Jednak w tym roku zapowiadany jest wzrost stopy bezrobocia, co może wyhamować zapotrzebowanie. Okres zimowy zazwyczaj przynosi osłabienie popytu na nieruchomości. Na obecną chwilę uważamy prognozę ZBP za zbyt optymistyczną, choć po wynikach 2Q09 skłaniamy się do tego, że sprzedaż może nieco przekroczyć naszą obecną prognozę (25 – 30 mld PLN) i przekroczyć 30 mld PLN. Takie odchylenie nie ma jednak istotnego przełożenia na wyniki banków (nawet przy marży 2% ponad koszt kredytu, sprzedaż dodatkowych 3 mld PLN oznacza wynik odsetkowy w granicach 60 mln PLN w skali roku).

W czerwcu udzielono 555,1 mln PLN kredytów mieszkaniowych z dopłatą

Z danych BGK wynika, że w czerwcu udzielono 3107 takich kredytów, podczas gdy w maju udzielono ich 2858. W całym pierwszym półroczu udzielono 12444 kredyty na łączną kwotę 2,128 mld PLN, a od początku funkcjonowania programu, czyli od końca stycznia 2007 roku zaciągnięto 23073 kredyty na łączną kwotę 3,415 mld PLN. Średnia wartość kredytu udzielonego w czerwcu br. wynosiła ponad 178 tys. PLN (w maju średnia wartość na praktycznie tym samym poziomie). Od początku roku średnia wartość kredytu wynosi 171 tys. PLN, zatem w ostatnich dwóch miesiącach średnia wartość wzrosła. Naszym zdaniem tego rodzaju kredyty zyskują powoli na znaczeniu dla całej produkcji kredytów hipotecznych w sektorze, jednak takie dane wskazują na utrzymanie się większej sprzedaży w czerwcu. Jest to efekt sezonowego ożywienia sprzedaży z jakim mamy do czynienia wiosną i na początku lata. Dane te nie zmieniają naszych założeń w zakresie całorocznej produkcji kredytów hipotecznych na poziomie 25 – 30 mld PLN.

Oszczędności Polaków wzrosły o 2,7% Q/Q do 689,4 mld zł w 1Q09

Według Analizy Online oszczędności zgromadzone przez gospodarstwa domowe wzrosły do poziomu 689,4 mld PLN. Według szacunków Analiz Online z uwagi na zmiany, jakie zaszły w strukturze środków pozostających do dyspozycji gospodarstw domowych, kluczową rolę dla zachowania się oszczędności odgrywają banki, których udział w ogólnej kwocie, w końcu ubiegłego roku, sięgał ponownie 50%. Wartość oszczędności ulokowanych w bankach na koniec pierwszego kwartału bieżącego roku wzrosła o 23,9 mld PLN osiągając poziom 356 mld PLN (+7% YTD). Zdaniem autorów raportu, drugi segment mający wpływ na zachowanie się oszczędności to środki zgromadzone w ramach OFE. Ich wartość spadła nieznacznie, bo o 0,8% Q/Q. Z kolei wartość środków utrzymywanych poza systemem bankowym również osiągnęła historycznie rekordowy poziom, rosnąc w pierwszym kwartale o +0,4% i stanowiąc ponad 13% naszych oszczędności. Gospodarstwa domowe pozostaną motorem napędzającym środki na akcję kredytową w sektorze bankowym. Tutaj należy oczekiwać również największej aktywności ze strony banków w zakresie kredytowania, choć ze względu na znacznie ostrożniejsze podejścia sektora do oceny ryzyka kredytowego, akcja kredytowa zostanie dopasowana do tempa wzrostu oszczędności.

ZBP: Ponad 11,9 mln klientów indywidualnych ma dostęp do rachunku przez Internet

Liczba klientów indywidualnych, posiadających dostęp do rachunku bankowego przez Internet

sięgnęła 11,94 mln na koniec 1Q09. Z tej liczby 6,62 mln osób wykonuje na rachunku 4,4 operacji miesięcznie. ZBP podał, że dostęp do rachunku przez Internet ma także 1,31 mln małych i średnich firm oraz 105,5 tys. korporacji. Wykonują one odpowiednio co najmniej 16,4 oraz 119 operacji na rachunku miesięcznie. Rośnie potencjał banków do oszczędności na kosztach obsługi klientów.

Zatory w bankach o korzystnych ofertach kredytów hipotecznych

Banki, które oferują korzystne warunki kredytów hipotecznych (*Rzeczpospolita* wymienia: DnB Nord, Deutsche PBC, Nordea Bank, niektóre oddziały PKO BP), nie nadążają z rozpatrywaniem wniosków. Na depozycję w tych bankach trzeba czekać nawet do dwóch miesięcy. Klienci składają wnioski do kilku banków jednocześnie. Popyt na kredytach hipotecznych utrzymał się mimo wszechobecnego odrąbienia przez media kryzysu. Jednak banki znacznie ograniczyły podaż kredytów. Uważamy, że obecny profil oferty wskazuje na to, że będziemy mieli do czynienia z przetasowaniem na pozycjach liderów sprzedaży kredytów hipotecznych. Banki giełdowe, które do tej pory dominowały listę ustąpią w coraz większym stopniu miejsca mniejszym graczom.

Rynek międzybankowy

Rzeczpospolita pisze, że w dalszym ciągu na rynku międzybankowym dominują kilkudniowe pożyczki i znacznie obniżona jest płynność na trzy i sześć miesięcy. Wczoraj WIBOR3M sięgał 4,18% (0,7p.p. ponad stopę referencyjną, podobnie jak zaraz po upadku Lehman Brothers). Banki zamiast pożyczać sobie wzajemnie, wolą lokować środki w papierach skarbowych. Według dilerów sytuacja jest o tyle lepsza, że na rynku nie ma paniki, kończy się też podkręcanie limitów (czasami narzucanych przez zagranicznych inwestorów). Sytuacja się nie zmieni dopóki globalne instytucje finansowe (często inwestorzy strategiczni polskich banków) nie zaczną niżej wyceniać ryzyka. Jednocześnie godny uwagi jest fakt, że w ostatnich tygodniach spread między WIBOR3M i stopą referencyjną zaczął powoli spadać. 1 czerwca wynosił on 87 pb.

BGK wysłał umowy do banków

Według *Rzeczpospolitej*, instytucje miały podpisać z BGK umowę o poręczeniach i gwarancjach kredytów dla małych i średnich firm, 30 lipca. Deklaracje podpisania zgłosili: BZ WBK, BGŻ, Millennium. ING BSK, BRE Bank, Raiffeisen, DnB Nord, Pekao i Handlowy są w trakcie negocjacji, jednak raczej również podpiszą umowę. Nie wierzą jednak w sukces tego programu, gdyż uważają, że cena poręczenia będzie odstraszała firmy (2% kwoty kredytu i to z góry). Banki próbują obniżyć cenę, jeden z nich do 1%. O sukcesie lub porażce będziemy mówić za kilka miesięcy. Lipiec się skończył, a banki w dalszym ciągu nie podpisały umów. Naszym zdaniem poręczenia wystartują po wakacjach. Wtedy rozstrzygnie się jak sprawnie został przeprowadzony ten proces pod względem operacyjnym. Pierwsze efekty zobaczymy w ostatnim kwartale, choć ze względu na mniejszy popyt ze strony przedsiębiorców, wyższe koszty ryzyka kredytowego szacowanego przez banki oraz konieczność pozyskania środków na udzielenie takiego kredytu, nie oczekujemy znacznego odbicia w kredytach dla przedsiębiorstw, nawet jeśli proces udzielania gwarancji będzie przebiegał sprawnie.

Santander i AIG Bank Polska łączą się

Transakcja polega na wymianie akcji, w wyniku której Santander będzie miał 70% akcji AIG Bank Polska i obejmie zarządzanie nowym podmiotem, a AIG będzie miał 30% udziałów. Nowy bank zamierza specjalizować się w obsłudze klientów detalicznych. Będzie to prawdopodobnie 15. pod względem aktywów bank w Polsce. Zgodę na połączenie musi wyrazić KNF i UOKiK. Nie podano wyceny AIG Bank Polska w transakcji. AIG tym samym nie pozyska gotówki z transakcji. Zapłata nastąpi w formie akcji nowego podmiotu.

Ukraińskie banki na minusie

Z 16 ukraińskich banków 11 ma straty w 2Q09 i za 1H09. Największą stratę podał Raiffeisen Bank Awal (716 mln UAH), po nim jest Pierwszy Ukraiński Międzynarodowy Bank (4847 mln UAH). Negatywna informacja dla PKO BP, Pekao i Getin Holding, które posiadają operacje na Ukrainie.

Popyt na pracowników finansów i bankowości +9% w 2Q09

Według serwisu pracuj.pl liczba ofert w bankowości i finansach wzrosła o 9% Q/Q wobec 3% dla całego rynku. Wynika to m.in. z rozwoju Alior Banku, wzrostu zatrudnienia w Eurobanku. Nie oznacza to, że w bankach giełdowych wzrośnie zatrudnienie. Uważamy, że proces zwolnień lub zamrożenia rekrutacji utrzyma się w nich do końca roku.

Kredyt dla ZUS ograniczy akcję kredytową dla innych segmentów

Według szacunków w tym roku Zakładowi Ubezpieczeń Społecznych może zabraknąć od 5 – 8 mld PLN. Ewentualny kredyt dla ZUS może ograniczyć akcję kredytową dla klientów indywidualnych oraz firm. Obecnie trwa już przetarg na linię kredytową w wysokości 2,5 mld zł, gdyż poprzednia, której wysokość jest taka sama, wygasa pod koniec września tego roku.

Oczekujemy znacznego wzrostu relacji kredyty/depozyty w tym roku w tym obszarze. Od dwóch miesięcy mocno spadają środki na rachunkach FUS (w czerwcu ponad 3 mld PLN). Zapotrzebowanie na kredyt z tej strony ograniczy podaż kredytów na rzecz dwóch największych segmentów klientów banków, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Co prawda podane kwoty nie wydają się znaczące na tle całego portfela kredytów, jednak są bardzo istotne z punktu widzenia udziału w produkcji nowych kredytów, szczególnie w tym roku.

Premie zwiększają ryzyko działania banków

Przewodniczący KNF w liście do prezesa ZBP sugeruje zmianę podejścia do polityki płacowej banków. Chodzi o uzależnianie wynagrodzeń pracowników od realizacji celów ilościowych. Trudno oczekiwać z rezygnacji ze stawiania pracownikom celów do realizacji. Polskie banki nie zaczerpnęły go zresztą z rodzimego rynku, a z metod funkcjonowania globalnych gospodarek.

BGŻ zanotował wzrost obrotów faktoringowych do 875,4 mln PLN w 1H09

875,4 mln PLN obrotów faktoringowych w 1H09 oznacza wzrost o 16% R/R. Bank od 1 czerwca br. wprowadził system do obsługi tego typu transakcji, eBGŻ Faktor. Oczekuje dalszego wzrostu obrotów z tego tytułu. Obroty faktoringu w tym roku wzrosną ze względu na większą potrzebę zarządzania płynnością po stronie klientów banków. Jednak ich kontrybucja do wyników całego banku w przypadku graczy giełdowych nie jest duża.

Kredyt technologiczny wreszcie dostępny dla firm

Firmy mogą skorzystać z finansowanego przez UE kredytu na zakup nowych technologii. To nowy rodzaj wsparcia dla firm. Pula przekracza 400 mln PLN (jeden kredyt na kwotę do 4 mln PLN). Umowę z BGK podpisało 6 banków i właśnie wystartowało z ofertą. O pożyczki na zakup nowych technologii i inwestycje z tym związane można starać się w PKO BP, Banku Pekao, BRE Banku, BPH, Raiffeisen Banku i Banku Polskiej Spółdzielczości. Mała skala wsparcia w relacji do całego portfela kredytów. Jednak oferta takiego produktu ze strony banków pomaga nawiązać relacje z segmentem MSP, co naszym zdaniem da potencjał do rozwoju w przyszłości.

Synergie kosztowe po fuzji Fortis – Dominet szacowane na 100 mln PLN

Fortis Bank Polska szacuje, że dzięki połączeniu z Dominet Bankiem w ciągu dwóch lat uzyska 100 mln PLN oszczędności kosztowych. Plan połączenia zakłada, że Fortis wyemituje 5,24 mln akcji na połączenie z Dominet Bankiem. Nowe akcje obejmą dotychczasowi właściciele, czyli 99,19% akcji trafi do Fortis Bank SA/NV. Fuzja zostanie przeprowadzona od 1 do 3 sierpnia, prawne połączenie nastąpi 31 lipca. Połączona instytucja, które będzie działać pod marką Fortis Bank będzie zajmowała 14. pozycję z aktywami na poziomie 23,1 mld PLN na koniec 1Q09. Liczba 270 oddziałów, z czego 160 to placówki partnerskie, zapewni bankowi 11. pozycję w sektorze. Nie ma to wpływu na inne banki w sektorze. Informacja o fuzji podana znacznie wcześniej. W lipcu KNF wyraziło zgodę na połączeniu obu podmiotów.

Liczba rachunków osobistych w sektorze przekroczyła 20 mln sztuk

Bankier.pl podał, że liczba rachunków osobistych prowadzonych przez polskie banki sięgnęła 20 mln na koniec 1Q09, co oznacza wzrost o 1 mln w ciągu roku. Liderem pozostaje PKO BP prowadzący 6,34 mln ROR-ów. W Pekao otwartych jest 2,96 mln rachunków tego typu. Na trzecim miejscu znajduje się internetowy mBank z liczbą 1,52 mln rachunków, trzeci jest BZ WBK z 1,5 mln kont. Ponad milion rachunków prowadzą również Millennium i ING BSK. W stosunku do rankingu z ubiegłego roku, trzecie miejsce oddał BZ WBK na rzecz mBanku. Łącznie w BRE Banku (mBank i Multibank) jest 1,77 mln kont. W najwolniejszym tempie przyrastają rachunki w PKO BP (43 tys.). Pekao odniósł korzyści z tytułu połączenia z BPH. W pozostałych bankach z czołówki przyrost wyglądał następująco: mBank otworzył 242 tys. rachunków, BZ WBK 216 tys., Bank Millennium 210 tys., a ING BSK 166 tys. Z mniejszych podmiotów dynamicznie rachunki pozyskiwał Lukas Bank (+68 tys. kont), Eurobank (+70 tys.), MultiBank (+52 tys.) i Alior Bank (od listopada 2008 roku otworzył już prawie 92 tys. rachunków osobistych). Z danych Związku Banków Polskich wynika, że w taki sposób swoje rachunki obsługuje już 7,5 mln Polaków. Są to jednak oficjalne statystyki, które nie wyłączają nieużywanych kont. Liczba Polaków jest również mniejsza, gdyż 1 osoba może mieć rachunki w więcej niż 1 banku. Ciekawe zestawienie pokazujące „naturalne” udziały poszczególnych banków w segmencie detalicznym. PKO BP ma prawie 32% udziału w liczbie rachunków, jednak jego portfel depozytów detalicznych wskazuje na udział poniżej tej wartości. Jedną z odpowiedzi jest fakt, że w większym stopniu bazuje na klientach z mniejszych miast, których średni depozyt jest niższy.

NBP rozszerza listę zabezpieczeń kredytów lombardowych

NBP rozszerzył listę zabezpieczeń dotyczących udzielanych bankom kredytów lombardowych o dłużne papiery wartościowe nominowane w walutach obcych. W pierwszej fazie NBP akceptować będzie jako zabezpieczenia kredytu papiery rządowe RP nominowane w euro. W miarę zmian zachodzących na rynku NBP przewiduje w kolejnych krokach dalsze rozszerzanie listy zabezpieczeń, które objąć mogą papiery rządowe RP w innych walutach lub papiery

rządowe innych krajów. Jednocześnie Zarząd NBP nie rekomendował RPP wydłużenia transakcji typu repo, jednak jeśli zajdzie taka konieczność możliwe jest wprowadzenie tego typu operacji. Możliwość dostępu długoterminowego pieniądza bankom komercyjnym zapowiadał pod koniec czerwca członek Rady Polityki Pieniężnej, Marian Noga. Pozytywna informacja dla sektora. Środowisko bankowe postuluje jednak, aby jako zabezpieczenia przyjmowane były również m.in. papiery zabezpieczone na hipotekach.

BOŚ ma nową strategię

Nowa strategia Banku Ochrony Środowiska na lata 2009 - 2013 zakłada dokapitalizowanie banku kwotą 470 mln PLN do 2011 roku, z czego 150 - 300 mln PLN bank chce pozyskać do końca tego roku. W przyszłym roku możliwe jest dokapitalizowanie poprzez rynek. Dzięki temu wzrosłaby płynność akcji banku na giełdzie. Pozyskane środki posłużą na realizację strategii na lata 2009-2013, która zakłada m.in. 260 mln PLN zysku netto i zwrot z kapitału na poziomie 15% w 2013 roku, poinformował prezes banku Mariusz Klimczak. WNDB ma sięgnąć 785 mln PLN (vs. 331,5 mln PLN w 2008), z czego 412 mln PLN ma generować segment detaliczny. Prezes poinformował, że bank chce zwiększyć liczbę klientów detalicznych do 500 tys. na koniec 2013 r. wobec 200 tys. na koniec 2008r. Liczba klientów korporacyjnych ma wzrosnąć do 36 tys. wobec 19 tys. na koniec ub. roku. Bank zapowiada wprowadzenie „niestandardowych produktów detalicznych” w drugiej połowie tego roku. Zapowiedziano również zmianę wizualizacji korporacyjnej banku. Ciągłe pozostanie on mniejszym bankiem skupionym na segmencie detalicznym. Jednak takie zapowiedzi stanowią dodatkowy element konkurencji dla mniejszych graczy rynkowych (m.in. w obszarze depozytów).

Pocztowy rusza na segment MSP

Bank przygotował strategię, która zakłada, że udział banku w segmencie MSP zwiększy się ośmiokrotnie w ciągu trzech lat. Obecnie udział BP pod względem liczby obsługiwanych podmiotów wynosi 0,3 – 0,5%. Grupą docelową BP są klienci o obrotach 3 – 200 mln PLN, koncentrując się w największym stopniu na mniejszych (do 30 mln PLN obrotów). Do osiągnięcia są duże efekty skali. Wynik na działalności bankowej w ciągu trzech lat ma wzrosnąć dwukrotnie. Na razie słabością banku jest brak dostępu firm do rachunku przez Internet. Jednak rozwój uzależniony jest od tego czy BP zostanie dokapitalizowany. BP ma szanse na pozyskanie klientów w małych miejscowościach, gdzie nie ma alternatywnych placówek bankowych (lub konkurencja jest mała), a klienci nie mają wysokich wymagań w zakresie zaawansowania produktów. Z perspektywy mniejszych przedsiębiorstw Bank Pocztowy może być bardzo atrakcyjnym bankiem ze względu na cenę i dostępność sieci bankowej (placówki pocztu).

ZWZA Fortis Bank Polska, zgoda KNF na pożyczkę podporządkowaną

Fortis Bank Polska ma zgodę KNF na zaliczenie 20 mln EUR do funduszy uzupełniających. Jednocześnie walne zgromadzenie banku uchwaliło podwyższenie kapitału oraz połączenie z Dominet Bankiem. *Parkiet* pisze, że emisja może przekroczyć 400 mln PLN. Celem byłoby zabezpieczenie banku przed rosnącymi kosztami ryzyka. Nowy inwestor banku (BNP Paribas), może utworzyć rezerwy w tym m.in. na zobowiązania Vistuli czy strata klientów na kontraktach terminowych. Będzie to trudny rok dla Fortis BP. Pozytywnie jednak postrzegamy fakt, że nowy inwestor stanowi wsparcie dla polskich operacji.

Getin Holding – Fitch obniżył ratingi TU Europa i TU na Życie Europa do poziomu 'BB'

Fitch Ratings obniżyła spółkom międzynarodowy rating Siły Finansowej (IFS) z poziomu 'BBB-' do poziomu 'BB', podała spółka w komunikacie. Rating został zrównany do ratingu Getin Banku, głównie z powodu wysokiego poziomu ekspozycji na Getin Bank poprzez inwestycje. Fitch równocześnie obniżył obu spółkom krajowy rating z 'A' do poziomu 'BBB'. Perspektywa ratingu została skorygowana ze stabilnej na negatywną. TUE podkreśla, że mimo niższego rating'u sytuacja operacyjna i finansowa spółek jest dobra. Wyniki są o 36% lepsze niż przed rokiem, składka przypisana brutto wg PSR jest wyższa o 105% R/R. TU Europa dostarcza depozyty do Getin Banku. Nie jest to nowa informacja dla rynku.

Getin Holding, Noble Bank – Założenia dla połączonego Noble Getin Banku

We wniosku o wydanie pozwolenia na połączenie Getin Banku i Noble Banku oraz na przekroczenie poziomu wykonywania 75% głosów w podmiocie przez strategicznych akcjonariuszy do KNF zobowiązano się, że nie będą podejmować działań prowadzących do wycofania akcji Noble Banku po połączeniu z Getin Bankiem z GPW. W sytuacji gdyby taka konieczność by zaistniała, zobowiązali się do uzgodnień z właściwymi organami nadzoru finansowego. Ponadto zobowiązano się, że w terminie trzech i pół roku od dnia połączenia obu banków co najmniej 15% akcji Getin Noble Bank będzie znajdowało się w wolnym obrocie. Emitent zamierza również docelowo wypłacać połowę osiągniętych zysków w formie dywidendy, a w przypadku wyjątkowo pozytywnych wyników i wysokiej wypłacalności, będzie można rozważyć wypłatę wyższej dywidendy. Dywidenda będzie płacona o ile będzie pozwalała na to współczynnik wypłacalności. Biorąc pod uwagę obecne otoczenie makroekonomiczne, wypłatę



połowy zysku należy traktować jako cel, a nie wskaźnik obowiązujący od przyszłego roku.

Noble Bank i Getin Bank kupiły 19,947% akcji TU Europa od Getin Holding

Getin Holding sprzedał po 785,2 tys. akcji TU Europa za 67,06 mln PLN (85,4 PLN/akcję) na rzecz Getin Banku i Noble Banku. Łącznie zbył 1570,4 tys. akcji ubezpieczyciela za kwotę 134,112 mln PLN, co stanowi 19,94% udziałów. Po transakcji Getin Holding ma 79,85% udziałów w TU Europa. *Parkiet* pisze, że powodami takiej transakcji wewnątrz grupy może być pozyskanie środków przez spółkę holdingową z grupy na nowe akwizycje lub chęć poprawy płynności. Getin Holding może obecnie przeznaczyć środki albo na akwizycje, albo posiadać środki na dokapitalizowanie podmiotów z grupy. Skoro udziały sprzedały dwa polskie banki, to być może chodzi o operacje zagraniczne. Z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych Getin Holding zmienia się to, że nieznacznie spadło zaangażowanie w TU Europa grupy Getin Holding. Getin Holding ma praktycznie całość udziałów w Getin Banku, jednak w przypadku Noble Banku udziały GH wynoszą 73,64%.



BZ WBK (Redukuj)

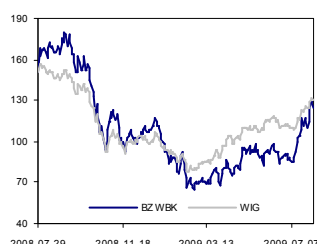
Cena bieżąca: 124,1 PLN Cena docelowa: 102 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 515,4	-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)	9 054,4
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	43,3%
P/E	9,5	10,6		36,5		28,3		Zmiana ceny: 6m	47,7%
P/BV	2,1	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-25,3%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	179,9
Dyid (%)	4,8	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,5

* przed kosztami rezerw



Wyniki 2Q09 były lepsze od naszych oczekiwań na skutek wyższego wyniku tradingowego oraz niższych odpisów na rezerwy. W pierwszym półroczu tego roku ze względu na wojnę depozytową i odpisy na opcje spadł wynik odsetkowy. W drugiej połowie roku niewielkiej poprawy oczekiwać należy ze strony marży odsetkowej netto (wojna depozytowa ma się ku końcowi), wzrostu wyceny instrumentów dłużnych, stopniowej poprawy wyniku prowizyjnego, jednak jednocześnie niższych wyników z tradingu na skutek spadku zmienności na rynkach finansowych. Odbicie na marży odsetkowej będzie hamowane przez spadek rynkowych stóp procentowych, a wynik odsetkowy będzie również pod presją na skutek słabych wolumenów. W najbliższym czasie zrewidujemy nasze prognozy długoterminowych wyników dla BZ WBK. Kapitalizacja BZ WBK sięga 9,4 mld PLN. Aby P/E'10 sięgnęło 10, bank musiałby wykazać wynik na poziomie 940 mln PLN, czyli o 10% wyższym niż wynik netto za 2008 rok. Uważamy, że istnieje bardzo niska szansa na realizację takiego poziomu wyniku już w przyszłym roku. Obniżamy rekomendację z akumuluj do redukuj.

Wprowadzenie akcji do obrotu – Program Motywacyjny

W związku z realizacją Programu Motywacyjnego do obrotu wprowadzono 115,729 tys. akcji serii H. Całkowita wartość emisji warunkowej został uchwalona w kwietniu 2006 roku na 200 tys. akcji. Bank ma jeszcze jeden PM, uchwalony rok później, w którym warunkowo zakłada się emisję do 150 tys. akcji. W najbliższym raporcie analitycznym na temat BZ WBK zweryfikujemy dane dotyczące liczby akcji. Wyemitowane w ramach PM I akcje stanowią niespełna 0,16% wszystkich znajdujących się w obrocie, zatem nie będzie to miało istotnego wpływu na wycenę.



Handlowy (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 57 PLN

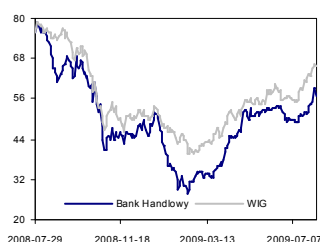
Cena docelowa: 40,9 PLN

Analityk: 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)	7 447,6
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	14,9%
P/E	9,0	12,4		22,8		17,4		Zmiana ceny: 6m	81,0%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-26,3%
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,3		Max (52 tyg.)	77,5
Dyld (%)	7,2	8,3		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Spadające przychody, ciągle wysokie koszty ryzyka oraz kumulacja ubiegłorocznych zysków w kapitałach banku będą wpływały negatywnie na rentowność kapitałów własnych. Dodatkowo uważamy, że Bank Handlowy w bardzo ograniczony sposób będzie zwiększał aktywa wazone ryzykiem w okresie spowolnienia. Potencjał płynnego bilansu i znacznej nadwyżki kapitałów nie będzie wykorzystany w perspektywie kilku kolejnych kwartałów. To dodatkowo przełoży się na opóźnienie odbicia w zakresie przychodów. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.



ING BSK (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 496 PLN

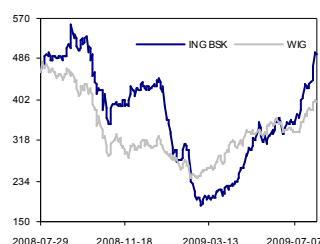
Cena docelowa: 313 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 217,5	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)	6 453,0
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	41,3%
P/E	10,2	14,5		33,7		16,5		Zmiana ceny: 6m	65,3%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	4,2%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	557,0
Dyid (%)	5,6	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Bank nie bierze udziału w wojnie depozytowej dzięki znacznej przewadze kredytów nad depozytami. Pozostaje selektywnym jednak aktywnym graczem na rynku kredytów. Posiada również duży udział należności korporacyjnych w portfelu kredytowym, co znacznie ułatwia rewizję ceny portfela na istniejących należnościach kredytowych. Dzięki temu wynik odsetkowy pozostanie wyższy niż w ubiegłym roku. Jednak wraz ze spadającymi stopami rynkowymi, potencjał do dalszej poprawy wyniku odsetkowego będzie ograniczony. Dodatkowo elementem negatywnym będą pozostawać koszty ryzyka kredytowego. Rynek zdyskontował już oczekiwania na dobre wyniki 2Q09. Zmieniamy rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

Wywiad prezesa banku

W wywiadzie dla *Pulsu Biznesu* prezes ING BSK, B. Bartkiewicz, otwarcie krytykuje nieuczciwe praktyki banków. Uważa, że obecne reklamy manipulują klientami, nie informują i wprowadzają w błąd. Na rynku brak jest przejrzystej oferty. W wywiadzie powołuje się na przykłady reklam lokat. Uważa, że nieprzejrzyste reklamy ograniczają zaufanie do sektora. Jednocześnie uważa, że na naszym rynku kredyty hipoteczne denominowane w CHF powinny zostać zakazane. Przyznaje, że w pewnym momencie przyłączył się do banków udzielających tego rodzaju kredytów, jednak tylko dlatego, aby nie zostać wyrzuconym z rynku. Apel do pozostałych graczy. Uważamy, że niczego to nie zmienia.



Kredyt Bank (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 8,2 PLN

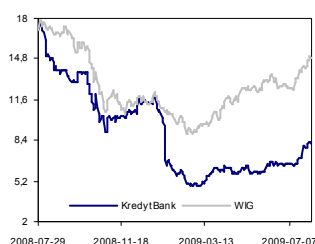
Cena docelowa: 4,1 PLN

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 (mln) 271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca) 2 224,9
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 26,4%
P/E	5,7	6,8		210,8		45,4		Zmiana ceny: 6m 42,2%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m -52,9%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 17,4
Dyid (%)	4,5	6,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 4,8

* przed kosztami rezerw



Strata netto w 1Q09 uwzględniała znaczne rezerwy w segmencie korporacyjnym i nie pozwoli na osiągnięcie zysku netto już po pierwszym półroczu 2009. W całym 2009 roku uda się wypracować symboliczny zysk. Wysoka przewaga kredytów nad depozytami, uzależnienie finansowania od inwestora strategicznego (kredyty z tego źródła stanowią przeszło 1/4 sumy bilansowej) uniemożliwią wzrost w kolejnych kwartałach. Bank będzie skupiony na restrukturyzacji i porządkowaniu istniejących linii biznesowych. Dodatkowo, nawet jeśli sytuacja płynnościowa się poprawi, bank nie będzie w stanie sprzedawać produktu, który w poprzednim cyklu dostarczył wzrostu sumy bilansowej – walutowych kredytów hipotecznych. Ze względu na charakterystykę rynku consumer finance (koszty ryzyka uderzają w banki sprzedające kredyty gotówkowe poza bazę klientów), Żagiel nie będzie notował rosnących wyników sprzedaży, a rezerwy na jego kredyty będą obciążeniem dla banku. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.



Millennium (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 4,4 PLN

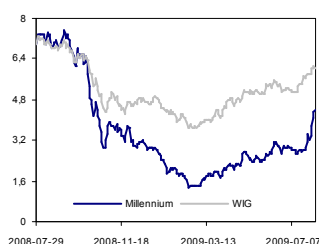
Cena docelowa: 1,8 PLN

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)	3 736,4
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 495,1	-18,2%	1 638,1	9,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	481,7	-26,7%	609,7	26,6%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	22,8	-95,6%	118,6	420,7%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	18,1	-95,6%	94,0	420,7%		
ROE	19,5%	15,5%		0,6%		3,3%		Zmiana ceny: 1m	57,1%
P/E	8,1	9,0		207,0		39,8		Zmiana ceny: 6m	131,6%
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-40,5%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,6
Dyid (%)	3,9	4,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



Wyniki 2Q09 były gorsze od oczekiwań rynku, bank w dalszym ciągu boryka się z problemem finansowania portfela kredytów. Poprawa sentymentu na rynkach finansowych (spadek kosztów refinansowania kredytów walutowych, powolny spadek cen depozytów klientów detalicznych, umocnienie PLN) została już zdyskontowana przez rynek. Jednak w kolejnych kwartałach należy oczekiwać spadku rynkowych stóp procentowych (m.in. WIBOR3M będący podstawą dla oprocentowania kredytów), ich stabilizacji na niższym poziomie, co będzie wpływało negatywnie na wynik odsetkowy. Mimo znacznego zaangażowania na rynku kredytów walutowych, Bank Millennium „zamienia” LIBOR (CHF) na stopy polskie poprzez instrumenty pochodne. Dodatkowo cały czas problemem pozostanie niska podaż nowych wolumenów, co będzie hamowało trwałą poprawę przychodów. Zarząd zapowiedział, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać wyższych kosztów ryzyka kredytowego, co będzie ograniczało pozytywny wpływ niższych kosztów finansowania. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wyniki 2Q09

Na poziomie wyniku operacyjnego po rezerwach bank zanotował wynik na poziomie 2 mln PLN, vs. nasze oczekiwania niespełna 400 tys. PLN. Na poziomie zysku netto kwota 8,9 mln PLN zawiera zdarzenia jednorazowe, które mocno podniosły kwartalny rezultat. Jakość wyniku odsetkowego oceniamy negatywnie. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw był o 26% gorszy od naszych prognoz. Wpływ na to miały przychody. Bank osiągnął bardzo niski wynik odsetkowy (85 mln PLN vs. prognoza 119 mln PLN), wynik prowizyjny (106,6 mln PLN vs. prognoza 115 mln PLN). Bank odrobił część spadku przychodów dzięki bardzo dobremu wyniku handlowym (łączny wynik handlowy i pozostałe przychody operacyjne netto oraz wynik na swapach walutowych 129 mln PLN vs. prognoza 115 mln PLN). Jest to kolejny kwartał sprzyjający generowaniu wyników handlowych w bankach. Wraz ze spadkiem zmienności na rynkach finansowych oczekujemy spadku przychodów z tego tytułu. Przychody ogółem były o ponad 7% niższe od naszej prognozy. In plus zapisały się wydatki, które były o 8 mln PLN niższe od naszej prognozy i nie zmieniły się istotnie w relacji do poprzedniego kwartału. Bank obniża wydatki administracyjne, jednak bardzo niska baza kosztów osobowych z 1Q09 (rozwiązania rezerw na premie) nie pozwoliła na ich utrzymanie w 2Q09 (koszty osobowe wzrosły o przeszło 6 mln PLN). Zaskoczeniem był dla nas spadek wydatków rzeczowych w sytuacji rozpoczęcia w 2Q09 kampanii promocyjnej depozytów. Koszty ryzyka kredytowego sięgnęły tylko 63 pb. w 2Q09, podczas gdy w 1Q09 było to 148 pb (po wyłączeniu odpisów na opcje 86 pb). Poprawa sytuacji na rynkach finansowych (m.in. umocnienie złotówki) mogło pozwolić na zawiązanie niższych rezerw. Przewaga portfela detalicznego w kredytach ogółem pozwala obecnie na raportowanie niższych rezerw, jednak w tym segmencie największe rezerwy będą naszym zdaniem zawiązywane w przyszłym roku. Bank w dalszym ciągu ma przewagę kredytów nad depozytami (106%), choć na skutek umocnienia PLN relacja ta spadła z poziomu 112% notowanego kwartał wcześniej. Motorem wzrostu depozytów (choć zaledwie o 1,8% Q/Q) są gospodarstwa domowe (+4% Q/Q), podczas gdy depozyty przedsiębiorstw spadły. Portfel kredytów spadł o 4% Q/Q dzięki umocnieniu się złotówki (wpływ na kredyty hipoteczne i kredyty przedsiębiorstw) oraz ograniczenie podaży kredytów dla przedsiębiorstw. Wzrosty wykazują jedynie najmniejszą część portfela – consumer finance. Wyraźnie widać obszary, w który bank pozostał aktywny.



Pekao (Trzymaj)

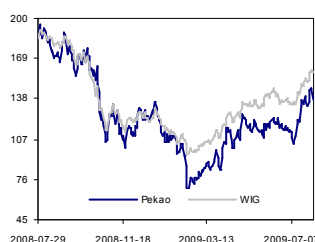
Cena bieżąca: 137,5 PLN Cena docelowa: 133,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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 (mIn)	262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,8%		3,1%		MC (cena bieżąca)	36 054,2
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	20,6%
P/E	10,2	10,2		22,9		17,3		Zmiana ceny: 6m	38,2%
P/BV	2,5	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-26,3%
D/PS	9,0	9,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	192,0
Dyid (%)	6,5	7,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	67,9

* przed kosztami rezerw



Utrzymanie płynnego bilansu (kredyty/depozyty na poziomie 88% po 2Q09), kontrola wydatków (koszty ogółem spadły 1% R/R po 1H09), wysoki współczynnik wypłacalności (14,5% na poziomie grupy, 13,7% w banku Pekao) to atuty Pekao. Dodatkowo jak na razie bank odnotował znacznie mniejszy przyrost portfela należności nieregularnych niż notowany w innych bankach (NPL/kredyty brutto na poziomie 6,7%, z 5,5% na koniec 2008 roku). Zarząd banku tłumaczy to konserwatywnym podejściem do oceny ryzyka kredytowego w banku w ciągu ostatniej prosperity w sektorze. Rynek zdyskontował już wycenę rynkowej korzystne położenie Banku Pekao na tle innych konkurentów. W związku z oczekiwaniem niskiej skali przyrostu wolumenów oraz spadającymi rynkowymi stopami procentowymi trudno będzie w znaczącym stopniu poprawiać przychody w kolejnych kwartałach. Bank wyceniany jest przy P/E'10 na poziomie 18, przy założeniu zysku na poziomie 2,1 mld PLN w przyszłym roku. Podniesienie prognozy zysku nawet o 50%, w dalszym ciągu wskazuje na P/E'10 na poziomie 12. Uważamy, że osiągnięcie zysku netto na poziomie zbliżonym do poziomu 2008 roku jest zbyt optymistycznym założeniem. Dodatkowym czynnikiem wpływającym negatywnie na wycenę rynkową Pekao może być podaż akcji w związku z zapowiedziami sprzedaży resztki należącej do Skarbu Państwa. Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Prezes zadowolony w wynikach w 2Q09

Prezes J. K. Bielecki powiedział, że jest zadowolony z wyników w 2Q09. Pozytywnie ocenił również polski sektor bankowy w kontekście radzenia sobie z kryzysem. Dodał, że w przypadku polskich banków w dalszym ciągu rozmawia się o zyskach, podczas gdy zagraniczne podmioty w wielu przypadkach raportują straty. W pełni podzielamy opinię prezesa Pekao. Uważamy, przy tym, że to grupa największych banków będzie w kolejnych kilku kwartałach wypadać lepiej pod względem poziomu rezultatów. Polskie banki dobrze radzą sobie w trudnym otoczeniu, jednak należy pamiętać, że tegoroczne zyski będą o 50 – 60% niższe niż przed rokiem.



PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 32,6 PLN Cena docelowa: 30,2 PLN

Analitik: Marta Jeżewska
Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	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 odsetkow a	4,4%	5,0%		3,6%		3,6%		MC (cena bieżąca)	32 600,0
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	29,9%
P/E	11,2	10,4		22,7		20,0		Zmiana ceny: 6m	27,8%
P/BV	2,7	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-37,3%
D/PS	1,0	1,1		1,0		0,0		Max (52 tyg.)	52,0
Dyield (%)	3,0	3,3		3,1		0,0		Min (52 tyg.)	18,9

* przed kosztami rezerw



Perspektywa przesunięcia dnia prawa poboru z 29 października na 6 października (propozycje uchwał na NWZA banku planowane na 31 sierpnia 2009) przybliżyła perspektywę rozwodnienia zysku netto. W związku z harmonogramem konkursu na członków zarządu banku wydaje się coraz bardziej pewne, że na czele banku przy okazji emisji będzie stał p.o. prezesa. Tym bardziej, że przy planowanych na NWZA zmianach w składzie Rady Nadzorczej, pod znakiem zapytania jest to, czy wybór obecnej rady spotka się z aprobatą nowej. Wszystkie te czynniki mogą mieć przełożenie na cenę emisyjną. W 2Q09 pozytywny wpływ na wyhamowanie trendu spadkowego marży odsetkowej miał wzrost WIBOR3M. Jednak z końcem czerwca rynkowe stopy spadały i obecnie WIBOR3M znajduje się na niższych poziomach niż np. w czerwcu. Będzie to wywierało presję na spread depozytowy (szczególnie na rachunkach bieżących), co opóźni efekt spadku kosztu na depozytach terminowych (schyłek wojny depozytowej). Obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

MSP skłonne przeprowadzić ofertę wcześniej

Ministerstwo Skarbu Państwa może skłonić się ku przeprowadzeniu nowej emisji akcji PKO BP na początku października, gdyby okazało się to konieczne dla powodzenia oferty, poinformował minister skarbu Aleksander Grad. Na najbliższym NWZA ministerstwo będzie chciało skrócić czas do emisji. Nowy prezes ma zostać wybrany w połowie września, a na początku października miałby odpowiadać za emisję. W tym kontekście kwestia konkursu może się przeciągnąć i to jeszcze p.o. prezesa będzie kierował bankiem w momencie prowadzenia emisji. Czasu jest jednak coraz mniej.

P.o. prezesa, W. Papierak, zapewnia o kontynuacji prac nad emisją

P.o. prezesa zapewniał, że prace nad emisją ciągle trwają i wkrótce zostanie wybrany doradca emisji. *Rzeczpospolita* pisze, że grupą, która kierowała pracami nad nową emisją oraz zajmowała się wyborem doradcy, kierowała Anna Trzecińska, która została zwolniona. Razem z nią z PKO BP odeszło trzech dyrektorów, których zatrudnił były prezes. Czekamy na rozstrzygnięcia. Wakaty na ważnych stanowiskach wpływają negatywnie na decyzyjność wewnątrz banku. Dodatkowo, jak widać z podjętych zmian personalnych należy liczyć się również ze zmianami w całym banku, co dodatkowo wydłuży proces wyboru nowych członków zarządu.

BGK zamierza objąć akcje nowej emisji PKO BP za 2 mld PLN

Prezes BGK, I. Fonfara, powiedział, że bank zamierza objąć akcje nowej emisji za kwotę 2 mld PLN. Obecnie czeka na zgodę Rady Nadzorczej w tej sprawie. Udział Skarbu Państwa w PKO BP wynosi nieco ponad 51%. Jeśli bank miałby pozyskać 5 mld PLN (pierwotne deklaracje), to do objęcia byłoby jeszcze 0,5 mld PLN przypadających na PKO BP.

PZU rozważa udział w emisji nowych akcji PKO BP

PZU podtrzymuje, że może rozważyć wzięcie udziału w podwyższeniu kapitału PKO BP. PZU jest zainteresowane współpracą strategiczną z bankiem, więc jeśli objęcie udziałów mogłoby „scementować” taką współpracę, PZU będzie się przyglądało tej kwestii. PZU jest kolejnym obok BGK podmiotem z udziałem Skarbu Państwa, zainteresowanym w objęciu akcji nowej emisji.

Prezes odwołany

Rada Nadzorcza odwołała Prezesa Zarządu J. Pruskiego, oraz Wiceprezesa odpowiedzialnego za inwestycje T. Mirończuka. Pełniącym obowiązki prezesa został W. Papierak, dotychczasowy

wiceprezes banku odpowiedzialny za rynek detaliczny. MSP ogłosiło nowy konkurs na członków zarządu. *Puls Biznesu* pisał, że mogą nie być to ostatnie dymisje w zarządzie, wymieniając J. Myjaka (odpowiedzialnego za pion korporacji). Miałby go zastąpić J. Wojtas, który wygrał w ubiegłym roku konkurs na członka zarządu odpowiedzialnego za pion korporacji, jednak nie zyskał aprobaty J. Pruskiego. W drugiej połowie sierpnia ma odbyć się NWZA banku, które zadecyduje nie tylko o zmianach w zarządzie, ale również w Radzie Nadzorczej. Prezes J. Pruski w wydanym oświadczeniu podał m.in., że nie podano mu przyczyn odwołania.

MSP planuje zwołanie NWZA

Minister Skarbu, A. Grad, powiedział, że decyzja o odwołaniu prezesa i wiceprezesa PKO BP była suwerenną decyzją Rady Nadzorczej. MSP zwróciło się jednocześnie jeszcze 1 lipca do zarządu z wnioskiem o zwołanie walnego zgromadzenia, w którym znalazłyby się punkty dotyczące zmian w Radzie Nadzorczej. Na razie nie wiadomo ilu osób miałyby dotyczyć zmiany. Prawdopodobnie odbędzie się ono 21 sierpnia (choć może zostać przesunięte na 1 września). M. Piszczek, przewodnicząca RN PKO BP powiedziała, że konkurs został ogłoszony, a przesłuchania kandydatów zaplanowano na początek września. Prasa spekuluje, że potencjalnym nowym prezesem banku może być S. Lachowski (były prezes BRE Banku), M. Klimczak (prezes BOŚ), I. Chalupec (były prezes PKN Orlen), Mariusz Karpiński (były prezes GEMB) i R. Juszcak (były prezes PKO BP). Skoro główny akcjonariusz chciał zwołać NWZA już 1 lipca, a głównym celem była rekonstrukcja Rady Nadzorczej, to obecna RN może nie decydować już o nowym zarządzie banku. Jeśli harmonogram przedstawiony przez RN w kwestii konkursu zostanie tak prowadzony, to kłóci się on z planami w zakresie zwołania NWZA. Rodzi to ryzyko przeciągnięcia się procesu w czasie, a to z kolei może w końcu odbić się na harmonogramie emisji. Czekamy na dalszy rozwój wypadków.

7 mld PLN na kontach oszczędnościowych

Bank zebrał na kontach oszczędnościowych 7 mld PLN, na 430 tys. rachunkach. Bank obniżył również oprocentowanie produktu, o 25 – 35 pb. Dla kwot poniżej 20 tys. PLN oprocentowanie poszło w dół o 35 pb, do 4,15%, dla kwot od 20 do 50 tys. PLN do 4,25% (o 25 pb), a dla kwot od 50 tys. PLN do 4,8% (o 25 pb). Decyzja uzasadniona ostatnią decyzją RPP. Uważamy jednak, że banki w dalszej części roku będą dalej sukcesywnie obniżać oprocentowanie, nawet bez decyzji o obniżce stóp przez RPP.

Jeszcze 1 mld PLN dla budżetu

Joanna Szmid, wiceminister skarbu powiedziała w Sejmie, że celem rządu jest otrzymanie jeszcze 1 mld PLN od PKO BP do budżetu. Chodzi zarówno o wypłatę dywidendy zaliczkowej za 2009 rok, jak i przychody ze sprzedaży praw poboru w planowanej emisji. Oczekiwania rządu są znane rynkowi od dłuższego czasu. Jednak wypłata uzależniona jest od harmonogramu i powodzenia emisji akcji.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

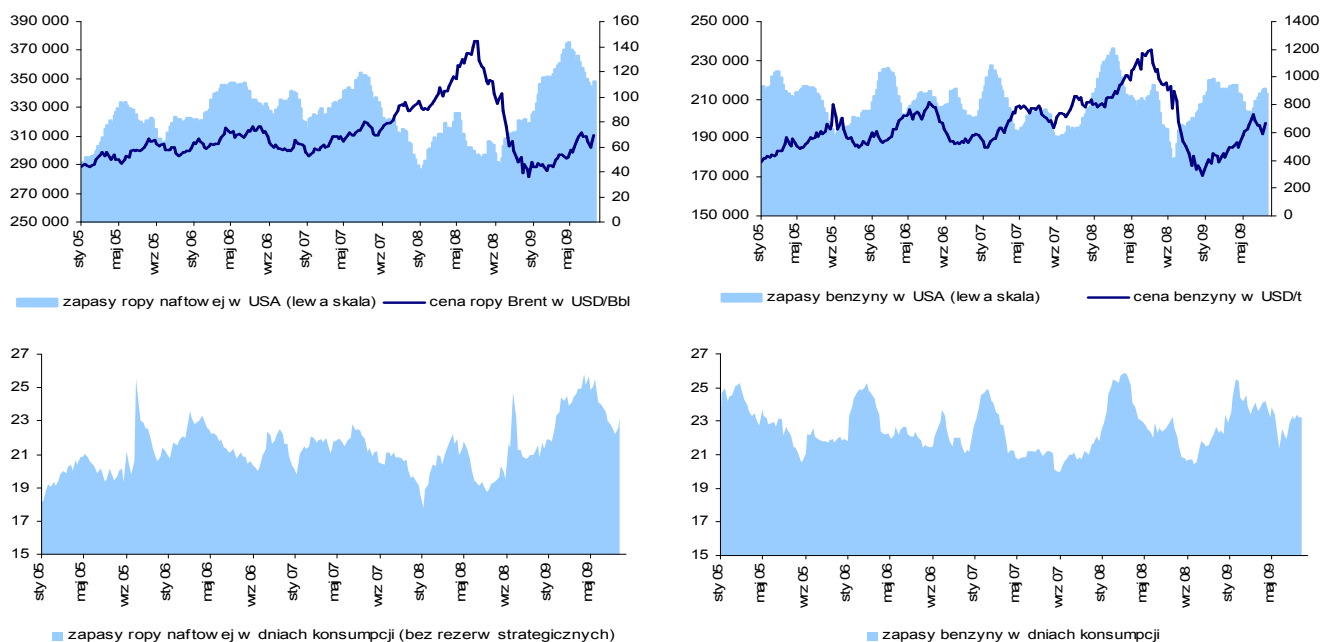
Orlen i Lotos przeciwko rurociągowi produktowemu na Białorusi

Według doniesień prasowych Orlen i Lotos chcą zablokować projekt budowy rurociągu transportującego do Polski tańszy niż krajowy olej napędowy z Białorusi. Rząd prawdopodobnie przychylił się do argumentów polskich rafinerii i OLPP wycofa się z tego projektu. Rurociąg produktowy pozwoliłby na import konkurencyjnego paliwa, co oczywiście nie leży w interesie polskich rafinerii. W naszej opinii będą one dążyć do przejęcia kontroli nad importem z tamtego kierunku i sami będą sprzedawać paliwo z białoruskich rafinerii. Przypominamy, że w przypadku diesla Polska jest importem netto. W ubiegłym roku dostawy z zagranicy zaspokajały około 32% krajowej konsumpcji.

Brak jednoznacznych rozstrzygnięć na rynku paliw

Lipiec, mimo pozytywnego początku, nie przyniósł wyraźnej poprawy sytuacji na rynku paliwowym w USA. Zapasy ropy co prawda ostatecznie zmniejszyły się w stosunku do końca czerwca o 2,3 mln baryłek, ale ze względu na ponowne ograniczanie popytu ze strony rafinerii (zmniejszenie produkcji jako mechanizm obrony marż) tendencja ta wyraźnie osłabła w końcówce miesiąca. Głównym problemem dla rentowności przerobu pozostawały niskie cracki na dieslu, na który popyt ponownie spadł w ujęciu m/m. Sytuacja na rynku benzyny jest znacznie stabilniejsza (popyt utrzymał się na poziomie z czerwca), co oczywiście znajduje odzwierciedlenie w wysokich marżach na tym paliwie. Jeden produkt nie jest jednak w stanie zapewnić rentowności rafineriom, szczególnie w środowisku dynamicznych wzrostów cen surowca. Właśnie dlatego ostatnie spadki cen ropy należy traktować jako informację pozytywną dla polskich rafinerii, gdyż oznacza ona obniżenie kosztów zużycia własnych surowców na cele energetyczne.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Trzymaj)

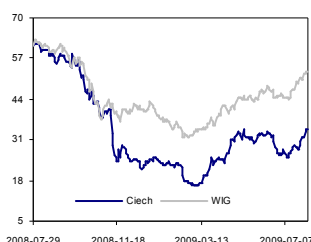
Cena bieżąca: 34,2 PLN

Cena docelowa: 31,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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)	957,6
marża EBITDA	6,5%	12,2%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	2 641,1
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		21,5		13,6		9,6		Zmiana ceny: 1m	28,6%
P/CE	6,5	3,9		3,0		2,7		Zmiana ceny: 6m	52,0%
P/BV	0,9	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-44,6%
EV/EBITDA	9,6	5,7		5,5		5,3		Max (52 tyg.)	61,7
Dyid (%)	6,1	6,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Po bardzo słabym czerwcu akcje Ciechu w lipcu odrobiły spadki rosnąc o ponad 26%. Kurs przekroczył już jednak poziom naszej ceny docelowej i dlatego zamykamy naszą rekomendację akumuluj. W naszej opinii dobre wyniki 2Q są już przez rynek zdyskontowane, a o kolejne pozytywne zaskoczenia może być trudno tym bardziej że już pojawiły się zapowiedzi obniżek cen sody przez Solvay, a także presja na marże w organice po podwyżkach cen surowców petrochemicznych. W tym kontekście w perspektywie najbliższych kilku miesięcy potencjał wzrostowy na akcjach Ciech od obecnych poziomów jest ograniczony.

Prezes Kunicki zapowiada zysk netto w drugim kwartale

Zdaniem prezesa Ciechu, Ryszarda Kunickiego spółka w drugim kwartale wypracuje zysk netto (nasze szacunki to 13,7 mln PLN). Wpływu na osiągnięcie pozytywnego rezultatu nie będzie miała sprzedaż kawern, która pojawi się w wynikach dopiero w trzecim kwartale. Zdaniem prezesa zysk netto Grupy w bieżącym roku powinien być wyższy od ubiegłorocznego (w naszych prognozach zakładamy 70 mln PLN vs. 44,5 mln PLN rok temu).



Lotos (Kupuj)

Cena bieżąca: 23,3 PLN

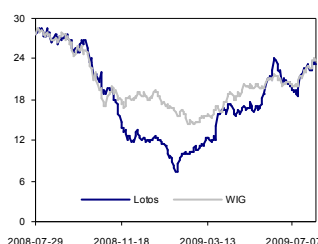
Cena docelowa: 26,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

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)	129,9
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	746,0	340,9%	1 154,7	54,8%	MC (cena bieżąca)	3 019,5
marża EBITDA	7,8%	1,0%		6,0%		6,1%		EV (cena bieżąca)	8 508,4
EBIT	713,7	-145,8		339,9		494,2	45,4%	Free float	36,0%
Zysk netto	777,2	-453,9		335,5		452,2	34,8%		
P/E	3,4			7,9		5,8		Zmiana ceny: 1m	19,2%
P/CE	2,4			3,6		2,4		Zmiana ceny: 6m	145,5%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-18,1%
EV/EBITDA	3,3	36,9		10,9		8,5		Max (52 tyg.)	28,6
Dyid (%)	1,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3

*17 lipca br zarejestrowana została emisja 16,2 mln akcji skierowana do MSP w zamian za aport resztówki Petrobalticu, ale w związku z tym że nasze prognozy zawierają jeszcze wyłączenia zysku netto dla mniejszości, wskaźniki są liczone jeszcze dla starej liczby akcji 113,7 mln sztuk, a nie 129,9 mln sztuk



Walory Lotosu w lipcu zanotowały wzrost o 14,8%, czyli zachowywały się zgodnie z indeksem WIG20. W naszej opinii w sierpniu Spółka może wyróżniać się in plus w związku z obserwowaną stopniową poprawą sytuacji na rynku rafineryjnym (szczególnie jeśli chodzi o dyferencjał) oraz spodziewanymi bardzo dobrymi wynikami za 2Q. Przy utrzymaniu się obecnych tendencji na kursach walutowych oraz cenie ropy, optymistycznie kształtuje się perspektywa raportowanych rezultatów za 3Q, choć na pewno ważniejsza od wysokości zysku netto będzie jego jakość. Nadal podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Lotosu, aczkolwiek większy potencjał wzrostowy dostrzegamy w walorach PKN Orlen.

Ropa ze złoża Yme dopiero w przyszłym roku

Produkcja ropy na norweskim złożu Yme rozpocznie się dopiero w przyszłym roku, a nie tak jak dotychczas planowano jeszcze w 2009. Zmiana harmonogramu wynika z opóźnień leżących po stronie kontrahenta dostarczającego elementy platformy wiertniczej i podwodnych zbiorników na surowiec. Lotos posiada 20% udziałów w tym projekcie i pierwotnie zakładał, że tegoroczne wydobycie z norweskiego szelfu może sięgnąć 190 tys. ton (docelowo Yme ma produkować 500 tys. ton rocznie). W naszych prognozach nie uwzględnialiśmy produkcji ropy na złożach w Norwegii i podtrzymujemy nasze założenie tegorocznego wydobycia na poziomie 175 tys. ton. Przypominamy jednocześnie, że ze względu na wysoką efektywną stopę podatkową w przypadku norweskiego sektora wydobywczego ewentualny wpływ wydobycia z Yme na roczny zysk netto Grupy będzie niewielki.

HDS ruszyła w lipcu

Pod koniec lipca nastąpiło wprowadzenie surowców na wybudowaną w ramach Programu 10+ instalację hydro-odsiarczania olejów napędowych (HDS). Równocześnie z uruchomieniem HDS pracę rozpocznie instalacja pomocnicza - kompleks aminowo-siarkowy (KAS). Do końca wakacji Lotos planuje ponadto oddać do użytku pierwsze zbiorniki magazynowe budowane w ramach 10+, rurociąg przesyłowy do Naftoportu oraz zakończyć modernizację oczyszczalni ścieków. Do końca roku gotowa ma być zintegrowana instalacja destylacji ropy naftowej - CDU/VDU i instalacja produkcji wodoru HGU. Realizacja programu 10+ przebiega zgodnie z planem, ale jego pierwsze realne efekty ekonomiczne prawdopodobnie zobaczymy dopiero w przyszłym roku.

Wywiad z CFO

Prezes Mariusz Machajewski w wywiadzie prasowym poinformował, że Lotos nie będzie prawdopodobnie korzystał z rezerwowej transzy kredytowej w ramach programu 10+ (150 mln USD), gdyż Spółka w większym stopniu zdecydowała się na finansowanie własne tych inwestycji. Prezes spodziewa się, że tak jak wcześniej zapowiadano po pierwszym półroczu skonsolidowany wynik netto będzie pozytywny, a w drugim półroczu zobaczymy pierwsze efekty uruchomienia instalacji HDS. Zarząd zastanawia się obecnie nad odmrożeniem w przyszłym roku części inwestycji wstrzymanych w związku z kryzysem i postanowieniami pakietu antykryzysowego przyjętego w Spółce. Wywiad ten potwierdza, iż finansowanie programu 10+ jest niezagrażone i istnieje spory bufor bezpieczeństwa na wypadek kolejnych rynkowych zawirowań.

Finalizacja aportu resztówki Petrobalticu

WZA zaakceptowało emisję 16,2 mln akcji dla Skarbu Państwa w zamian za aport resztówki w Petrobalticu. Cena emisyjna została ustalona na 22,07 PLN. Koszty tej operacji wyniosły 463 tys. PLN i zostaną odniesione w kapitał zapasowy. Prezes zapowiedział, że ta transakcja

pozwole na intensyfikację działań Grupy w segmencie upstream.

Plany sprzedaży akcji przez MSP

Ministerstwo Skarbu ogłosiło, iż zamierza sprzedać pakiet akcji Lotosu, który objęło w ramach podniesienia kapitału w procesie wniesienia aportem resztówki Petrobalticu. Pakiet ten obejmuje 16,2 mln akcji, które stanowią ponad 12% obecnego kapitału Spółki. Perspektywa sprzedaży takiej liczby akcji może osłabiać rynkowy kurs do momentu transakcji. Dodatkowo ostatnie zmiany w akcjonariacie (po aporcje Petrobalticu) w związku z zapisami ustawy kominowej pozwolą na zwiększenie limitu zarobków członków Zarządu z 4-krotności do 7-krotności średniej krajowej.

Prawdopodobnie zysk netto po półroczu

Według Prezesa Pawła Olechnowicza Lotos powinien zakończyć półrocze zyskiem netto. Według naszych szacunków rzeczywiście sprzyjające kursy walutowe na koniec kwartału oraz dodatnie przeszacowanie zapasów mogą wesprzeć wynik netto Lotosu w 2Q. Spodziewamy się około 713 mln PLN zysku netto wobec -658 mln PLN straty w 1Q.

List intencyjny z SOCAR

Lotos podpisał list intencyjny o współpracy z azerską spółką SOCAR. Współpraca ma dotyczyć prowadzenia technicznych i ekonomicznych analiz w zakresie realizacji potencjalnych projektów biznesowych. Obie firmy mają wspólnie powołać grupę ekspertów, którzy omówią potencjalne kierunki współpracy.

Zapowiedź rozwoju segmentu wydobywczego

Prezes Olechnowicz udzielił także wypowiedzi na temat planu rozwoju w segmencie wydobywczym. Zapowiedział, że do końca roku przedstawiony zostanie program rozwojowy dla upstreamu oraz że Lotos nie będzie opierał się na małych odwiertach, a plan rozwoju upstreamu realizowany będzie w rejonie Morza Bałtyckiego i Szelfu Norweskiego.

Współpraca na Bałtyku

Zgodnie z wcześniejszymi doniesieniami PGNiG i Lotos będą wspólnie eksploatować złoża gazu na Morzu Bałtyckim. W tym roku mają być ustalone szczegóły współpracy, a wydobywanie mogłoby się rozpocząć za kilka lat. Zasoby pól, na eksploatację których Lotos posiada koncesję są szacowane na 3,8 mld m³, a koszty uruchomienia produkcji to około 1 mld PLN. PGNiG dodatkowo poinformował, że zamierza dokonać audytu pól naftowych w Kazachstanie, do inwestycji w które Spółka otrzymała zaproszenie od tamtejszego rządu.

Budowa kolejnych MOP-ów już we wrześniu

Lotos zamierza we wrześniu rozpocząć prace budowlane na 4 MOP-ach (miejscach obsługi podróźnych) przy autostradach A2 i A4. W maju Spółka uruchomiła już pierwszy taki obiekt na autostradzie A6, a oprócz wspomnianych wcześniej Lotos uzyskał prawo do wybudowania jeszcze 2- MOP-ów na autostradzie A4 i zamierza brać udział w kolejnych przetargach tego typu. Strategia detaliczna oparta na MOP-ach to dobry kierunek ze względu na wyższą dochodowość takich placówek. Przelewy na takich stacjach są nawet kilkukrotnie wyższe niż w innych lokalizacjach, a dodatkowo generują one większe obroty na produktach pozapaliwowych. Początkowa faza rozwoju tego formatu w Lotosie oznacza jednak, że wymierny pozytywny efekt na wynikach finansowych zobaczymy zapewne dopiero za 2 lata.



PGNiG (Sprzedaj)

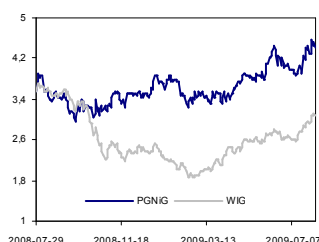
Cena bieżąca: 4,4 PLN

Cena docelowa: 3,58 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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)	26 078,0
marża EBITDA	13,8%	12,3%		15,3%		19,9%		EV (cena bieżąca)	26 896,5
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	28,5	28,8		23,6		17,1		Zmiana ceny: 1m	11,1%
P/CE	11,1	11,2		9,8		7,8		Zmiana ceny: 6m	27,4%
P/BV	1,2	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,4%
EV/EBITDA	10,8	11,3		9,2		7,2		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	3,8	4,3		2,1		3,8		Min (52 tyg.)	3,0



Akcje PGNiG w lipcu zachowywały się co prawda gorzej od indeksu WIG20, ale w ujęciu bezwzględny ich cena wzrosła o prawie 10%. Pomagał temu umacniający się złoty i związana z tym perspektywa bardzo wysokich zysków w 4Q'09. W naszej opinii choć rzeczywiście tendencje na rynku walutowym Spółce sprzyjają i zysk netto w 4Q'09 może przekroczyć 1 mld PLN to nie uzasadnia to obecnej wyceny PGNiG. Nawet przy założeniu rocznego zysku na poziomie 1,2-1,3 mld PLN (szacujemy że po półroczu skumulowana strata netto wyniesie około -200 mln PLN), tegoroczna premia do grupy porównywalnej dla wskaźników P/CE i EV/EBITDA przekracza 30%. W przypadku kolejnego roku, w którym zakładamy powrót zysku EBITDA do rekordowych poziomów z 2007 roku (po oczyszczeniu o odpisy) premia ta sięga 20% już po oczyszczeniu kapitalizacji o wartość leasingu, złóż w Norwegii i udziałów w EuRoPolGazie. W tym kontekście obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj. Zwracamy także uwagę, iż powoli będzie wygasać pozytywny dla kursu efekt zwiększania udziału PGNiG w indeksie (wzrasta free float) w związku z przydziałem akcji pracowniczych (MSP przydzielił już ponad 660 mln walorów z puli 750 mln).

PGNiG nie weźmie udziału w projekcie Nabucco

Według wiceprezesa Radosława Dudzińskiego polski koncern ze względu na napięty budżet inwestycyjny nie zamierza angażować się kapitałowo w przedsięwzięcie budowy gazociągu Nabucco. W tej chwili Spółka analizuje czy będzie ubiegać się o moce przesyłowe w tej nitce.

Współpraca na Bałtyku

Zgodnie z wcześniejszymi doniesieniami PGNiG i Lotos będą wspólnie eksploatować złoża gazu na Morzu Bałtyckim. W tym roku mają być ustalone szczegóły współpracy, a wydobywanie mogłoby się rozpocząć za kilka lat. Zasoby pól, na eksploatację których Lotos posiada koncesję są szacowane na 3,8 mld m³, a koszty uruchomienia produkcji to około 1 mld PLN. PGNiG dodatkowo poinformował, że zamierza dokonać audytu pól naftowych w Kazachstanie, do inwestycji w które Spółka otrzymała zaproszenie od tamtejszego rządu.

Wywiad Prezesa Szubskiego

W wywiadzie prasowym Prezes Michał Szubski zapowiedział, że wyniki w 2Q będą lepsze od poprzednich kwartałów w których Spółka generowała straty, ale ze względu na słabą złotówkę nie jest tak dobrze jakby Zarząd tego oczekiwał (nie udało się zniwelować straty z 1Q). Obecnie jednak PGNiG zaczyna zarabiać na gazie z importu. Spółka podtrzymuje swoje plany inwestycyjne w sektorze energetycznym, ale przy większych projektach zamierza współpracować z podmiotami z branży. Na razie jednak pewne są inwestycje w bloki w Gdańsku z Lotosem i Energa oraz w Stalowej Woli z Tauronem. Spółka kontynuuje prace projektowe nad interkonektorami z Niemcami i magazynami w okolicach Świnoujścia, ale są one dopiero na wstępnym etapie, podobnie jak projekt budowy w Polsce hubu obrotu gazem dla regionu. Prezes zapowiada wolny, ale systematyczny wzrost krajowego wydobycia w kolejnych latach. Oczekujemy, że w 2Q'09 PGNiG zarobiło około 190 mln PLN netto, co oznacza że po półroczu Spółka będzie miała narastająco 200 mln PLN straty. Kolejne kwartały przyniosą oczywiście istotną poprawę rezultatów (dodatni spread na gazie z importu oraz podwyżka taryf dystrybucyjnych). Wstępnie spodziewamy się, że w 3Q'09 PGNiG zarobi na czysto ponad 480 mln PLN, a w 4Q nawet ponad 900 mln PLN.

Rozpoczęcie poszukiwań na duńskiej koncesji

W połowie września PGNiG planuje rozpocząć badania sejsmiczne na koncesji w Danii, w której posiada 80% udziałów. Prace będą kosztowały około 16-18 mln PLN i wykona je Geofizyka Toruń- spółka z grupy PGNiG. Według dotychczasowych szacunków potencjał tego złoża to około 4,8 mld m³ gazu i 3,1 mln ton ropy. Dokładniejsze wyliczenia będą możliwe po



wykonaniu odwiertu poszukiwawczego, który jest planowany na rok 2010. Prace na tej koncesji nie powinny na tym etapie wpływać na kurs ze względu na odległą perspektywę ewentualnego wydobywania.



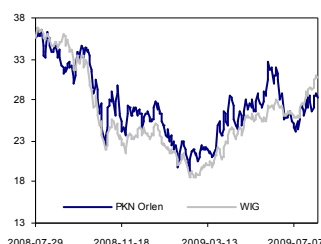
PKN Orlen (Kupuj)

Cena bieżąca: 28,2 PLN Cena docelowa: 40,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

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)	12 061,4
marża EBITDA	7,9%	1,1%		7,4%		6,7%		EV (cena bieżąca)	28 811,1
EBIT	2 603,9	-1 603,8		2 164,5		2 294,6	6,0%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 608,7		1 774,1	10,3%		
P/E	5,0			7,5		6,8		Zmiana ceny: 1m	14,6%
P/CE	2,5			2,8		2,7		Zmiana ceny: 6m	24,2%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-21,0%
EV/EBITDA	4,7	30,8		5,9		5,9		Max (52 tyg.)	36,5
Dyid (%)	0,0	5,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Lipiec nie przyniósł przełomu i akcje Orlenu (+7,8%) kolejny raz zachowywały się znacznie gorzej od indeksu WIG20 (+14,8%). Nieco lepiej wypada porównanie z regionalnym branżowym indeksem MSCI (+6,8%), aczkolwiek na tle bezpośrednio porównywalnych spółek takich jak MOL (+15%) czy Lotos (+14,7%), kurs PKN odstawał in minus. Na taki performance złożyły się przede wszystkim przegrany arbitraż z Agrofertem, niekorzystne zmiany w statucie przeformowane przez MSP oraz sygnalizowane słabe jakościowo wyniki 2Q. W perspektywie najbliższych miesięcy spodziewamy się jednak odwrócenia tych negatywnych tendencji informacyjnych, zarówno jeśli chodzi o aspekty rynkowe (obserwowana już wyraźna poprawa marż w petrochemii, odwrócenie tendencji na dyferencjał) jak i bezpośrednio związane ze Spółką (dezinvestycja Polkomtela, projekt ustawy o zapasach obowiązkowych). W naszej opinii taki scenariusz nie jest jeszcze w przypadku PKN uwzględniany przez rynek (dyskonto do grupy porównawczej przekracza 30%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Szacunki danych operacyjnych za 2Q

W podanym komunikacie Orlen poinformował, że łączny negatywny wpływ czynników makroekonomicznych oraz niższych wolumenów sprzedaży na EBIT LIFO w relacji do 2Q'08 wyniesie -1 mld PLN. Dodatkowo wyniki r/r pogorszy zawyżona baza w związku z otrzymanym rok temu odszkodowaniem (100 mln PLN). Efekt przeszacowania zapasów wyniesie około 900 mln PLN. Na działalności finansowej saldo będzie dodatnie i sięgnie 600 mln PLN. Te informacje implikują obniżenie zysku operacyjnego wg. LIFO o 1,1 mld PLN z 786 mln PLN rok temu do -314 mln PLN (oczekiwaliśmy -107 mln PLN). Istotnym powodem tego odchylenia jest prawdopodobnie wyraźny spadek wolumenu przerobu ropy w Możejkach (-17% r/r), którego nie uwzględniliśmy. Najważniejszą ujemną kontrybucję stanowiły niższe marże i dyferencjał. Efekt LIFO jest nieco wyższy niż oczekiwaliśmy (900 mln PLN vs. 837 mln PLN), co powinno implikować raportowany EBIT na poziomie 600 mln PLN vs. szacowane przez nas 730 mln PLN. Saldo na działalności finansowej jest wyższe niż oczekiwaliśmy (600 mln PLN vs. 214 mln PLN), co może mieć związek z wyższymi dodatkami kursowymi na innych niż kredyty pozycjach bilansowych. Ostatecznie więc zysk netto może przekroczyć 0,9-1,0 mld PLN vs. oczekiwane 762 mln PLN. Podsumowując, ten komunikat stanowi negatywne odchylenie od naszych założeń, aczkolwiek fakt iż w dużym stopniu wynik został obciążony efektami przestojów nie powinien się on przełożyć na obniżenie oczekiwań dotyczących drugiej połowy roku.

Decyzja dotycząca Polkomtela na jesieni

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk powiedział, że na przełomie września i października Orlen prawdopodobnie podejmie decyzję czy sprzeda pakiet akcji Polkomtela samodzielnie czy w ramach IPO operatora. Preferowana opcja to sprzedaż samodzielna, która zostanie uruchomiona w lipcu. Orlen oczekuje, że cena w transakcji będzie wyższa niż ta płacona za pakiet TDC. W naszej opinii jest szansa na sprzedaż pakietu Polkomtela jeszcze w tym roku, aczkolwiek może być trudno uzyskać cenę wyższą niż ta implikowana przez wspomnianą transakcję z TDC, czyli 3,7 mld PLN. Ważne dla powodzenia transakcji mogą być ostatnie deklaracje PGE i KGHM o możliwości sprzedaży akcji operatora razem z Orlenem.

Negatywny wyrok arbitrażu

Orlen w komunikacie potwierdził, 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 musiała być zrealizowana do 3 lipca). Kwota ta w przeliczeniu na jedną akcję wynosi 1,1 PLN. 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.

Orlen powróci do rozmów o rurociągu do rafinerii w Możejках

Władze Orlenu chcą powrócić do rozmów z Rosjanami na temat rury biegnącej do rafinerii w Możejках (ropa do rafinerii jest dostarczana drogą morską). Rozmowy z rządem Litwy na temat zakupu terminala w Kłajpedzie oraz budowy rurociągu łączącego terminal i rafinerię (co obniżyłoby koszty logistyki drogą morską) na razie nie przyniosły skutków. Zgodnie z wypowiedzią prezesa Orlenu, jedyną nadzieją jest interwencja nowego prezydenta Litwy.

Rozwiązanie kontraktu z Petrotrade

PKN Orlen rozwiązał umowę z firmą KD Petrotrade FZE z siedzibą w Zjednoczonych Emiratach Arabskich na dostawę rurociągiem "Przyjaźń" 2,4 mln ton ropy naftowej typu REBCO rocznie, ważnej do 30 czerwca 2010 roku. Jednocześnie koncern poinformował, że zapewnił dostawy surowca do płockiej rafinerii poprzez podpisanie umów typu spot z firmą Souz Petroleum Establishment z siedzibą w Liechtenstein. Działania te nie spowodują wzrostu kosztów zakupu surowca, jak podkreśla spółka.

Wniosek do arbitrażu przeciwko Yukosowi

Orlen złożył w Sądzie Arbitrażowym przy Międzynarodowej Izbie Handlowej wniosek o wszczęcie postępowania arbitrażowego przeciwko Yukos International BV o wypłatę z tzw. rachunku zastrzeżonego kwoty 250 mln USD, w związku z transakcją nabycia przez PKN akcji Mazeikiu Nafta. Postępowanie arbitrażowe będzie toczyło się w Londynie. W grudniu 2008 Yukos odrzucił roszczenia Orlenu. Wniosek do arbitrażu to naturalny kolejny krok w tym procesie i nie stanowi to zaskoczenia. Dotychczasowe wypowiedzi kierownictwa Orlenu (nie znamy szczegółów umowy zakupu Możejek) wskazują, że roszczenia Orlenu są w pełni uzasadnione, gdyż w momencie finalizacji transakcji rafineria była zniszczona przez pożar, a więc oświadczenie sprzedającego o pełnej sprawności zakładu nie było zgodne z prawdą. Oczekujemy, że wynik arbitrażu będzie dla Spółki pozytywny, aczkolwiek samo postępowanie potrwa zapewne kilka lat.

Zgoda WZA na zmiany w statucie

WZA Orlenu zaakceptowało propozycje Zarządu dotyczące zmian w statucie Spółki pozwalających na redukcję głosów akcjonariuszy działających w porozumieniu, w przypadku gdy nie przedstawią oni dowodów na brak takiego porozumienia. Redukcja nie będzie dotyczyć Skarbu Państwa. WZA wbrew oczekiwaniom nie dokonało także zmian w Radzie Nadzorczej. Decyzja WZA jest o tyle zaskakująca, że dotychczasowe kalkulacje wskazywały, że Skarbowi Państwa będzie trudno o poparcie tych zmian. Ta informacja jest w naszej opinii negatywna, aczkolwiek raczej w wymiarze PR (dyskryminacja opinii akcjonariuszy mniejszościowych), gdyż przy poprzednim statucie wrogie przejęcie również było mało prawdopodobne.

Rozmowy w sprawie odkupienia Petrolotu?

Według doniesień prasowych w najbliższym czasie możliwe jest odkupienie przez Orlen 49% udziałów w Petrolocie od LOT-u. Podobno rozmowy na temat przyszłości tej spółki były już prowadzone przez obecnych właścicieli (Orlen posiada pozostałe 51% udziałów). Na koniec roku kapitały mniejszościowe w Petrolocie Orlen wycenił na 36 mln PLN. Ewentualna cena zakupu mogłaby być jednak niższa w kontekście rosnącej konkurencji na polskim lotniskach (do tej pory Petrolot cieszył się pozycją monopolistyczną) oraz determinacji sprzedającego.

Dobre informacje z petrochemii

Ostatnie kilka tygodni przyniosło znaczącą poprawę marż petrochemicznych, zarówno jeśli chodzi o olefiny jak i poliolefiny. Wynikało to zarówno z podwyżek cen produktów petrochemicznych (w relacji do początku czerwca wzrosty cen przekroczyły 10%), jak i spadku cen ropy w związku z korektą cen ropy. Wzrosty marż to z jednej strony efekt odbudowującego się popytu na tworzywa, a z drugiej kwestia serii niezaplanowanych przestojów instalacji (potencjał 2,5 mln ton), które obok wcześniejszych ekonomicznych redukcji wykorzystania mocy doprowadziły do szybkiego spadku podaży petrochemikaliów (w szczególności propylenu, etylenu oraz butadienu). Chodzi o awarie instalacji krakingu we Francji, Włoszech, Szwecji i Norwegii, a także problemy z płynnością producenta z Serbii. Nie bez znaczenia była także przerwa w pracy instalacji w Płocku (produkcja została wznowiona w lipcu). W tym kontekście spodziewamy się znaczącej poprawy wyników segmentu petrochemicznego w Orlenie w 3Q.

Zmiana na stanowisku prezesa Możejek

Z końcem lipca ze stanowiska prezesa Możejek ustąpił Marek Mroczkowski w związku z



wygaśnięciem jego kontraktu i braku porozumienie co do przedłużenia umowy. Jego obowiązki przejął dotychczasowy członek Zarządu rafinerii Pan Krystian Pater, który pełni także funkcje wiceprezesa Orlenu.



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 7 PLN

Cena docelowa: 5,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 993,3	-17,1%	1 846,6	-7,4%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-40,2		107,6		MC (cena bieżąca)	524,3
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-2,0%		5,8%		EV (cena bieżąca)	708,2
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-122,7		20,2		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-140,8		6,7			
P/E	2,6	18,2				78,3		Zmiana ceny: 1m	8,7%
P/CE	2,1	5,5				5,6		Zmiana ceny: 6m	55,3%
P/BV	0,6	0,5		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-60,9%
EV/EBITDA	1,6	2,3				6,3		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	6,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



Ostateczne ukształtowanie się nowego Zarządu Spółki miało stabilizujący wpływ na jej notowania, aczkolwiek w naszej opinii obecna wycena nadal stanowi dobry moment do wyjścia z inwestycji. Sygnalizowany przez Prezesa Miklewicza brak poprawy wyników w 2Q (mimo spodziewanego przez nas wyższego wykorzystania mocy produkcyjnych) oraz przedłużające się negocjacje w sprawie kredytu obrotowego oddalają bowiem perspektywę lepszych rezultatów w drugiej połowie roku. Sytuacja na rynku nawozowym się co prawda stabilizuje, ale przy bardzo niskich poziomach cenowych i naszym zdaniem pozwoli to jedynie na wypracowanie 107 mln PLN EBITDA w roku 2010. Po uwzględnieniu planowanego zwiększenia zadłużenia (konwersja zobowiązań opcyjnych oraz nowy kredyt obrotowy na 190 mln PLN) Spółka będzie wyceniana na 7,0 EV/EBITDA*10, a więc znacznie wyżej od innych polskich podmiotów z branży (średnia 5,5). Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Nowy Zarząd

Rada Nadzorcza Polic powołała nowy Zarząd Spółki. Stanowisko Prezesa objął Pan Zbigniew Miklewicz (dotychczas wiceprezes ds. finansowych w Policach), wiceprezesem ds. handlowych został Pan Bogusław Kokotowski (dotychczas specjalista ds. zakupów w Policach), a wiceprezesem ds. strategii Pan Tomasz Zieliński (dotychczas dyrektor w firmie doradczej DGA).

Nowy prezes o wynikach

Nowy Prezes Polic Pan Zbigniew Miklewicz zapowiedział, że z uwagi na trudne warunki makro raczej nie udało się Spółce poprawić wyników w 2Q w ujęciu q/q (w 1Q zanotowała stratę operacyjną -86,7 mln PLN), ale Zarząd spodziewa się lepszych rezultatów w kolejnym kwartale (możliwy jest dodatni EBIT). Police w ramach restrukturyzacji planują ponadto zbycie części nieoperacyjnych aktywów i outsourcing energetyki zakładowej, a możliwe do uzyskania w ten sposób środki szacowane są na 200 mln PLN. Informacje dotyczące wyników nie są budujące. My spodziewaliśmy się istotnego ograniczenia straty w 2Q (do -19 mln PLN) głównie dzięki wyższemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych (w 1Q znaczna część sprzedaży pochodziła z zapasów). Jeśli strata będzie zbliżona do 1Q to w naszej opinii perspektywa pozytywnego EBIT w kolejnych kwartałach jest mało prawdopodobna.

Finansowanie się opóźnia

Zarząd Polic spodziewa się, że do końca sierpnia powinien zakończyć się audyt założeń programu restrukturyzacyjnego, którego zażądał bank PKO BP. W tym kontekście decyzja dotycząca udzielenia Spółce kredytu obrotowego na łączną kwotę 190 mln PLN może zapaść dopiero we wrześniu. Takie opóźnienie w stosunku do pierwotnych zapowiedzi może oznaczać problem ze sfinansowaniem zakupów surowców do produkcji w sezonie jesiennym. Prezes Zbigniew Miklewicz zapewnia jednak, że płynność Spółki nie jest zagrożona mimo około 80-100 mln PLN nieuregulowanych zobowiązań.



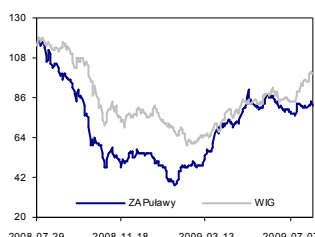
ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 81,3 PLN Cena docelowa: 82,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 413,0	-3,6%	2 148,2	-11,0%	2 370,4	10,3%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	471,1	8,9%	173,8	-63,1%	234,7	35,1%	MC (cena bieżąca)	1 553,1
marża EBITDA	17,3%	19,5%		8,1%		9,9%		EV (cena bieżąca)	1 092,7
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	4,7	6,0		12,2		10,8		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/CE	3,8	4,7		7,8		7,0		Zmiana ceny: 6m	77,8%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-30,1%
EV/EBITDA	2,4	1,8		6,3		5,0		Max (52 tyg.)	116,5
Dyid (%)	2,1	5,3		5,1		2,5		Min (52 tyg.)	38,1



W lipcu kurs Puław (+4,4%) zachowywał się podobnie jak notowania pozostałych giełdowych producentów nawozów (ZAT +4,3%, Police +3,4%), a więc zdecydowanie odstawał od szerokiego rynku. W naszej opinii było to w pełni uzasadnione, gdyż w sytuacji gdy w innych branżach zaczęły pojawiać się już pozytywne sygnały wychodzenia z recesji, Puławy wchodzą dopiero w okres znacznego pogorszenia wyników finansowych. Bardzo niskie ceny nawozów w eksporcie i konieczność 30% obniżki na rynku krajowym przy niewielkiej obniżce cen gazu będą oznaczać mocny spadek rentowności tego segmentu w kolejnych kwartałach, którego nie będą w stanie zneutralizować zyski ze sprzedaży melaminy (tutaj presja na ceny jest także wysoka ze względu na spadające ceny gazu w Europie) i kaprolaktamu. Podtrzymujemy naszą prognozę spadku EBITDA w rozpoczynającym się roku obrotowym o połowę i oczekujemy, że po ostatecznej decyzji w sprawie dywidendy kurs akcji ZAP już bez wsparcia ogromnej pozycji gotówkowej może być pod presją. Do tego czasu utrzymujemy neutralną rekomendację.

Obniżka cen i zwiększenie udziału sprzedaży krajowej

Dyrektor Hubert Kamola zapowiada, że obecnie z uwagi na koszty transportu i presję konkurencyjną ze strony producentów o niższych kosztach zakupu gazu ZA Puławy zdecydowały się w kontraktacji na nowy rok obrotowy 2009/10 skupić na rynku krajowym (polscy dystrybutorzy zamawiają nieco więcej niż rok temu). W celu uplasowania wyższych wolumenów Spółka obniżyła ceny nawozów o około 30%. ZA Puławy nadal obawiają się ograniczeń w dostawach gazu w końcówce roku w związku z brakiem kontraktu PGNiG z Gazpromem uzupełniającego wcześniejsze dostawy RUE. Obniżka cen o 30% może istotnie wpłynąć na spadek rentowności Spółki w kolejnych kwartałach i taki właśnie scenariusz zakładamy w naszych prognozach. W związku z relacjami cen zbóż i nawozów nie spodziewamy się, aby udało się szybko te obniżki odrobić, nawet w okresie sezonowego wzrostu popytu.

Porozumienie ze związkami będzie kosztować

Zarząd ZAP zawarł porozumienie ze związkami zawodowymi, które zakłada wypłatę jednorazowego świadczenia dla pracowników na koniec roku 2008/09. Na ten cel przeznaczono 5,5 mln PLN (bez narzutów finansowych płaconych przez pracodawcę). Dodatkowo w roku 2009/10 Spółka przeznaczy na motywacyjne podwyżki 4,6 mln PLN i ewentualnie po pozytywnej ocenie wyników półroczu jeszcze 5 mln PLN. Informacja oznacza, iż średni wzrost wynagrodzenia w roku 2008/09 wzrósł ostatecznie z 4,2% do 7,7%. Łącznie z narzutami dodatkowe koszty w ostatnim kwartale tego roku obrotowego sięgną 6,6 mln PLN. Nie jest to uwzględnione w naszej prognozie kwartalnej.

Komunikat o wynikach

W opublikowanym komunikacie ZA Puławy zapowiedziały, że szacunkowe przychody za rok obrotowy zakończony w czerwcu wyniosą 2,55-2,65 mld PLN, EBITDA sięgnie 400-420 mln PLN, a zysk netto 190-200 mln PLN. Wyniki implikowane przez nasze prognozy kwartalne na poziomie przychodów wynoszą 2,4 mld PLN, EBITDA 435 mln PLN, a zysk netto 228 mln PLN. Najtrudniej wytłumaczyć nam różnicę na poziomie przychodów, które wg. komunikatu ZAP mają w ostatnim kwartale wynieść aż 700-800 mln PLN vs. 646 mln PLN w poprzednim i 662 mln PLN rok temu. Jeśli chodzi o EBITDA i zysk netto to kluczowa dla interpretacji tego odchylenia będzie wysokość tradycyjnej rezerwy na świadczenia pracownicze (my zakładaliśmy 18 mln PLN).

Górnictwo węgla



LW Bogdanka (Trzymaj)

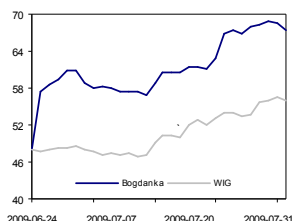
Cena bieżąca: 67,6 PLN Cena docelowa: 64,5 PLN

Analitik: Michał Marczał

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn 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)	2 297,6
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,4%		31,8%		EV (cena bieżąca)	2 131,6
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	16,5	10,0		13,3		16,1		Zmiana ceny: 1m	16,0%
P/CE	7,2	5,3		7,0		6,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	6,4	4,6		5,7		6,1		Max (52 tyg.)	
Dywid (%)	3,2	0,4		3,9		0,8		Min (52 tyg.)	



Obniżamy rekomendację inwestycyjną dla akcji spółki z akumuluj do trzymaj. Spółka podpisała aneks do umowy z Elektrownią Kozienice na dostawę węgla energetycznego w przyszłym roku, co w istotny sposób uwiarygodnia naszą prognozę wyników. Zgodnie z oczekiwaniami branża węglowa zaczęła obniżać ceny surowca – na razie mniej niż oczekiwaliśmy. Przy umacniającym się PLN w stosunku do USD i stabilizacji cen węgla ARA na poziomie 66USD/t rośnie ryzyko negatywnego wpływu importu na dalsze obniżki. W głównej mierze dotkną one nierentowne już teraz kopalnie (m.in. w KHW), co w dłuższej perspektywie jest dla LWB korzystne.

KHW musi się zrestrukturyzować

Katowicki Holding Węglowy jest zagrożony bankructwem. Prasa spekuluje, że jeden z banków przygotowuje wniosek o ogłoszenie upadłości firmy. Przyczyną są m.in. kłopoty z opcjami, na których holding mógł stracić nawet 100 mln PLN. KHW - druga pod względem wielkości spółka w polskim górnictwie, od miesięcy ma problem z regulowaniem należności. Łączne niezapłacone należności KHW przekraczają astronomiczną kwotę 600 mln PLN. Aby zniwelować kłopoty z płynnością finansową, KHW emituje obligacje węglowe (spłacane gotówką lub surowcem) o wartości 900 mln PLN. O problemach w branży pisaliśmy w naszym raporcie analitycznym. Informacje z KHW potwierdzają stawiane tam tezy – polskie górnictwo musi się zrestrukturyzować, tj. zamknąć nierentowne kopalnie – albo czeka je upadek. Taki scenariusz jest korzystny dla LW Bogdanka, która do 2014 podwoi moce wydobywcze.

Umowa na dostawę węgla z Kozienicami

Spółka podpisała aneks do umowy długoterminowej na dostawę węgla w przyszłym roku dla Elektrowni Kozienice. Przychód z tego tytułu wyniesie 643,31 mln PLN netto (+/-1%) wg deklarowanych w umowie parametrów jakościowych węgla energetycznego. W umowie przewidziano kary umowne za nieodebranie lub niedostarczenie wolumenu w wysokości 7,5 % wartości nieodebranego lub niedostarczonego węgla. Ponadto w kolejnym aneksie LWB obniżyła cenę węgla dla Kozienic o 4,55% z dostawą na najbliższe trzy kwartały.

Telekomunikacja

Skarb Państwa chce sprzedać Polkomtela?

Wg. wiceministra Skarbu Państwa – Jana Burego - PGE powinna rozważyć wyjście z wszelkich aktywów spoza podstawowej działalności, i zająć się core businessem energetycznym. Jednym z kluczowych nieenergetycznych aktywów PGE jest 21,85% akcji Polkomtela. Na początku lutego PGE Polska Grupa Energetyczna poinformowała, że nie będzie spieszyć się ze sprzedażą akcji Polkomtela i zrobi to tylko wtedy, jeśli otrzyma satysfakcjonującą propozycję. Po zakupie akcji od TDC, PGE posiada obecnie 21,85% akcji Polkomtela. Oprócz PGE, 24,39% walerów Polkomtela posiada PKN Orlen, tyle samo KGHM, a Węgłokoks 4,98%. Orlen już w lipcu rozpoczął przygotowania do zbycia swojego pakietu. Podtrzymujemy opinię, że pakiet powinni sprzedać jednocześnie wszyscy polscy udziałowcy, co powinno pomóc w osiągnięciu wyższej ceny (premia za kontrolę). Z punktu widzenia Skarbu Państwa transakcja jest korzystna, bo do budżetu trafiłoby co najmniej 1,2 mld PLN z podatku od transakcji, a to niebagatelna suma kiedy trzeba „zamknąć” rosnący deficyt. Największym oponentem do transakcji jest KGHM, który posiadając znaczące nadwyżki gotówkowe może obawiać się, że w przyszłym roku środki pozyskane ze sprzedaży Polkomtela trafią również do akcjonariuszy. Podtrzymujemy również opinię, że transakcja jest możliwa jeszcze w tym roku, jedynym kupującym (w związku z posiadanym prawem pierwokupu) pozostaje Vodafone (obecnie 24,5% udział).

UKE przegrywa w sadzie z PTC

UKE nie powinien być odrzucić żądania PTC unieważnienia przetargu z '07 r. na częstotliwość radiową 1800 MHz – zdecydował Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie. W wyniku przetargu częstotliwości radiowe dostały: Mobyland związany z Zygmuntem Solorzem-Żakiem oraz związany z Romanem Karkosikiem Centernet. UKE zapowiedziało już że odwoła się od decyzji do NSA. Potencjalnie informacja korzystna dla operatorów zasiedziały, jednak naszym zdaniem ani Mobyland ani Centernet nie są realną konkurencją więc ich zniknięcie nie rozwiązuje problemu, który stwarza przede wszystkim Play.

Kontrola UKE

UKE rozpoczął kontrolę operatorów komórkowych. Sprawdzi, czy utrudniają oni klientom przenoszenie numerów do innych sieci. Od 6 lipca br., zgodnie z rozporządzeniem ministra infrastruktury, przenoszenie numeru telefonu komórkowego powinno trwać jeden dzień i jest bezpłatne. W przypadku telefonii stacjonarnej jest to również darmowe, ale powinno trwać maksymalnie dwa tygodnie. Wcześniej przeniesienie numeru kosztowało około 50 zł i trwało średnio 28 dni. Operatorzy, którzy nie dostosują się do nowych przepisów, będą karani. Prawdopodobieństwo nałożenia na operatorów kar jest wysokie, w pierwszym etapie będą to jednak naszym zdaniem kwoty niewielkie i będą miały podzielać jak ostrzeżenie.



Netia (Trzymaj)

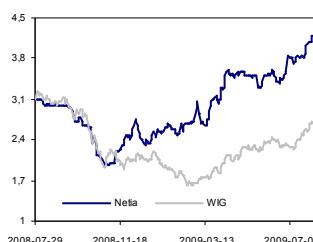
Cena bieżąca: 4,2 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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)	1 626,7
marża EBITDA	20,4%	15,2%		15,6%		17,7%		EV (cena bieżąca)	1 320,6
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-23,4	-76,5%	36,6		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-9,9		43,3			
P/E		7,1				37,5		Zmiana ceny: 1m	10,0%
P/CE	288,5	3,2		6,6		5,5		Zmiana ceny: 6m	66,5%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	34,8%
EV/EBITDA	9,7	8,4		5,6		4,3		Max (52 tyg.)	4,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Zmieniamy nastawienie inwestycyjne do akcji Netii z pozytywnego do neutralnego. Naszym zdaniem przy obecnej cenie rynkowej zainteresowanie ze strony przejęciem spółki przez inwestorów branżowych będzie ograniczone (małe prawdopodobieństwo). Spółka nie powinna zaskoczyć również poprawą wyników finansowych, szczególnie biorąc pod uwagę nasilającą się erozję klientów indywidualnych z telefonii stacjonarnej do komórkowej (patrz wyniki TPSA). Spowolnienia oczekujemy również w segmencie szerokopasmowego dostępu do internetu (BSA).

Sprzedaż sprzętu dla P4

Netia sprzeda P4 sprzęt, którego używała do świadczenia usług transmisji danych na rzecz komórkowej sieci. Umowa przewiduje, że P4 zapłaci w sumie 65,4 mln PLN w ratach (ostatnia 1 lipca 2010 r.). P4 przeniosło prawa z umowy na rzecz firmy zależnej 3GNS. Informacja nie jest zaskoczeniem i jest konsekwencją podpisanej w tym roku umowy z P4. Ponadto w czerwcu spółka uzyskała zgodę banków na sprzedaż tychże aktywów. Spółka nie zarobi na transakcji, a jedynie odzyska zainwestowane środki. Bez wpływu na kurs.



TP SA (Kupuj)

Cena bieżąca: 14,9 PLN

Cena docelowa: 19,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-31

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 964,6	-6,6%	16 477,4	-2,9%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 627,2	-13,1%	6 667,1	0,6%	MC (cena bieżąca)	19 914,5
marża EBITDA	42,3%	42,0%		39,1%		40,5%		EV (cena bieżąca)	25 131,5
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 412,5	-27,2%	2 586,3	7,2%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 583,1	-27,6%	1 826,8	15,4%		
P/E	9,2	9,3		12,6		10,9		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	3,1	3,1		3,4		3,4		Zmiana ceny: 6m	-20,5%
P/BV	1,2	1,2		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-36,0%
EV/EBITDA	3,4	3,4		3,8		3,5		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	12,7	11,4		10,1		9,5		Min (52 tyg.)	14,9



Spółka opublikowała gorsze wyniki za 2Q2009 niż wskazywał obniżony po słabym 1Q konsensus rynkowy. Naszym zdaniem, 2Q to apogeum złych informacji ze spółki. W najbliższych dniach TP powinna dojść do wstępnego porozumienia z UKE i operatorami alternatywnymi w sprawie dostępu do infrastruktury TP, co zamyka temat podziału funkcjonalnego. Umocnienie PLN w stosunku do Euro i USD obniży koszty interkonektu międzynarodowego, zakupu sprzętu (w 1H2009 wzrost o 200 mln PLN r/r) i wynajmu części powierzchni biurowej. Decyzja UKE zmniejszy asymetrię stawek MTR w telefonii komórkowej, co ogranicza działania konkurencyjne Play. Ostatnim czynnikiem ryzyka „wiszącym” nad TP pozostaje spór z DPTG, które żąda 840 mln Euro odszkodowania. Naszym zdaniem, żądana kwota jest elementem strategii procesowej i ostatecznie (decyzja w 4Q2009) nie przekroczy 100 mln Euro. Po uwzględnieniu słabszych wyników 1H2009 i obniżeniu naszych dotychczasowych prognoz na 2009 spółka jest najtańszym operatorem narodowym w Europie, notowanym na poziomie EV/EBITDA'09 równym 4,0 tj. z 25% dyskontem do średniej Europejskiej. 3 mld PLN NCF zakładał przez zarząd jako cel na 2009 uważamy za realne. Przy obecnej kapitalizacji implikuje to Yield brutto na poziomie 14,2%. Biorąc pod uwagę wymienione czynniki zalecamy kupno akcji spółki z ceną docelową (9-mcy) na poziomie 19,4 PLN.

2Q2009

12,7% spadek przychodów w usługach głosowych telefonii stacjonarnej (erozja bazy abonenckiej do WLR i telefonii komórkowej), 8,7% spadek w telefonii komórkowej (obniżki MTR) nie dziwią tak jak 1,8% wzrost kosztów operacyjnych. To już drugi kwartał z rzędu, w którym przy spadających przychodach, spółka bardzo słabo radzi sobie z kosztami, co dotychczas było jej silną stroną. Nie można wykluczyć, że jest to celowe działanie związane z toczącym się procesem podziału operatora przez UKE czy niedawnymi informacjami o ponownym zainteresowaniu FT odkupieniem 4% pakietu od Skarbu Państwa. Pomimo słabszych wyników CF z działalności operacyjnej wygląda nadal bardzo solidnie (2,88 mld PLN vs. 3,2 mld PLN w 1H2008), co przy wyraźnie ograniczonych inwestycjach (0,9 mld PLN vs. 1,22 mld PLN w 1H2008), gwarantuje wysoki poziom dywidendy (+buy-back) w przyszłym roku.

TP o inwestycjach i ugodzie z UKE

TPSA rozpoczęła proces weryfikacji swojej strategii. Poziom CAPEX w tym roku osiągnie 12% przychodów, natomiast w kolejnych latach będzie zależny od wyniku porozumienia spółki z operatorami niezależnymi i UKE, czyli porozumienie w sprawie przymusowego podziału operatora. Ostateczne i oficjalne porozumienie będzie mogło zostać zawarte we wrześniu. TPSA liczy, że uгода stworzy warunki, które pozwolą jej zwiększyć inwestycje (chodzi m.in. o ustalenie warunków na której operatorzy alternatywnie będą mogli korzystać z nowej infrastruktury). W I połowie roku CAPEX spółki stanowił 10,7% przychodów. Spółka zapowiadała na początku roku, że ten stosunek będzie się kształtował na poziomie 12-14%. W przypadku osiągnięcia porozumienia, CAPEX mógłby wzrosnąć docelowo do poziomu ok. 18% przychodów, by po kilku latach, wrócić do poprzedniego poziomu. Strony właściwie nie mówią o tym czy zostanie zawarte porozumienie, ale kiedy. To dobra wiadomość dla TP, dla której obecny okres jest absolutnie kluczowy ze strategicznego punktu widzenia. Naszym zdaniem po zawarciu porozumienia sytuacja spółki zacznie się stabilizować, a wyniki ulegną poprawie.

Porozumienie ws. podziału coraz bliższe

UKE w zamian za stabilizację (zaprzestanie kolejnych obniżek) stawek LLU, WLR i BSA oczekuje od TP dwóch zobowiązań inwestycyjnych. Chodzi o szybką ścieżkę inwestycyjną do końca 2009 roku dotyczącą przyłączenia osób, mających 10 miesięczną umowę z TP, która ich nie przyłączyła i z tego tytułu musi im płacić. Drugie zobowiązanie ma dotyczyć normalnego trybu inwestycyjnego w 2010 roku. Prezes TP zapowiadał wcześniej, że jeśli osiągnie



porozumienie z operatorami i regulatorem, grupa TP może w ciągu 2-3 lat zwiększać CAPEX z 12% na koniec 2009 roku, a nakłady inwestycyjne mogą sięgnąć nawet 18% przychodów. Następne spotkanie stron odbędzie się 11 sierpnia i jeśli osiągnięty zostanie kompromis, UKE nieformalnie może zawiesić podział TP. Formalnie może nastąpić pod koniec września, ale będzie ono na trzy miesiące, a potem na rok do końca 2010.. Standard & Poor's obniżyła perspektywę ratingu dla TPSA do "stabilnej" z "pozytywnej". Jednocześnie potwierdzono długoterminowy rating na poziomie "BBB+". Porozumienie ws. podziału wydaje się coraz bliższe, a wrześniowy termin podpisania formalnego dokumentu jest realny.

Spór z Duńczykami – rozstrzygnięcie w 4Q?

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Wituckiego jest mało realne żeby spór z DPTG rozstrzygnął się w 3Q2009, jak zakłada strona duńska. Z naszych informacji dotyczących terminów wyznaczonych przez sąd należy oczekiwać przesunięcia terminu na 4Q2009. Naszym zdaniem ewentualna porażka TP jest już uwzględniona w cenie akcji TP. Skala roszczenia DPTG (800 mln Euro) jest naszym zdaniem elementem strategii procesowej.

FT gotowe odkupić akcje TP

Wg. doniesień prasowych koncern gotów jest porozumieć się z polskim rządem w sprawie odkupu tzw. resztówki akcji TP. Pozytywny wpływ na kurs, jeżeli informacja potwierdzi się.

Media

Prognozy dla rynku reklamowego na 2009 rok

Zdaniem ZenithOptimedia wartość polskiego rynku reklamy w 2009 roku wyniesie 7,43 mld PLN, czyli o 4,1 proc. mniej niż w 2008 roku, na co największy wpływ mają w opinii analityków ZenithOptimedia skutki ogólnoświatowego kryzysu gospodarczego. Wpływy z reklam najbardziej zmniejszą się w gazetach i magazynach, a wzrosną w internecie i kinach. Biorąc pod uwagę opublikowane dane za pierwszy kwartał, gdzie wydatki reklamowe spadły o ponad 5% i sygnały mówiące o znacznie większym załamaniu rynku w drugim kwartale przypuszczamy, że prognoza 4% spadku wartości rynku reklamowego w całym roku może okazać się zbyt optymistyczna. Ze swojej strony zakładamy spadek całego rynku reklamowego o 12%.

Segment outdooru w drugim kwartale o 10% w dół

Według danych Izby Gospodarczej reklamy Zewnętrznej segment outdooru zmniejszył się w drugim kwartale o blisko 10%. W całym drugim półroczu wydatki reklamowe w tym segmencie spadły o 9%. Ze względu na brak porównywalności danych i dodanie do panelu takich podmiotów jak BP Media, Warexpo czy Headz Marketing Partner do spadków należy dodać około 2-3 pkt. procentowych. W naszych prognozach dotyczących Agory zakładaliśmy spadek przychodów w AMS o blisko 20%. Gdyby spadek ten był bardziej zbliżony do raportowanego przez IGRZ podnosiłoby to naszą prognozę przychodów o około 3 mln PLN.

TV Puls chce rozszerzenia koncesji

TV Puls złożyła wniosek do KRRiTV o zmianę przysługującej jej koncesji z uniwersalnej z udziałem audycji o tematyce rodzinno-chrześcijańskiej na uniwersalną. W swoim wniosku poprosiła również o usunięcie z warunków koncesji nadawania programów informacyjnych. Obecna koncesja zobowiązuje TV Puls do nadawania siedmiu godzin programów informacyjnych i publicystycznych w tygodniu. Programy o tematyce rodzinno-chrześcijańskiej mają zajmować 21 godzin tygodniowo, podczas gdy liczba audycji stricte religijnych ma wynieść siedem godzin tygodniowo, a kolejne trzy godziny zajmą programy edukacyjne i poradnicze. Ilości te stanowią duże ograniczenie jeśli chodzi o swobodę kształtowania ramówki i utrudniają pozyskanie reklamodawców. Programy informacyjne z kolei są zazwyczaj w czołówce najkosztowniejszych elementów ramówki i usunięcie ich pomogłoby TV Puls znacząco obniżyć koszty. Z drugiej strony religijny charakter stacji był podstawą przyznania stacji kilku naziemnych nadajników, które teraz z kolei uprawniają TV Puls do miejsca na pierwszym multipleksie. Wykreślenie zapisów z koncesji może być zatem trudne do osiągnięcia.

TVN i Agora przeciw zasadom konkursów o miejsce na multipleksach

16 podmiotów (w tym Agora, Polsat, TVN i TP) złożyło swoje uwagi do dokumentacji konkursowej na zagospodarowanie drugiego multipleksu. Najwięcej kontrowersji budzi zapis przyznający nawet 300 pkt. w punktacji konkursowej podmiotom, które nie wydają gazet ogólnopolskich, nie posiadają stacji radiowych ani nie są nadawcami ogólnopolskich telewizyjnych programów publicznych rozpowszechnianych naziemnie. Obecne zapisy mocno utrudniają pozyskanie miejsca na drugim multipleksie jakimkolwiek podmiotowi silnie obecnemu w tej chwili na polskim rynku mediowym. Tym samym małe szanse na znalezienie się na drugim multipleksie miałyby jakiegokolwiek kanały tematyczne nadawców ogólnopolskich, Agory, Eurozetu. Przyszłość tego zapisu zależy naszym zdaniem od zainteresowania miejscami na multipleksie ze strony zagranicznych koncernów. Jeżeli nie udałoby się pozyskać do multipleksów silnych podmiotów zagranicznych to praktyczne wykreślenie z przetargu stacji tematycznych m.in. TVN czy Polsatu mocno uderzyłoby w jakość multipleksu, co byłoby z pewnością niekorzystne dla całego projektu cyfryzacji. Optymalnym rozwiązaniem byłoby zmniejszenie premii przyznawanej nowym nadawcom.



Agora (Kupuj)

Cena bieżąca: 18,9 PLN

Cena docelowa: 19,6 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 120,6	-12,3%	1 127,4	0,6%	Liczba akcji (mln)	52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	116,5	-9,3%	144,6	24,1%	MC (cena bieżąca)	991,6
marża EBITDA	15,6%	10,0%		10,4%		12,8%		EV (cena bieżąca)	894,8
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	32,3	-27,6%	60,1	86,0%	Free float	64,1%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	26,7	13,9%	50,5	89,4%		
P/E	10,4	44,4		37,2		19,6		Zmiana ceny: 1m	36,5%
P/CE	5,8	9,7		8,9		7,3		Zmiana ceny: 6m	47,7%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-45,5%
EV/EBITDA	4,2	7,3		7,7		5,7		Max (52 tyg.)	34,7
Dyid (%)	1,8	0,0		1,3		2,5		Min (52 tyg.)	11,0



W lipcu kurs akcji spółki wzrósł o ponad 31% zdecydowanie bijąc stopę zwrotu na indeksie. Sierpień będzie miesiącem publikacji słabych naszym zdaniem wyników finansowych, które mogą przejściowo wpływać na osłabienie notowań. Mimo to uważamy, że spółka pozostaje atrakcyjnie wyceniana i ewentualne spadki kursu zalecamy wykorzystać na zwiększanie pozycji.

Spadek wpływów reklamowych Gazety Wyborczej w pierwszym półroczu

Według danych zebranych przez Export Monitor najwięcej spośród dzienników na reklamach zarobiła w pierwszym półroczu "Gazeta Wyborcza". Wpływy z tego tytułu wyniosły 395,7 mln zł, ale były o 25,24 proc. niższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Mocniej spadły jedynie wpływy Dziennika, który zarobił cennikowo na reklamach o ponad 40% mniej niż przed rokiem. Przychody reklamowe Rzeczpospolitej spadły o 19%. Najmniej w czasie kryzysu ucierpiały: Gazeta Prawna i Fakt, których wpływy z reklam spadły o niecałe 2%. Jak zawsze przy danych cennikowych należy zachować ostrożność przy interpretacji. W pierwszym kwartale realne wpływy reklamowe GW spadły o prawie 31%. Oczekujemy pogłębienia spadków w drugim kwartale do poziomu 35-40% poniżej zeszłorocznych wartości.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

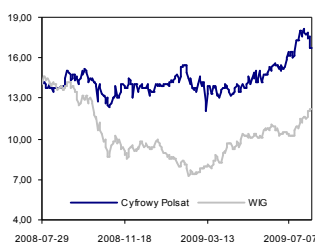
Cena bieżąca: 16,7 PLN

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)	4 473,0
marża EBITDA	20,8%	30,6%		28,9%		34,0%		EV (cena bieżąca)	4 182,3
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	39,4	16,6		15,1		11,7		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	33,3	15,3		13,8		10,9		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	73,2	15,1		10,8		7,4		Zmiana ceny: 12m	18,6%
EV/EBITDA	26,2	12,4		10,7		8,3		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,0	0,8		4,0		4,4		Min (52 tyg.)	12,0



Początek trzeciego kwartału upływa pod znakiem umocnienia złotego, co korzystnie wpływać może na wyniki drugiego półrocza. Uważamy jednak, że obserwowana w dwóch ostatnich miesiącach zwyżka kursu o blisko 25% z nadwyżką dyskontuje scenariusz umocnienia się złotego do poziomu 4,0 EUR/PLN i 2,9 USD/PLN. Z tego też względu podtrzymujemy rekomendację trzymaj i zalecamy niedowążanie Cyfrowego Polsatu w portfelach inwestycyjnych w sierpniu.

Rozmowy ze Sferią na finiszu, Zygmunt Solorz w Mobylandzie?

Według doniesień prasy na finiszu znajdują się rozmowy o współpracy operacyjnej ze Sferią i wspólnej ofercie usług. Jednocześnie pojawiły się doniesienia o tym, że za kancelarią prawną, która nabyła większościowy pakiet w Mobylandzie stoi Zygmunt Solorz-Żak. Plany współpracy ze Sferią są znane inwestorom od kilku miesięcy. Pozytywną wiadomością mogłoby być natomiast potwierdzenie informacji o zaangażowaniu Zygmunta Solorza w Mobyland, gdyż potencjalnie można go włączyć do porozumienia pomiędzy Cyfrowym Polsatem i Sferią. Należy jednak przy tym zauważyć, że zarówno Mobyland jak i Sferia nie mają jeszcze rozbudowanej sieci więc korzyści ze współpracy będą dla Cyfrowego Polsatu początkowo niewielkie.

ARPU drugiego kwartału na poziomie z kwartału pierwszego

Według wypowiedzi Prezesa Dominika Libickiego średni przychód na abonenta w drugim kwartale kształtował się na analogicznym poziomie co w pierwszych trzech miesiącach roku. Zazwyczaj ARPU rośnie w drugim kwartale, gdyż kończy się okres promocyjny dla abonentów przyłączonych w okresie świąt Bożego Narodzenia. Tegoroczna promocja z wydłużonym czasem bez opłat spowodowała wyhamowanie tempa wzrostu ARPU w drugim kwartale.



TVN (Trzymaj)

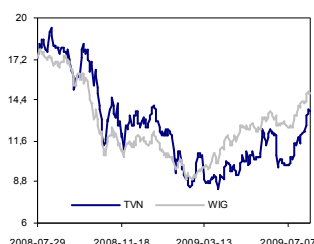
Cena bieżąca: 13,6 PLN

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)	4 751,6
marża EBITDA	35,5%	37,5%		23,3%		21,4%		EV (cena bieżąca)	6 575,5
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	19,5	13,1		20,6		26,3		Zmiana ceny: 1m	36,0%
P/CE	15,0	10,7		12,2		11,7		Zmiana ceny: 6m	25,3%
P/BV	3,3	2,9		2,8		2,7		Zmiana ceny: 12m	-24,4%
EV/EBITDA	9,8	8,1		13,0		12,7		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	2,7	2,5		3,8		2,4		Min (52 tyg.)	8,4



Lipiec upłynął pod znakiem bardzo silnych wzrostów ceny akcji TVN, która wzrosła o blisko 35%, tj. ponad 20% niż indeks blue chipów. Podobnie jak w przypadku Agory sierpień będzie według nas miesiącem publikacji bardzo słabych wyników kwartalnych, co powinno wpłynąć na ochłodzenie sentymentu w stosunku do spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj, a w sierpniu zalecamy niedowierzanie akcji w portfelu.

Wpływy cennikowe stacji telewizyjnych w czerwcu

W okresie styczeń-czerwiec 2009 roku największe cennikowe wpływy z reklam wśród stacji telewizyjnych miał TVN i wyniosły one 1,374 mld PLN (dane nie uwzględniają rabatów), czyli o 7,3 proc. więcej, niż w takim samym okresie 2008 roku. Na drugie miejsce spadła Telewizja Polsat, która zanotowała przychody reklamowe na poziomie 1,116 mld PLN, czyli o 12,7 proc. mniej niż w pierwszej połowie 2008 roku. W *Pulsie Biznesu* pojawiła się ponadto teza, że na Polsacie ciąży decyzja o ostrej negocjacji na temat rabatów na początku roku i że przychody reklamowe TVN mogą spaść o 15%, a Polsatu nawet o 25-30%. Specjaliści CR Media stawiają też tezę, że decyzja o niedużych rabatach będzie ciążyła na Polsacie do końca roku. Dane cennikowe nie mówią w tej chwili absolutnie nic. Jeżeli chodzi o spadki zakładane przez specjalistów z CR Media, to oczekujemy od całej Grupy TVN nieznacznie niższych spadków przychodów reklamowych. W przypadku samej stacji TVN mogą być one nawet wyższe (17-18%). Nie zgadzamy się natomiast z tezą, że negocjowane na początku roku poziomu rabatów mają charakter trwały. Świadczą o tym choćby wydarzenia kwietnia kiedy to do wyższych rabatów TVP dołączyły się TVN i Polsat. Przewidywany przez nas głębszy spadek przychodów Polsatu wynikać będzie raczej ze słabszego profilu widza.

Zygmunt Solorz-Żak o rynku reklamy telewizyjnej

Właściciel Polsatu w wypowiedzi dla *Pulsu Biznesu* określił obecną sytuację na rynku telewizyjnym jako podrywanie gardła, stwierdzając, że zniknęła niepisana solidarność pomiędzy nadawcami telewizyjnymi. Słowa szefa i właściciela Polsatu są potwierdzeniem ostrej konkurencji jaka pojawiła się w segmencie telewizyjnym w pierwszych miesiącach roku. Pierwsze zarzewia wojny cenowej pomiędzy głównymi stacjami telewizyjnymi pojawiły się w marcu. Na chwilę obecną wydaje się, że przynajmniej przejściowo sytuacja uległa ustabilizowaniu, ale na bardzo niskim poziomie cenowym. Od przyszłych poziomów konsumpcji i mocnych nerwów nadawców będzie zależało, czy spadki cen nie ulegną pogłębieniu.



WSiP (Kupuj)

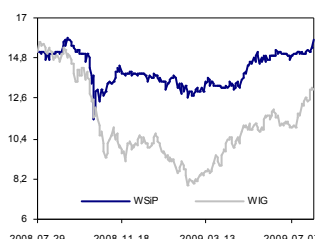
Cena bieżąca: 15,8 PLN

Cena docelowa: 17,8 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	224,9	198,2	-11,9%	196,2	-1,0%	198,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	34,6	50,0	44,5%	42,7	-14,6%	44,2	3,5%	MC (cena bieżąca)	391,2
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,8%		22,3%		EV (cena bieżąca)	351,8
EBIT	29,8	46,3	55,1%	38,7	-16,4%	40,1	3,6%	Free float	0,0%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	31,7	-18,9%	33,3	5,1%		
P/E	8,5	10,0		12,3		11,7		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/CE	7,7	9,1		11,0		10,5		Zmiana ceny: 6m	20,2%
P/BV	3,4	3,5		3,8		3,7		Zmiana ceny: 12m	5,3%
EV/EBITDA	10,1	7,2		8,2		8,0		Max (52 tyg.)	15,9
Dyid (%)	6,7	11,4		10,0		8,1		Min (52 tyg.)	11,5



Akcje WSiP zachowywały się stabilnie w lipcu, co przy zdecydowanej wyższej indeksów poskutkowało dużo niższą stopą zwrotu z inwestycji w akcje Wydawnictw. Sierpień podobnie powinien upłynąć pod znakiem stabilnych notowań, gdyż wyniki nie będą według nas stanowiły impulsu do silnej zmiany kursu w którąkolwiek ze stron. Z drugiej strony zbliża się prawdopodobna data skupu akcji w wezwaniu (według naszych szacunków – październik), co skłania nas do podtrzymania pozytywnej rekomendacji dla akcji spółki.

Zakup specjalistycznego wydawnictwa po wakacjach, buyback również

Według wypowiedzi Członka Zarządu Karola Żbikowskiego zakup specjalistycznego wydawnictwa, o którym spółka informowała jakiś czas temu może się opóźnić. Przyczyną jest sezon urlopowy, który powoduje przeciąganie się inwestycji. Zgodę na akwizycję Rada Nadzorcza może wyrazić na posiedzeniu 8 września. Jednocześnie WSiP podtrzymuje swoje zainteresowanie prywatyzacją Belony o ile zostanie zaproszony do rokowań. Dodatkowo późną jesienią nastąpi najprawdopodobniej zatwierdzony przez WZA buyback, w którym spółka wypłaci ponad 40 mln PLN. Termin buybacku jest uwarunkowany dużym operacyjnym wpływem w trzecim kwartale związanym z sezonowością sprzedaży.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami, prognoza całoroczna niezagrażona

Karol Żbikowski wypowiedział się również na temat wyników zakończonego kwartału stwierdzając, że był on zgodny z oczekiwaniami zarządu. Oceniał również całoroczną prognozę jednostkową dla wydawnictw mówiąc o osiągnięciu 180,2 mln PLN przychodów i 30 mln PLN zysku netto jako niezagrażoną. Podzielamy optymizm zarządu. Mimo zwiększonych nakładów na promocję podręczników związanych z wprowadzeniem nowych ram programowych spółka powinna przekroczyć zakładany poziom zysku netto. Dodatkowo bardzo dobrze sobie radzą spółki zależne Wydawnictw, m.in. przejęta w zeszłym roku Zielona Sowa, co dodatkowo podniesie wynik Grupy.

Sektor IT

Przetargi na telefon 112 i pl.ID już pod koniec wakacji?

Zdaniem wiceministra MSWiA Witolda Drożdża w sierpniu zostanie uruchomione postępowanie przetargowe na projekt telefonu 112, natomiast na przełomie sierpnia i września zostanie rozpisany przetarg na elektroniczny dowód osobisty. Wiceminister podtrzymał również wcześniejsze zapowiedzi ministerstwa mówiące o uruchomieniu w tym roku przetargów na łączną kwotę co najmniej 350 mln PLN. Większość dużych projektów ma być realizowana etapami, w drodze przetargów na kluczowe elementy tych systemów. Wyjątkiem ma być telefon 112, przy którym będzie uruchomiony jeden duży przetarg. Podtrzymujemy tezę, że w tym roku ze wspomnianych projektów do spółek informatycznych nie wpłynie nawet 1PLN. Uruchomienie przetargu na OST 112 i pl.ID to jednak bardzo dobra informacja pozwalająca wierzyć, że w 2010 roku wreszcie wystartują wspomniane projekty. Wybór jednego wykonawcy przy OST 112 wynika najprawdopodobniej z pośpiechu jaki towarzyszy temu projektowi. Projekt musi być skończony do EURO 2012, co oznacza, że przy założeniu rozpoczęcia go z początkiem 2010 roku nie ma już dużego czasowego marginesu bezpieczeństwa.

Asseco Business Solutions

Prezes niezadowolony z wyników drugiego kwartału

Zdaniem prezesa Asseco Business Solutions Romualda Rutkowskiego drugi kwartał przyniósł znaczne pogorszenie sytuacji w przypadającym spółce w ramach Grupy Asseco Poland sektorze przedsiębiorstw, co pociągnie za sobą słabsze wyniki drugiego kwartału. ABS jest najbardziej wrażliwym na dekoninkturę ogniwem w ramach Asseco Poland. Spodziewamy się, że spadek przychodów w spółce w drugim kwartale mógł sięgnąć kilkunastu procent.

Comarch

Kontrakt ze Strażą Graniczną

Konsorcjum z udziałem Comarchu pod przewodnictwem hiszpańskiego Matica wygrało przetarg na rozbudowę głównego węzła teleinformatycznego Straży Granicznej. Wartość kontraktu to 9,1 mln PLN. Jako, że Comarch nie jest liderem konsorcjum skonsoliduje jedynie przypadającą mu część kontraktu, co stanowić będzie przypuszczalnie poniżej 0,6% zeszłorocznych przychodów spółki.

Umowa z PGNiG

Comarch oraz PGNiG zawarły trzyletnią umowę na dostawę licencji Microsoft. Podpisany 30 czerwca 2009 kontrakt opiewa na łączną kwotę 37,76 mln PLN brutto. Comarch dostarczy PGNiG ponad sześć tysięcy licencji wraz z usługami dodatkowymi w ramach umowy Microsoft Enterprise Agreement. Kwota netto kontraktu to około 31 mln PLN. Sama dostawa licencji odbędzie się zapewne na bardzo niskich marżach. Źródłem większego zarobku mogą być dopiero usługi dodatkowe. Niestety komunikat nie zawiera informacji jakie oprogramowanie ma być dostarczone co ułatwiłoby wycenę wartości „czystych” licencji i udziału usług dodatkowych w kontrakcie. Szacujemy, że wartość samych licencji może wynieść około 6 mln PLN, co dawałoby 25 mln PLN udziału usług dodatkowych. Marża brutto mieściłaby się zatem w przedziale 16-17%

Qumak Sekom

Zarząd zapowiada dobre wyniki

Zdaniem prezesa Pawła Jagusia Qumak Sekom zaliczy drugi kwartał do udanych. Przychody spółki wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku przy utrzymanym poziomie rentowności. Prezes podtrzymała również deklarację poprawy wyników w przeciągu całego 2009 roku.



AB (Kupuj)

Cena bieżąca: 11,8 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)	187,4
marża EBITDA	1,3%	2,9%		1,5%		1,5%		EV (cena bieżąca)	335,7
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	11,6	8,6		13,1		9,7		Zmiana ceny: 1m	44,3%
P/CE	9,2	6,9		9,5		7,5		Zmiana ceny: 6m	291,7%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	9,8	4,3		8,3		7,6		Max (52 tyg.)	14,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Mimo ponad 47% wzrostu wartości akcji AB i przekroczenia naszej ceny w lipcu uważamy, że spółka wciąż posiada istotny potencjał wzrostowy, czego potwierdzeniem będą naszym zdaniem dobre wyniki jakie spółka zaprezentuje za drugi kwartał. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i zalecamy przeważanie akcji spółki w perspektywie sierpnia.



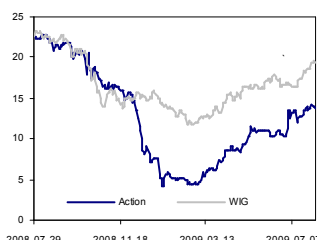
Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13,7 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 (mIn)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	59,3	-10,5%	50,5	-14,9%	MC (cena bieżąca)	236,1
marża EBITDA	2,1%	2,8%		1,8%		2,0%		EV (cena bieżąca)	346,9
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	10,2	7,0		9,2		9,7		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE	7,7	5,6		6,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	167,6%
P/BV	1,6	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-38,6%
EV/EBITDA	7,7	5,8		5,9		7,3		Max (52 tyg.)	22,8
Dyid (%)	0,0	1,9		10,1		2,2		Min (52 tyg.)	4,1



W Actionie zakończył się bardzo słaby według nas kwartał, w którym spółka borykała się z umacniającym się złotym, spadkiem sprzedaży i brakiem przetargów publicznych, które poprawiały wynik ubiegłego roku. Choć publikacja sprawozdania nastąpi dopiero we wrześniu oczekujemy, że słabe wyniki już teraz ciężać będą na spółce. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Actionu i zalecamy niedoważanie jego akcji w portfelu w sierpniu.



ASBIS (Kupuj)

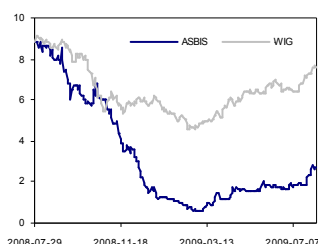
Cena bieżąca: 2,7 PLN

Cena docelowa: 2,16 PLN

Analitik: 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)	149,3
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,8%		1,2%		EV (cena bieżąca)	198,6
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	2,8	13,0				10,7		Zmiana ceny: 1m	51,1%
P/CE	2,5	7,6		29,5		6,7		Zmiana ceny: 6m	169,0%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-68,4%
EV/EBITDA	1,9	3,9		6,8		4,9		Max (52 tyg.)	8,9
Dyid (%)	5,3	18,4		0,0		3,9		Min (52 tyg.)	0,6



Kurs Asbisu wzrósł w lipcu o 50% przekraczając poziom naszej ceny docelowej. Podobnie jak przypadku AB dostrzegamy jednak dalszy potencjał wzrostowy w spółce i dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki oraz zalecamy ich przeważanie w portfelach w sierpniu.



Asseco Poland (Kupuj)

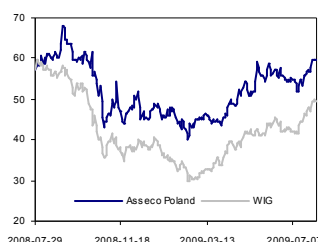
Cena bieżąca: 59,7 PLN

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)	4 630,7
marża EBITDA	21,4%	21,2%		19,8%		20,3%		EV (cena bieżąca)	4 973,1
EBIT	236,7	494,3	108,9%	492,1	-0,4%	547,0	11,2%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	309,6	-3,7%	347,2	12,1%		
P/E	28,8	14,4		15,0		13,3		Zmiana ceny: 1m	8,9%
P/CE	23,3	11,0		11,2		10,2		Zmiana ceny: 6m	37,6%
P/BV	2,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	2,9%
EV/EBITDA	17,7	8,0		8,3		7,4		Max (52 tyg.)	68,0
Dyid (%)	0,6	1,7		2,0		2,2		Min (52 tyg.)	40,0



Akcje Asseco zyskały w lipcu 10% na wartości przy blisko 15% wzroście indeksu blue chipów. W sierpniu spółka opublikuje dobre wyniki drugiego kwartału, które powinny stanowić wsparcie dla kursu. Spółka powoli gromadzi zamówienia do portfela kontraktów na 2010 rok, co może być kluczową kwestią dla sektora informatycznego. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla spółki. Jednocześnie zalecamy przeważanie jego akcji w portfelach w sierpniu.

Akcje własne na wykup mniejszości w Asseco Slovakia?

Zdaniem prezesa Adama Górala posiadane w tym momencie przez Asseco Poland 9,32 mln akcji własnych może zostać wykorzystanych na wykup akcji od akcjonariuszy mniejszościowych Asseco Slovakia i przejęcie 100% pakietu w spółce zależnej. Pomysł wydaje się ciekawy. Pierwotnie spółka myślała o wykorzystaniu akcji własnych do przejęć prowadzonych w Europie Zachodniej. Użycie akcji do zwiększenia zaangażowania w Asseco Slovakia ma tę przewagę, że wiąże się z mniejszym ryzykiem inwestycyjnym, gdyż Asseco Slovakia jest spółką dojrzałą i dobrze znaną akcjonariuszom Asseco Poland oraz samej spółce. W efekcie mogłoby zniknąć dyskonto z jakim inwestorzy traktują pakiet akcji własnych Asseco.

Umowa za 10 mln PLN brutto dla ABG

ABG podpisało umowę z Państwowym Funduszem Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych na świadczenie usług konserwacji i modyfikacji systemów PFRON. Umowa została zawarta na okres trzech lat, a jej wartość to 10 mln PLN brutto.

W drugim kwartale poprawa wyniku operacyjnego

Prezes Góral wypowiedział się również na temat wyników drugiego kwartału. Pozytywnie ocenia on dokonania Grupy w drugim kwartale i spodziewa się operacyjnego wzrostu r/r. Prezes podtrzymuje również zapowiedzi o spodziewanej poprawie wyników Grupy w całym roku. Jego zdaniem Asseco ma szansę pozyskać trzy zlecenia na centralny system bankowy, w jednym przypadku w końcowym etapie jest przygotowywanie umowy. Dobre wyniki kwartalne są potwierdzeniem niezagrażonej kryzysem pozycji Asseco. Pozyskanie wspomnianych trzech kontraktów natomiast najprawdopodobniej pozwoliłoby dopełnić backlog do rozmiarów bliskich ubiegłorocznym przychodom.

Kontrakt dla ASEE

Dwie spółki zależne Asseco South Eastern Europe, Ibis i Antegra podpisały umowę na wdrożenie centralnego systemu informatycznego BI –system w Vakufska Banka DD Sarajewo. Projekt składać się będzie z 16 faz, a termin jego zakończenia to styczeń 2010 roku. Wartości kontraktu nie podano. Prezes Góral informował również o trzech umowach wdrożenia systemu centralnego w bankach. Powyższy kontrakt jest zapewne jedną z nich. Ze względu na termin ukończenia projektu większość kwoty kontraktu wejdzie do portfela zamówień bieżącego roku.

Kolejny kontrakt dla ASEE

Asseco South Eastern Europe poinformowało o podpisaniu przez spółkę zależną Pexim umowy na budowę systemu bankowości mobilnej w OTP Bank Serbia. Wartości zlecenia nie podano. Po umowie z Vakufska Banka Sarajewo podpisanej przez Ibis i Antegrę jest to kolejna umowa dla sektora bankowego w bałkańskiej części Asseco. Zgodnie z wcześniejszą zapowiedzią prezesa Górala można się spodziewać podpisania jeszcze jednej umowy tego typu.

Wywiad z prezesem Góralem

W wywiadzie dla *Rzeczpospolitej* Adam Góral wypowiedział się na temat wyników drugiego kwartału stwierdzając, że na poziomie netto powinny one przekroczyć prognozowane 83 mln PLN. Jego zdaniem drugi kwartał potwierdza założenie mówiące o przekroczeniu w ciągu



całego roku poziomu 312 mln PLN. Od 1,5 miesiąca spółka negocjuje duży kontrakt na zmianę systemu w sektorze finansowym. Na początku sierpnia powinno dojść do podpisania umowy zakupu udziałów w duńskiej spółce przynoszącej około 2,2 mln euro zysku netto.



Komputronik (Trzymaj)

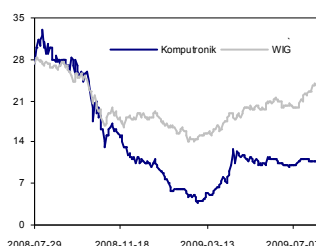
Cena bieżąca: 10,8 PLN

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)	88,5
marża EBITDA	2,3%	1,4%		1,2%		1,6%		EV (cena bieżąca)	147,4
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	7,8	15,7		21,7		9,3		Zmiana ceny: 1m	8,2%
P/CE	6,7	8,2		9,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	75,9%
P/BV	0,9	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-65,5%
EV/EBITDA	4,0	9,8		15,1		10,0		Max (52 tyg.)	32,9
Dyid (%)	0,6	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 sierpniu niedowrażanie ich w portfelach inwestycyjnych względem szerokiego indeksu.

Aneks do umowy pożyczki

Komputronik przedłużył termin spłaty pożyczki od jednostki zależnej – Karen do 31 grudnia 2009 roku. Oprocentowanie pożyczki wynosi WIBOR1M +1,5%. Na przedłużenie terminu pożyczki zanosilo się od dłuższego czasu. Bez wpływu na kurs.

351 mln PLN przychodów w pierwszym półroczu

Komputronik poinformował w komunikacie, że sprzedaż spółki w pierwszym półroczu wyniosła 351 mln PLN, tj. o ponad 24% więcej niż w roku ubiegłym. Wobec 182 mln PLN osiągniętych przez Komputronik SA w pierwszym kwartale implikuje to 168,5 mln PLN przychodów jednostkowych w kwartale drugim, przy 136,6 mln PLN w analogicznym okresie 2008 roku. Przy porównywaniu tych danych należy jednak uwzględnić, że w porównaniu do 2008 roku znacząco wzrósł poziom dostaw realizowanych w ramach transakcji wewnętrzgrupowych do Karenu. Zakładając utrzymanie się skali tych transakcji na poziomie z pierwszego kwartału można założyć, że przychody Grupy Komputronik w drugim kwartale nie powinny przekroczyć 175 mln PLN, tj. 9,3% więcej niż w roku ubiegłym, kiedy Grupa osiągnęła 160 mln PLN sprzedaży.

Prezes Buczkowski o przewidywanych wynikach 2009 roku

Zdaniem Wojciecha Buczkowskiego tegoroczne obroty Grupy Komputronik powinny wzrosnąć o kilkanaście procent w stosunku do ubiegłego roku. W przypadku rentowności natomiast utrzymanie zeszłorocznych poziomów może być trudne, ale nie niemożliwe. Sieć salonów zgodnie z wypowiedzią prezesa nie będzie w tym roku powiększana, co stanowi zmianę w porównaniu do pierwotnej koncepcji zakładającej otwarcie w trzecim kwartale kilku nowych salonów. Przewidujemy, że przychody Komputronika powinny wzrosnąć w tym roku o 8-12%, przy czym uwzględniając rezygnację z otwarcia nowych salonów bardziej prawdopodobne wydają się dolne widełki. Samą rezygnację z rozbudowy sieci salonów odbieramy jednak pozytywnie, gdyż sądzimy, że obecna sytuacja makroekonomiczna nie sprzyja ruchom powiększającym koszty stałe.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 17 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)	201,5
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		6,1%		5,7%		EV (cena bieżąca)	160,7
EBIT	-72,0	11,5		12,1	5,3%	12,8	5,1%	Free float	64,5%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	4,3		8,1	90,1%		
P/E				47,1		24,8		Zmiana ceny: 1m	10,9%
P/CE		4,6		4,7		4,5		Zmiana ceny: 6m	-15,3%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-7,4%
EV/EBITDA		3,8		3,1		3,1		Max (52 tyg.)	26,9
Dyid (%)	10,1	-0,2		0,6		1,2		Min (52 tyg.)	15,1



Po spłacie części obligacji zadłużenie Sygnity spadło poniżej poziomu 60 mln PLN, co naszym zdaniem zamyka problem płynności w spółce. Największą bolączką spółki pozostaje portfel kontraktów, którego wartość wciąż pozostawia wiele do życzenia. Wierzymy jednak, że wraz z rolowaniem części zadłużenia i sprzedażą części aktywów pozycja płynnościowa spółki pozwoli jej, by agresywniej pójść po kontrakty wymagające zaangażowania gotówki, co powinno przyspieszyć tempo budowy backlogu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Za 2-3 miesiące powstanie program akwizycji

Prezes Piotr Kardach zapowiedział, że w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy ma powstać program akwizycji jakie poczyni Sygnity. Jednym ze sposobów sfinansowania przejęć byłaby emisja akcji w ramach kapitału docelowego. Na liście potencjalnych nabytków jest według słów prezesa spółka giełdowa. Naszym zdaniem w 2009 roku spółka ostatecznie upora się z problemem zadłużenia, co da jej zielone światło by spojrzeć na rynek w poszukiwaniu potencjalnego wzmocnienia biznesowego. Sam program akwizycyjny jest naszym zdaniem dobrym posunięciem. Nasze obawy budzi jednak zastosowanie w przejęciach emisji akcji. Spółka jest bowiem w naszej opinii mocno niedowartościowana, co rodzi niewielkie ryzyko uzyskania niekorzystnego parytetu wymiany w czasie hipotetycznych przejęć.

Umowa z GUS na system próbnych spisów powszechnych

Konsorcjum Sygnity i PTK Centertel podpisało z GUS kontrakt na stworzenie systemu informatycznego wspierającego przeprowadzenie próbnych spisów powszechnych przy pomocy terminali mobilnych. Wartość umowy to 4,7 mln PLN brutto. Kwota kontraktu nie powala na kolanach, a dodatkowo Sygnity jako lider konsorcjum pokaże w przychodach zaledwie przypadającą mu do wykonania część kontraktu, co nie jest powszechne wśród spółek informatycznych, gdzie z reguły lider księguje całość kontraktu. Nie wpływa to oczywiście na wielkość wygenerowanego zysku, a jedynie obniża raportowaną sprzedaż. Ponadto zwycięstwo w przetargu na obsługę próbnych spisów zwiększa szanse Sygnity na wykonanie podobnych prac w czasie powszechnego spisu rolnego w 2010 roku i narodowego spisu powszechnego w 2011 roku.

Nie będzie połączenia z Aramem

Zarząd Sygnity poinformował o odstąpieniu od połączenia ze spółką Aram Sp. z o.o. Stwierdził, że w obecnych uwarunkowaniach rynkowych, inkorporacja Aram do Sygnity nie jest rozwiązaniem optymalnym. Sygnity ma w Aramie 100% udziałów. Połączenie było uzasadnione uproszczeniem struktury Grupy Kapitałowej i nie miało mieć przełożenia na jakiegokolwiek większe oszczędności. Dlatego też odstąpienie od planów inkorporacji spółki zależnej nie będą miały żadnego przełożenia finansowego na Sygnity.

Sprzedaż KPG

Sygnity poinformowało w komunikacie o sprzedaży udziałów w geodezyjnej spółce KPG. Kwota transakcji to 5,9 mln PLN, przy czym 3,5 mln PLN spółka otrzymała natychmiast, a pozostałe 2,4 mln PLN otrzyma w ratach do czerwca 2010 roku. KPG razem z Geomarem miała być sprzedana już rok temu, jednak ze względu na niesolidność kontrahenta transakcja została anulowana. Na przeprowadzonej transakcji spółka pokaże w trzecim kwartale około 960 tys. PLN zysku. Sama transakcja po sprzedaży nieruchomości i spółki Web Inn nie była konieczna ze względu na potrzeby gotówkowe (spółka zebrała już z nadwyżką środki potrzebne do spłaty transzy obligacji przypadającej 27 lipca), pomogła jednak zreorganizować Grupę wokół jej podstawowej działalności, gdyż zakres kompetencji KMP i Geomara dosyć istotnie odbiega od kierunku rozwoju reszty Grupy Kapitałowej.



Splata transzy obligacji

Spółka poinformowała w komunikacie o dokonanej spłacie części obligacji w kwocie 31,5 mln PLN, tym samym redukując swoje zadłużenie do poziomu poniżej 60 mln PLN. Według planów zarządu do końca roku zadłużenie ma spaść o kolejne kilkanaście milionów złotych. Spółka zapowiadała już dużo wcześniej, że zamierza spłacić dużą część transzy obligacji zapadającej 27 lipca. Mimo spłacenia tak znacznej ilości zadłużenia szacujemy, że wraz z częścią wpływów, które spółka otrzyma ze sprzedaży aktywów do połowy przyszłego roku środki finansowe wynoszą około 20 mln PLN, co zapewnia naszym zdaniem stabilną sytuację płynnościową. Dalsza tegoroczna spłata zadłużenia będzie zależała według nas od tegorocznej kontraktacji. Jeżeli spółce udałoby się zbudować portfel kontraktów na poziomie około 750 mln PLN to nie powinna mieć ona problemu z wyjściem na gotówkę netto na koniec roku, co pozwoliłoby jej na dalszą spłatę części zadłużenia i mimo to utrzymania potrzebnych rezerw gotówkowych.

Metale



Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 85,2 PLN

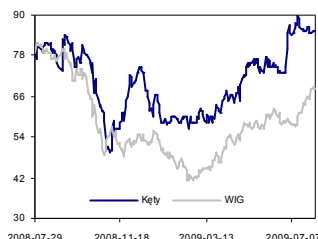
Cena docelowa: 109,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%	MC (cena bieżąca)	785,5
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	1 090,7
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	8,0	12,4		12,2		10,2		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	5,2	6,3		6,2		5,6		Zmiana ceny: 6m	45,9%
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	5,8%
EV/EBITDA	5,9	6,1		6,4		5,7		Max (52 tyg.)	90,2
Dywidenda (%)	4,7	5,3		5,5		5,6		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.



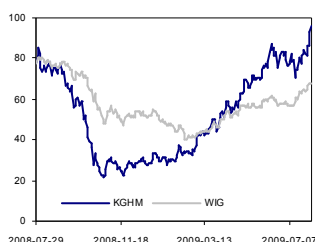
KGHM (Redukuj)

Cena bieżąca: 95,8 PLN Cena docelowa: 54,9 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)	19 150,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		28,1%		27,5%		EV (cena bieżąca)	17 261,0
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	5,0	6,6		9,4		9,0		Zmiana ceny: 1m	25,6%
P/CE	4,6	5,6		7,5		7,2		Zmiana ceny: 6m	173,6%
P/BV	2,1	1,8		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	16,9%
EV/EBITDA	3,3	4,3		6,3		5,7		Max (52 tyg.)	95,8
Dywid (%)	17,7	9,4		9,4		4,3		Min (52 tyg.)	21,4



Wbrew naszym oczekiwaniom ceny miedzi na rynkach światowych dynamicznie rosną, głównie za sprawą popytu chińskiego i spekulacji na rynkach surowcowych. W lipcu wzrostowi cen towarzyszył również wzrost zapasów na LME. Wg. nieoficjalnych informacji w chińskich portach stoją statki z 100 tys. ton nie zarejestrowanych zapasów, które miały być sprzedane na rynku chińskim wykorzystując arbitraż cenowy (premia cen w Szanghaju do LME). Obecnie, kiedy ceny się zrównały możliwość arbitrażu zniknęła. Naszym zdaniem, przy obecnych cenach surowca KGHM jest w stanie osiągać roczny zysk netto na poziomie 2,5 mld PLN. Po wyłączeniu z MC wartości aktywów telekomunikacyjnych działalność miedziowa wyceniana jest przy P/E równym 6,3, a więc odpowiada wycenie ze szczytu hossy w 2008 roku. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Jednak sprzedaż mniejszościowego pakietu?

Jak informują przedstawiciele MSP, rząd dopuszcza sprzedaż mniejszego niż kontrolny pakiet akcji KGHM. Ministerstwo nie podaje żadnych szczegółów. Po sensacyjnej informacji o zamiarze sprzedaży nawet 41% pakietu akcji KGHM, a następnie kategorycznym zaprzeczeniu ze strony innych przedstawicieli rządu mamy kolejną odsłonę. Jest to jednocześnie wariant na który zwracaliśmy uwagę jako na najbardziej realny. Skarb Państwa – wzorem sytuacji w PKN – zachowuje kontrolę nad spółką a jednocześnie pozyskuje środki finansowe. Z punktu widzenia inwestorów finansowych Skarb nadal pozostaje głównym partnerem w rozmowach ze związkami zawodowymi. Naszym zdaniem transakcja może dojść do skutku nie wcześniej niż w 2010 roku.

Wirth nowym/starym Prezesem

Nowym prezesem KGHM został Herbert Wirth. Został wyłoniony w konkursie, do którego przystąpiło 28 kandydatów. H. Wirth od kwietnia ubiegłego roku był wiceprezesem KGHM. Od 16 czerwca br. pełnił obowiązki prezesa, po tym jak zakończył swoją kadencję Mirosław Krutin. Prezes od wielu lat jest związany z KGHM, między innymi był wiceprezesem w KGHM Cuprum. Prezes zapowiedział kontynuację dotychczasowej strategii, tj. koncentrowania się spółki na redukcji kosztów i modernizacji infrastruktury produkcyjnej, przede wszystkim w części hutniczej. Osobę H. Wirtha oceniamy neutralnie. Bez wpływu na kurs.

Podwyższenie prognozy w sierpniu?

KGHM podtrzymuje swoje prognozy zysku netto na poziomie 1,9 mld PLN w 2009 r. Ewentualna korekta nastąpić może w sierpniu, po publikacji wyników za I półrocze. Zarząd spółki w cenie miedzi na poziomie 5 000 USD nie widzi fundamentów. KGHM podtrzymuje, że w 2009 r. chce zaoszczędzić ok. 300 mln PLN. Potencjalne oszczędności dotyczą głównie wdrażanego obecnie programu "Efektywność" oraz stworzenia centralnego biura zakupów. W kolejnych latach mogą one być bardziej widoczne, ponieważ w tym roku programy dopiero startują. KGHM analizuje cztery projekty inwestycyjne i planuje zainwestować w tym roku kilkadziesiąt milionów złotych. Prezes sprecyzował, że chodzi o złoża w Mongolii, Peru, USA oraz w Laosie. Są to projekty na różnym stopniu rozpoznania, tj. nie gotowe do eksploatacji. Będzie to duże złożo, od kilkuset tysięcy do 1,5 mln ton. Prezes zapewnił jednak, że nie zamierza na to wydać kwoty ponad 900 mln PLN, na którą opiewa budżet inwestycyjny spółki. Utrzymanie się obecnych cen przez wakacje powinno prowadzić do podwyższenia prognozy zarządu. Należy pamiętać, że wzrostowi cen surowców towarzyszy silne umocnienie PLN w stosunku do USD. Tym niemniej utrzymanie się obecnych cen w 2H oznacza wynik netto spółki wyższy o ok. 530 mln PLN z stosunku do budżetu. Dawałoby to prognozowany zysk na poziomie 2,43 mld PLN. W naszej dotychczasowej prognozie zakładaliśmy wynik netto na poziomie 2,04 mld PLN.



Złoże w Mongolii

Delegacja ekspertów górniczych KGHM wyjedzie do Mongolii Wewnętrznej, gdzie ma ocenić położone tam złoża rudy miedzi pod kątem warunków jego eksploatacji. Jeśli jego dobra jakość się potwierdzi – lubińska firma może zacząć wydobyć w ramach joint venture. To owoc podpisanej ponad dwa lata temu umowy z chińskim partnerem. Decyzja ws. przyszłej inwestycji ma zostać podjęta w ciągu miesiąca. Termin decyzji wydaje nam się mało realny, biorąc pod uwagę fakt, że spółka nadal nie ma Prezesa. Kierunek potencjalnej ekspansji wydaje nam się jak najbardziej uzasadniony. Mongolia posiada jedno z największych na świecie złóż miedzi, które do tej pory nie były eksploatowane. Bliskość azjatyckich rynków zbytu (premia geograficzna) i tania siła robocza są dodatkowym atutem. W przypadku dużej kopalni – wydobyć na poziomie 300 tys. ton miedzi rocznie joint ventures musiałoby liczyć się z wydatkiem rzędu 4-6 mld USD. Alternatywnym rozwiązaniem dla KGHM jest funkcja operatora kopalni. W przypadku podjęcia decyzji o inwestycji projekt może ruszyć nie wcześniej niż za 5-6 lat.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w czerwcu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w czerwcu 0,6% r/r i 16,3% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 0,4% r/r i 1,2% m/m.

Budownictwo drogowe

Umowa na emisję obligacji KFD na 600 mln PLN

BGK oraz CitiBank Handlowy podpisały umowę na emisję pierwszej transzy obligacji Krajowego Funduszu Drogowego na 600 mln PLN. W sumie pojawią się kolejne, gdyż łącznie na rynek mają trafić obligacje o wartości 7,8 mld PLN. Wiceminister infrastruktury wylicza, że planowane na ten rok wydatki KFD to 16,5 mld PLN, budżet drogowy sięga zaś 22,7 mld PLN. Oprócz emisji obligacji budżet KFD kształtują: kredyty z Europejskiego Banku Inwestycyjnego (5,5 mld PLN), refinansowania UE (900 mln PLN), opłata paliwowa (1,3 mld PLN), opłaty koncesyjne (800 mln PLN). Pierwotnie wydatki na drogownictwo miały wynieść w tym roku 32 mld PLN, później oczekiwania zostały zmniejszone do 24,5 mld PLN, a następnie do 22,7 mld PLN (2008: ponad 13 mld PLN). Wydatki na drogownictwo zależą m.in. od sukcesu emisji obligacji. Pierwsza emisja jest na trzy lata, kolejne będą dłuższe. Oprocentowanie ma być ustalone na podstawie budowy książki popytu.

Problemy wokół emisji obligacji przez Krajowy Fundusz Drogowy

Mogą pojawić się problemy z zaplanowaną na koniec roku emisją obligacji przez KFD, gdyż minister finansów nie chce zapewnić gwarancji rządowych na 4,5 mld PLN, aby nie zwiększać deficytu budżetowego. W tym celu możliwe, że konieczna będzie kolejna nowelizacja ustawy o KFD. Minister finansów zgodził się już pod koniec czerwca na udzielenie rządowych gwarancji na 4,2 mld PLN firmie GTC, która buduje odcinek autostrady A1 z Grudziądza do Torunia. Na drogi wydano w tym roku już 5,7 mld PLN, do dyspozycji pozostało około 2 mld PLN. Zgodnie z zapowiedzią ministra infrastruktury, wydatki na drogownictwo wyniosą w tym roku ponad 20 mld PLN.

Skanska otrzymała kontrakt od Gdańsk Transport Company za 3,1 mld PLN

Firma GTC, posiadająca koncesję na budowę i eksploatację odcinka autostrady A1, podpisała kontrakt z konsorcjum Skanska-NDI na realizację 62 kilometrów autostrady A1 za 3,1 mld PLN. Z końcem czerwca firma GTC podpisała umowę gwarancyjną z Ministerstwem Finansów, co z kolei pozwoliło uruchomić finansowanie.

Firma Astaldi złożyła najtańszą ofertę o wartości 1,72 mld PLN

Trzy konsorcja złożyły oferty cenowe w przetargu na rozbudowę (w systemie zaprojektuj i zbuduj) drogi krajowej nr 8 z Piotrkowa Trybunalskiego do Rawy Mazowieckiej do parametrów drogi ekspresowej. Na realizację inwestycji GDDKiA planowała przeznaczyć ponad 1,89 mld PLN. Konsorcjum z włoską Astaldi jest gotowe zrealizować zadanie za 1,72 mld PLN. Na 1,77 mld PLN opiewa oferta złożona przez konsorcjum w skład którego wchodzi Budimex Dromex i Mostostal Warszawa.

Budownictwo kolejowe

Spadły koszty w segmencie budownictwa kolejowego

Spadły koszty w segmencie budownictwa kolejowego. Najkorzystniejsza oferta w przetargu na budowę linii kolejowej do lotniska na Okęciu była niższa o 100 mln PLN od kosztorysu inwestorskiego. Oferta Trakcji Polskiej na budowę LCS Ciechanów była o 220 mln PLN niższa od kosztorysu. Na realizację pierwszego etapu Europejskiego Systemu Zarządzania Ruchem PLK przeznaczyło 54 mln PLN, zaś najtańsza oferta opiewała na 41 mln PLN. Zdaniem prezesa Trakcji Polskiej, tak duże spadki cen wynikają ze spadku kosztów robocizny, materiałów budowlanych oraz tego, że budżety były kalkulowane przez PKP PLK przy kursie EUR/PLN=4,0.

Budownictwo mieszkaniowe

Dane GUS z rynku mieszkaniowego

Według danych Głównego Urzędu Statystycznego liczba rozpoczętych w czerwcu budów mieszkań spadła w porównaniu do ubiegłego roku o 15,7% do 15,2 tys. Jednocześnie liczba wydanych pozwoleń na budowę spadła o 33,2%. Wzrosła natomiast liczba mieszkań oddanych do użytku. W czerwcu wyniosła ona 12,4 tys., czyli o 18,5% więcej niż przed rokiem.

W budownictwie mieszkaniowym jest gorzej niż podaje GUS

Polski Związek Firm Deweloperskich (PZFD) ocenia, że w pierwszym półroczu deweloperzy zaczęli budowę nawet o 70% mniej mieszkań niż przed rokiem. Tymczasem GUS podał, że spadek sięgał 50%. Różnica wynika z tego, że GUS podaje swoje dane na podstawie formalnych zgłoszeń deweloperów (w 1H09 objęły one 18,8 tys. lokali). PZFD uważa, że część tych inwestycji zgłoszono jako rozpoczęte, aby nie doszło do przeterminowania pozwoleń na budowę. PZFD przyznaje, że na skutek wzrostu podaży mieszkań i przykręcenia śruby kredytowej, ceny spadły o 10 – 20%.

Prognozy dotyczące liczby oddanych mieszkań w latach 2009-10

Według szacunków Polskiego Związku Firm Deweloperskich w bieżącym roku liczba lokali oddanych do użytku wyniesie 170-180 tys., co oznacza wzrost rdr o 5-10%. Jednocześnie w 2010 roku liczba oddanych mieszkań zmniejszy się o 10-20%.

Materiały budowlane**Prezes Michałowski o kosztach i marżach w budownictwie**

Prezes Budimexu uważa, że nie należy już oczekiwać spadku cen materiałów budowlanych. W najbliższych miesiącach ceny te powinny pozostać stabilne, w niektórych przypadkach może nawet wzrosnąć. W 2011 i 2012 roku może nastąpić spiętrzenie prac infrastrukturalnych, wówczas odwróci się również negatywny trend w budownictwie mieszkaniowym. Wtedy można oczekiwać wzrostu popytu na materiały budowlane i wzrostu ich cen.

Energomontaż Południe**Prezes dzieli się jednostkowymi wynikami za I półrocze**

Prezes Energomontażu Południe podzielił się szacunkami wyników za I półrocze 2009. Zgodnie z nimi, przychody w pierwszych dwóch kwartałach wyniosły około 120 mln PLN (tzn. były o ponad 30% wyższe r/r), zysk netto zaś przekroczył 9 mln PLN. Skonsolidowany wynik będzie niższy, gdyż nie uwzględnia on m.in. dywidendy otrzymanej w pierwszym kwartale od spółki zależnej Amontex. Spółka postanowiła, że nie będzie sprzedawać lokali w budowanym osiedlu w Katowicach, dopóki obiekt nie zostanie ukończony. Zyski z inwestycji pojawić się mogą w wynikach 2010 roku. Obecny portfel zamówień spółki sięga 450 mln PLN, nie powinno być zatem problemów z osiągnięciem 300 mln PLN przychodów w 2009 roku.

Porozumienie z Energomontażem w sprawie ceny objęcia akcji

Zgodnie z informacjami prasowymi, akcjonariusze PBG i Energomontażu Południe porozumieli się w sprawie ceny objęcia akcji. Ma się ona mieścić w przedziale 3,4-3,5 PLN/akcję. Kiedy cena zostanie ustalona, spółki poinformują o tym w komunikatach, PBG zaś przystąpi do badania Energomontażu. Nie wykluczone, że w przyszłości zleceniodawcą Energomontażu może stać się PBG. Spółka stara się na przykład o zlecenia na wykonanie i montaż konstrukcji stalowych stadionów.

Energopol Południe**Wybór oferty za 22,72 mln PLN**

Oferta spółek Energopol Południe i Wikar o wartości 22,72 mln PLN została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na wykonanie robót budowlanych w zadaniu pt. „poprawa gospodarki wodno-ściekowej na terenie gminy Bytom”. Prace mają zakończyć się w II poł. 2010 roku.

Mostostal Płock**Kontrakt za 83,3 mln PLN**

Mostostal Płock podpisał kontrakt z PERN na 83,3 mln PLN. Przedmiotem umowy jest budowa dwóch zbiorników o pojemności 100 tys. m³ każdy w Adamowie.

Mostostal Zabrze**Podpisana umowa na budowę zadaszenia Stadionu Śląskiego**

Konsorcjum Mostostalu Zabrze podpisało umowę na budowę zadaszenia Stadionu Śląskiego. Wartość całego kontraktu to 277,4 mln PLN, z czego Mostostal zrealizuje 121,7 mln PLN (11% możliwych do wygenerowania w tym roku przychodów w wysokości 1,1 mld PLN). Wartość części realizowanej przez Mostostal to prawie 44% sumy całego kontraktu.

Pol-Aqua**Pol-Aqua pozyskała w 3 m-ce mniejsze zlecenia o wartości ponad 150 mln PLN**

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Chełkowskiego, wartość podpisanych od maja kontraktów wyniosła ponad 150 mln PLN. Jednocześnie, prezes podtrzymał oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów w roku kolejnym o 20-25%.

Wezwanie na zakup akcji Pol-Aqua

Firma Dragados ogłosiła wezwanie do sprzedaży akcji Pol-Aqua, uprawniających do objęcia 65,5% akcji spółki (18 021 846 sztuk). Wzywający zamierza nabyć akcje tylko w sytuacji, gdy na koniec okresu przyjmowania zapisów złożone zapisy będą obejmować co najmniej 49,5% udziałów spółki (13 621 831 sztuk). Akcje będą nabywane po cenie 27 PLN/sztukę. Przyjmowanie zapisów rozpocznie się 19 sierpnia, zakończy zaś 21 września. W dniu 28 lipca dotychczasowy dominujący akcjonariusz spółki zawarł umowę sprzedaży 47,34% akcji spółki Pol-Aqua (13 018 962 sztuk). Hiszpańska firma Dragados obecna już jest na rynku polskim. Spółka wchodzi w skład grupy ACS, która w swym kształcie przypomina Ferrovial czy Accionę. Sądzymy, że nie należy raczej liczyć na to, że inwestorzy zdecydują się nie sprzedawać akcji, w wyniku wezwanie po ustalonej cenie mogłoby nie dojść do skutku (inwestor pragnie objąć co najmniej 49,5%, Pan Stefański dostarczy 47,3% udziałów, tzn. z rynku należy pozyskać jedynie minimum 2,2% akcji Pol-Aqua).

Remak**Portfel zamówień na ten rok wypełniony całkowicie, na przyszły w 50%**

Zgodnie z wypowiedzią prezesa spółki, Marka Brejwo, po zapełnieniu backlogu roku bieżącego spółce udało się poprawić wartość przyszłorocznego portfela, który ma już wartość około połowy planowanego budżetu (nieokreślonego wartościowo przez prezesa). W najbliższym czasie może się rozstrzygnąć kwestia dwóch kontraktów w Niemczech i Holandii, które dałyby spółce łącznie około 16 mln euro i pozwoliły domknąć przyszłoroczny portfel. Prezes Brejwo wypowiedział się również w kwestii wyników drugiego kwartału stwierdzając, że był to bardzo udany okres.

Żurawie Wieżowe**List intencyjny w sprawie fuzji z Gastelem**

Żurawie podpisały list intencyjny w sprawie połączenia z warszawskim Gastelem. Do 21 sierpnia ma powstać harmonogram konsolidacji, a do 25 września spółki mają dokonać wzajemnego badania ksiąg. Według wypowiedzi prezesa Gastela transakcja będzie na pewno bezgotówkowa. Po połączeniu Żurawii (150 żurawii wieżowych i hydrauliczno-samojezdnych) z Gastelem (108 takich maszyn) powstałby największy w Polsce podmiot wynajmujący ten rodzaj sprzętu. Udział w rynku obu firm mógłby wynieść około 20%.



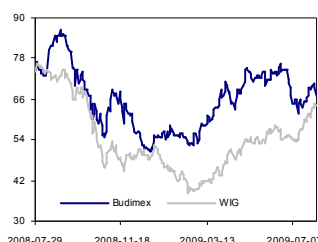
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 67,3 PLN Cena docelowa: 65,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-11

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 451,0	3,0%	4 636,6	34,4%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	207,3	54,5%	179,0	-13,6%	MC (cena bieżąca)	1 718,2
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,0%		3,9%		EV (cena bieżąca)	1 751,2
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	114,0	16,4		11,4		14,5		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	44,4	13,6		9,9		12,1		Zmiana ceny: 6m	20,2%
P/BV	3,2	2,7		2,7		2,2		Zmiana ceny: 12m	-10,1%
EV/EBITDA	28,6	10,3		8,4		10,3		Max (52 tyg.)	86,8
Dyid (%)	0,0	0,0		8,7		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Wyniki Q2 2009 na poziomie przychodów i EBIT okazały się zbliżone do oczekiwań konsensusu, niższe zaś niż oczekiwania na poziomie zysku netto. Nie można jednak wykluczyć pozytywnych zaskoczeń przy publikacji danych kwartalnych na koniec miesiąca. Możliwe, że zysk brutto na sprzedaży, świadczący o rentowności realizowanych prac, okaże się wyższy od oczekiwań, natomiast wyższe też będą pozostałe koszty operacyjne (zdarzenia jednorazowe). Zapelnienie portfela zamówień na rok 2010 zbliżyło się do 60%. Zwracamy uwagę, że przy okazji podpisania kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie, przytroczone zostały warunki finansowania prac. Tym razem nie będzie zaliczek, zaś wynagrodzenie będzie spływać w terminie 49 dni od wystawienia faktury. Wpłynie to naszym zdaniem negatywnie na stany gotówki netto Budimexu.

Q2 2009 będzie lepszy niż Q1 2009

Prezes Michałowski zapowiedział, że wynik Q2 2009 będzie lepszy niż wynik Q1 2009 „na wszystkich pozycjach”. Zgodnie z wypowiedzią prezesa, portfel Budimexu obecnie przekracza 4,5 mld PLN, w tym roku zaś może jeszcze wzrosnąć do 5 mld PLN. Zgodnie z wypowiedzią prezesa, „jest parę tematów, które czekają na rozstrzygnięcia”.

Nowy kontrakt Budimexu i Mostostalu Warszawa za 1,5 mld PLN

Budimex w konsorcjum z Mostostalem Warszawa podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie. Wartość kontraktu to 1,5 mld PLN. Z kwoty tej 90% (1,35 mld PLN, 40% prognozowanych na ten rok przychodów) przypada na Budimex, 10% zaś (150 mln PLN, 5% prognozowanych na ten rok przychodów) na Mostostal Warszawa. Kontrakt będzie wymagał znacznego zaangażowania środków własnych, gdyż GDDKiA nie wypłaci zaliczki, zaś wynagrodzenie będzie spływać w terminie 49 dni od wystawienia faktury.

Wybór oferty za 110,4 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę Budimexu na budowę obwodnicy Mrągowa. Wartość oferty to 110 mln PLN (3,2% prognozowanych na ten rok przychodów). Umowa ma zostać podpisana w ciągu 30 dni, zaś termin zakończenia prac przypada na 18 miesięcy od daty podpisania umowy.

Sąd nakazuje, aby GDDKiA wypłaciła Budimexowi 43,9 mln PLN

Budimex skierował pozew przeciw GDDKiA o zapłatę 43,9 mln PLN wraz z odsetkami, ze względu na odstąpienie od kontraktu na budowę obwodnicy Augustowa. Sąd Okręgowy w Białymstoku, w sprawie o przerwanie prac nad budową obwodnicy Augustowa, zdecydował, że GDDKiA ma wypłacić Budimexowi 43,9 mln PLN w formie kary za zerwanie kontraktu, wraz z odsetkami. Wyrok nie jest prawomocny. GDDKiA złożyła odwołanie od decyzji sądu.

Wyrok sądu apelacyjnego w sprawie kontraktu na budowę hali w Krakowie

Krakowski Sąd Apelacyjny nakazał gminie Kraków wypłacić Budimexowi 6,9 mln PLN + odsetki naliczone od listopada 2007 w związku z rozstrzygnięciem procesu dotyczącego budowy hali widowiskowo-sportowej w Krakowie w 2005 roku. Kwota jest znacznie mniejsza od pierwotnych żądań spółki, która domagała się odzyskania całej kwoty 20,7 mln PLN zabranej przez gminę Kraków z gwarancji bankowych we wrześniu 2007 roku. Orzeczenie jest prawomocne, ale spółka zapowiedziała wniesienie skargi kasacyjnej do Sądu Najwyższego.

Zmiana ceny docelowej w związku z wypłatą dywidendy

W związku z ustaleniem prawa do dywidendy 29 czerwca 2009 roku, obniżyliśmy w lipcu cenę docelową Budimexu z 71,6 PLN do 65,8 PLN za akcję (tzn. o wysokość dywidendy, 5,84 PLN na akcję).



Elektrobudowa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 165 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)	783,4
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		8,5%		EV (cena bieżąca)	713,2
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	20,1	13,0		14,9		14,1		Zmiana ceny: 1m	3,1%
P/CE	17,4	11,5		12,6		12,0		Zmiana ceny: 6m	21,3%
P/BV	6,2	3,1		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	14,1	8,8		10,0		9,8		Max (52 tyg.)	202,5
Dyid (%)	1,2	1,5		2,2		2,3		Min (52 tyg.)	121,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. 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. W zakresie produkcji rozdzielnic spółka pracuje na około 3-miesięcznym portfelu zleceń, w efekcie, nie można wykluczyć gorszych warunków działania, w momencie zakończenia obecnie prowadzonych inwestycji w przemyśle i 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). 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.

Wyniki I półrocza 2009 lekko powyżej prognoz

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Fałtynowicza, wyniki pierwszego półrocza są lekko powyżej prognoz, w czym dużą zasługę mają wyniki Q2 2009. Spółka prognozuje wygenerowanie w tym roku 806 mln PLN przychodów (prognoza DI BRE: 819,9 mln PLN) oraz 48 mln PLN skonsolidowanego zysku netto (DI BRE: 52,7 mln PLN). Pomimo lepszego 1 półrocza, prezes przyznaje, że za wcześnie jest na podwyżkę prognoz, gdyż spółka ciągle zapełnia portfel zamówień na drugą połowę roku. Gros kontraktów spółki jest trzymiesięczna. Spółka spodziewa się podpisania kolejnego kontraktu, zwiększającego zakres prac w elektrowni Olkiluoto w Finlandii. Wartość dotychczasowego zlecenia to 33,6 mln EUR. Prezes przewiduje też podpisanie zleceń na kilka mln USD w Arabii Saudyjskiej. Koniunktura w tym kraju jest lepsza niż w Polsce, czy w Europie Zachodniej. Prezes zakłada, że mimo słabej koniunktury w Rosji, obie firmy rosyjskie (Kruelita, Vector) wyjdą w tym roku na plus.

Prezes Fałtynowicz nie widzi sensu w fuzji z Trakcją

Prezes Trakcji Polskiej dostrzega synergie, jakie dałoby połączenie ze spółką zajmującą się budownictwem oraz instalacjami energetycznymi i energetyką. Taki schemat zrealizował trzy miesiące temu główny akcjonariusz Trakcji, łącząc się z firmą EMTE, działającą w branży elektroenergetycznej. Prezes Radziwiłł dostrzega dużą przychylność OFE dla przyjętej strategii fuzji z firmą elektroenergetyczną. Warunki Trakcji spełnia m.in. Elektrobudowa. Prezes Fałtynowicz jednak przyznaje, że nie dostrzega korzyści z takiego połączenia. Elektrobudowa nie ma nic wspólnego z segmentem kolejowym, spółki nie mają wspólnych technologii. Poza tym zamówienia w sektorze kolejowym są uzależnione od jednego klienta, a w takich warunkach Elektrobudowa nie chce się znaleźć. Wśród podmiotów krajowych prezes Fałtynowicz nie dostrzega raczej godnego uwagi inwestora branżowego. Ostatecznie decyzja należy do akcjonariuszy Elektrobudowy, czyli OFE.



Erbud (Zawieszona)

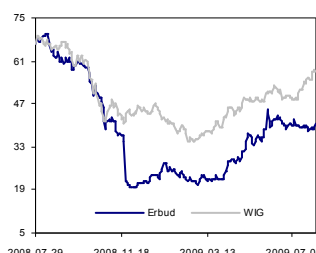
Cena bieżąca: 40,5 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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)	509,0
marża EBITDA	5,2%	6,7%		5,7%		4,5%		EV (cena bieżąca)	405,2
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	1,2%
P/CE	15,1	30,0		12,3		13,6		Zmiana ceny: 6m	65,9%
P/BV	2,6	2,5		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	-40,0%
EV/EBITDA	12,7	7,0		8,3		9,5		Max (52 tyg.)	70,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



Pozytywną wiadomością jest wznowienie prac nad budowę Rezydencji Kaliskiej. Zapelnienie portfela zamówień w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju sięga już 78,5%, w związku z tym należy rozważyć rewizję prognozy, nad czym obecnie pracujemy. W efekcie, zdecydowaliśmy się na zawieszenie rekomendacji dla Erbudu. Nowe prognozy wyników spółki, wraz z przesłaniem inwestycyjnym, powinniśmy przedstawić w ciągu tygodnia.

Wznowienie prac w Rezydencji Kaliskiej

Erbud poinformował, że zostają wznowione prace przy projekcie Rezydencja Kaliska (Grupa LC Corp). Wartość aneksu do umowy z sierpnia 2008 roku to 31,9 mln PLN, z czego prace o wartości 3,4 mln PLN zostały już wykonane wcześniej. W efekcie można szacować, że efektywna obniżka kosztu inwestycji wynosi około 19%. Do zrealizowania pozostały jeszcze prace o wartości 28,5 mln PLN a wartość prac przypadających na '09 r. to 8 mln PLN.



Mostostal Warszawa (Akumuluj)

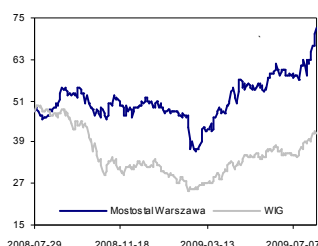
Cena bieżąca: 72 PLN

Cena docelowa: 65,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 928,4	2 154,2	11,7%	2 711,1	25,8%	2 809,4	3,6%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	167,3	22,7%	146,5	-12,4%	MC (cena bieżąca)	1 440,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 278,0
EBIT	58,9	113,4	92,6%	143,5	26,6%	122,4	-14,7%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	75,5	42,6%	105,3	39,4%	92,4	-12,2%		
P/E	27,2	19,1		13,7		15,6		Zmiana ceny: 1m	22,0%
P/CE	19,9	14,6		11,2		12,4		Zmiana ceny: 6m	53,2%
P/BV	5,1	4,3		3,4		3,1		Zmiana ceny: 12m	50,0%
EV/EBITDA	16,0	9,4		7,6		8,8		Max (52 tyg.)	72,0
Dyid (%)	0,1	0,0		2,6		3,7		Min (52 tyg.)	36,3



Po wzroście kursu wycena Mostostalu Warszawa zbliżyła się do wyceny Budimexu. Nadal uważamy, że spółka pozostaje atrakcyjna, w związku z tym podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Sądzymy, że wyniki Q2 2009 mogłyby pozytywnie zaskoczyć inwestorów. Pozytywnie oceniamy przyjętą przez zarząd spółki strategię podpisywania małych kontraktów budowlanych. Sądzymy, że gwarantuje ona dużą dozę bezpieczeństwa (koszty kontraktowane są w przeciągu kilku miesięcy od podpisania kontraktu). Zapełnienie portfela zamówień na rok 2010 zbliżone jest do 60%. W przeciwieństwie do Budimexu, gotówka netto w 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.

Portfel zamówień Mostostalu wynosi 3,6 mld PLN

Zgodnie z wypowiedzią dyrektora finansowego, portfel Mostostalu Warszawa wynosi obecnie 3,6 mld PLN.

Nowy kontrakt Budimexu i Mostostalu Warszawa za 1,5 mld PLN

Budimex w konsorcjum z Mostostalem Warszawa podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie. Wartość kontraktu to 1,5 mld PLN. Z kwoty tej 90% (1,35 mld PLN, 40% prognozowanych na ten rok przychodów) przypada na Budimex, 10% zaś (150 mln PLN, 5% prognozowanych na ten rok przychodów) na Mostostal Warszawa. Kontrakt będzie wymagał znacznego zaangażowania środków własnych, gdyż GDDKiA nie wypłaci zaliczki, zaś wynagrodzenie będzie spływać w terminie 49 dni od wystawienia faktury.

Wrobis podpisał nowe kontrakty za 40,7 mln PLN

Wrobis, spółka zależna Mostostalu Warszawa, podpisała nowe kontrakty o wartości 40,7 mln PLN (1,5% prognozowanych przychodów spółki na rok 2009). Umowy dotyczą: a) budowy zakładu wytwarzania folii Verpa Folie Wrocław (17,5 mln PLN) b) budowy hali sportowej w Tarnowie Opolskim (4,2 mln PLN) c) budowy Centrum Sportowo-Rekreacyjnego w Ustroniu Morskim (19,0 mln PLN).

Kontrakt o wartości 46 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt o wartości 46 mln PLN (1,7% prognozowanych na rok 2009 przychodów Grupy). Spółka, występująca w roli lidera konsorcjum zawarła umowę z Zarządem Inwestycji Miejskich w Puławach na przebudowę i rozbudowę stadionu Miejskiego Ośrodka Sportu i Rekreacji w Puławach. Termin zakończenia etapu I kontraktu to lipiec 2010 roku, etapu II zaś to 30 czerwca roku 2011.

Kontrakt o wartości 45 mln PLN

Konsorcjum kierowane przez Mostostal Warszawę zdobyło kontrakt na wykonanie drugiego etapu budowy filharmonii w Olsztynie. Kwota kontraktu wynosi 45 mln (1,7% prognozowanych na rok 2009 przychodów Grupy), a termin jego ukończenia to styczeń 2011 roku.

Oddalenie odwołań od decyzji w sprawie drugiej linii metra

Krajowa Izba Odwoławcza oddaliła odwołania China Overseas Engineering Group (Covec) i Mostostalu Warszawa od decyzji przyznającej kontrakt na budowę centralnego odcinka drugiej linii metra włosko-tureckiemu konsorcjum Astaldi-Gulemark. Konsorcjum Mostostalu Warszawa złożyło skargę do Sądu Okręgowego na decyzję Krajowej Izby Odwoławczej w sprawie wyboru wykonawcy centralnego odcinka drugiej linii metra.



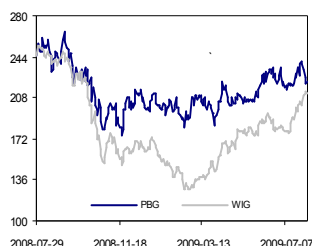
PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 221,8 PLN Cena docelowa: 201,6 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-06-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 376,8	2 089,3	51,8%	2 902,0	38,9%	3 198,8	10,2%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	360,1	33,2%	383,6	6,5%	MC (cena bieżąca)	2 978,8
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,4%		12,0%		EV (cena bieżąca)	3 742,8
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%	223,0	13,6%		
P/E	29,2	18,8		15,2		13,4		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	22,8	14,5		12,3		11,0		Zmiana ceny: 6m	6,4%
P/BV	4,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-10,6%
EV/EBITDA	24,1	14,2		10,4		8,4		Max (52 tyg.)	266,0
Dyid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	175,3



Podtrzymujemy rekomendację redukuj. Głównym atutem PBG jest kompetentny zarząd i portfel zamówień na rok 2010 zapełniony w ponad 80%. Niestety, wycena pozostaje wysoka (P/E 2009 = 15,2, EV/EBITDA = 10,4, P/S = 1,0). Nie spodziewamy się zaskoczeń po publikacji wyników Q2 2009. Spółka pozostaje obok Mostostal Zabrze najdroższą spółką budowlaną na GPW. Zwracamy uwagę, że PBG realizuje ponadprzeciętne na tle branży rentowności. Sądzymy, że rentowności przynajmniej w części segmentów mogą w kolejnych latach spadać (budownictwo ekologiczne i ogólne, Hydrobudowa Polska). Nie wykluczamy, że w najbliższym czasie dokonamy rewizji prognoz dla PBG, nie wydaje nam się, aby mogła ona wpłynąć na rekomendację.

Prezes sprzedaje akcje

Prezes Jerzy Wiśniewski złożył wniosek o zamianę 260 tys. akcji uprzywilejowanych (obecnie posiada łącznie 4,5 mln walorów) na akcję zwykłą na okaziciela, gdyż zamierza sprzedać je w transakcjach pakietowych inwestorom finansowym. Deklaruje, że to jedyna taka transakcja i jest ona konsekwencją niedawnej oferty publicznej, w której zgłoszony popyt przekraczał znacznie liczbę oferowanych akcji. Pakiet warty 57 mln PLN zostanie zaoferowany funduszm, które nie były zadowolone z przydziału w ramach oferty.

Aneks do umowy budowy stopnia wodnego Malczyce

Spółka poinformowała, że podpisała aneks rozszerzający zakres prac na kontrakcie w Malczycach. Wartość prac przewidzianych aneksem to około 216 mln PLN. Termin zakończenia realizacji robót przewidziano na 31 grudnia 2011 roku. Wartość kontraktu to 7,4% prognozowanych na rok 2009 przychodów spółki.

Porozumienie z Energomontażem w sprawie ceny objęcia akcji

Zgodnie z informacjami prasowymi, akcjonariusze PBG i Energomontażu Południe porozumieli się w sprawie ceny objęcia akcji. Ma się ona mieścić w przedziale 3,4-3,5 PLN/akcję. Kiedy cena zostanie ustalona, spółki poinformują o tym w komunikatach, PBG zaś przystąpi do badania Energomontażu. Nie wykluczone, że w przyszłości zleceńdawcą Energomontażu może stać się PBG. Spółka stara się na przykład o zlecenia na wykonanie i montaż konstrukcji stalowych stadionów.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

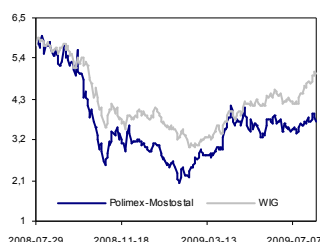
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 3,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	3 720,5	4 301,7	15,6%	4 909,0	14,1%	4 449,6	-9,4%	Liczba akcji (mln) 476,7
EBITDA	205,4	298,5	45,3%	337,0	12,9%	309,0	-8,3%	MC (cena bieżąca) 1 773,4
marża EBITDA	5,5%	6,9%		6,9%		6,9%		EV (cena bieżąca) 2 395,7
EBIT	160,4	228,1	42,2%	255,6	12,0%	210,1	-17,8%	Free float 58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	159,7	33,0%	138,0	-13,6%	
P/E	17,7	14,8		11,1		12,9		Zmiana ceny: 1m 7,5%
P/CE	12,2	9,3		7,4		7,5		Zmiana ceny: 6m 69,1%
P/BV	1,8	1,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m -34,7%
EV/EBITDA	11,0	7,8		7,1		7,1		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 = 11,1, EV/EBITDA = 7,1). Sądzymy, że Polimex może zaskoczyć pozytywnie wynikami Q2 2009, tym bardziej, że naszym zdaniem konsensus prognoz jest bardzo niski. Pozytywnie oceniamy duży portfel zleceń spółki, 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. 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.



Rafako (Zawieszona)

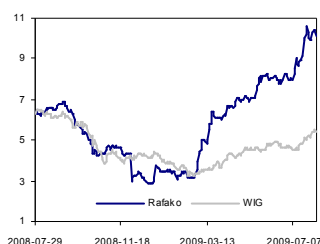
Cena bieżąca: 10,2 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

(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)	706,4
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,4%		5,7%		EV (cena bieżąca)	492,8
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	57,9			18,7		17,2		Zmiana ceny: 1m	26,9%
P/CE	28,0	188,4		13,2		12,3		Zmiana ceny: 6m	207,6%
P/BV	2,0	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	61,9%
EV/EBITDA	13,6	6,0		7,2		7,1		Max (52 tyg.)	10,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Wyznaczona przez nas w maju cena docelowa została przekroczona o 17%. Mimo to, nie decydujemy się na wydanie rekomendacji negatywnej, lecz na jej zawieszenie. Rozważamy rewizję prognoz na lata kolejne. Rok 2009 nie przyniesie prawdopodobnie już znacznych zaskoczeń, może je przynieść jednak rok kolejny. Sądzymy, że spośród spółek przez nas analizowanych, Rafako posiada największą szansę na podwojenie przychodów w ciągu kilku lat. Nie wykluczamy, że w najbliższych miesiącach spółka podpisze kolejne kontrakty, będą one jednak mniejsze, niż instalacja w Bełchatowie. Na największe zlecenia, na budowę nowych bloków energetycznych, trzeba będzie jeszcze poczekać (prawdopodobnie do pierwszej połowy 2010 roku). Portfel zamówień na rok 2010 jest już w 97% zapełniony, w związku z tym konieczna wydaje się być rewizja prognoz na ten rok. Nowe prognozy i zalecenie inwestycyjne powinniśmy opublikować w ciągu tygodnia.

Wybór oferty za 323 mln PLN

Spółka PGE Elektrownia Bełchatów wybrała ofertę Rafako jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę instalacji odsiarczania. Wartość oferty to 323 mln PLN. Wartość oferty to 30% prognozowanych na ten rok przychodów.

Kontrakt na 49 mln PLN

Rafako podpisało kontrakt z PKN Orlen na budowę „pod klucz” kotła na instalacji krakingu katalitycznego. Wartość kontraktu to 49 mln PLN, czyli około 4,6% prognozowanych na ten rok przychodów.

Kontrakt za 8,7 mln EUR

Rafako podpisało kontrakt na dostawę dwóch kotłów odzyskowych do spalarni odpadów w Azerbejdżanie. Wartość kontraktu to 8,7 mln EUR (37 mln PLN, czyli 3,5% prognozowanych na rok 2009 przychodów Rafako).

Spekulacje dotyczące Laris Investments

Parkiet donosi, że w najbliższych dniach może wyjaśnić się kwestia własności akcji Rafako, które obecnie tytułem zabezpieczenia znajdują się w posiadaniu Laris Investments. Ten wehikuł inwestycyjny wycofał w czerwcu zgłoszenie wierzytelności w postępowaniu układowym Elektrimu. Może to oznaczać, że dąży on do przejęcia akcji Rafako na własność. Możliwy jest także scenariusz odzyskania praw do tego pakietu przez Elektrim i zdjęcie blokady zbywania tych akcji. W tym kontekście już pojawiają się spekulacje na temat potencjalnych nabywców, wśród których wymienia się PBG, Polimex, Siemens Energy oraz Doosan.



Trakcja Polska (Kupuj)

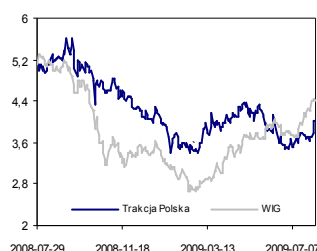
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-18

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	879,4	10,7%	949,5	8,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,3	36,8%	70,1	-15,9%	MC (cena bieżąca)	645,2
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		7,4%		EV (cena bieżąca)	429,7
EBIT	29,6	53,0	79,3%	66,9	26,2%	53,8	-19,6%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	65,0	18,8%	54,3	-16,4%		
P/E	18,3	11,8		9,9		11,9		Zmiana ceny: 1m	15,1%
P/CE	15,1	10,3		7,9		9,1		Zmiana ceny: 6m	12,9%
P/BV	3,6	2,1		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-21,0%
EV/EBITDA	12,9	6,3		5,2		5,5		Max (52 tyg.)	5,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Spodziewa się korzystnych wyników Q2 2009, nie zmieniają one jednak sytuacji spółki w zakresie portfela zamówień. Nie wykluczamy, że spółka w ciągu miesiąca podpisze kontrakt podwykonawczy o wartości około 140 mln PLN, co pozwoliłoby zwiększyć wypełnienie portfela zamówień na rok kolejny z około 20% do ponad 30%. Na duże kontrakty o wartości około 1 mld PLN należy jeszcze poczekać. Otwarcie kopert w przetargu na budowę LCS Działdowo, o wartości około 1 mld PLN, zostało wyznaczone na dzień 7 września (a więc tydzień po wynikach, nie wykluczamy, że termin ten ulegnie dalszemu przesunięciu). Nie wykluczamy rewizji prognoz na lata kolejne, podtrzymujemy jednak rekomendację kupuj. Zwracamy uwagę, że Trakcja jest jedną z najtańszych inwestycji w sektorze (P/E 2009 = 9,9, EV/EBITDA = 5,2, P/S = 0,7).

Potencjalne nowe kontrakty

Trakcja Polska ma podpisać wkrótce kontrakt z podmiotami spoza PKP na 140 mln PLN. W roku 2009 prezes Radziwiłł przewiduje około 800 mln PLN przychodów, podpisany kontrakt ma wpłynąć zaś głównie na przychody roku kolejnego (jedynie 30 mln PLN pojawi się w przychodach tego roku). Zysk netto ma wzrosnąć r/r. Trakcja stara się obecnie również o kontrakty z sektora budownictwa ogólnego, gdyż na rynku kolejowym zamiast wzrostu obserwowany jest spadek, zaś w ostatnich miesiącach nie pojawiły się żadne nowe duże zlecenia. Trakcja rozważa także pozyskanie zleceń zagranicznych. W poniedziałek PKP PLK ogłosił ponownie przetarg na budowę LCS Działdowo, wkrótce ma ruszyć także przetarg na linię Grodzisk-Skierniewice. Wartość każdego z przetargów wynosi ponad 1 mld PLN. Zdobyć przynajmniej jednego z zleceń rozwiązałoby problem portfela zamówień na rok 2010. Na razie portfel ten wynosi 200 mln PLN, w wyniku zdobycia zlecenia na 140 mln PLN może wzrosnąć do ponad 300 mln PLN. Pewne szanse niesie też za sobą fuzja głównego akcjonariusza, firmy Comsa z firmą EMTE, która wykonuje sporo prac elektrycznych i trakcyjnych. Fuzja dopiero się dokonała, istnieje jedna możliwość zdobycia niewielkiego kontraktu w Szwajcarii.

Trakcja będzie sprzedawać gotowe projekty farm wiatrowych

Według wiceprezesa i dyrektora finansowego spółki Tadeusza Kołaczyńskiego Trakcja zamierza sprzedawać projekty farm wiatrowych inwestorom docelowym i nie będzie się angażować w finansowanie budowy. Spółka jest natomiast gotowa prowadzić usługowo budowę farm oprócz części turbinowych, przy czym 1 MW mocy elektrowni wiatrowej kosztuje 1,5 mln euro. Pierwsze projekty powinny zostać sprzedane w pierwszym półroczu 2010 roku. Projekty są prowadzone przez spółkę Eco-Wind Construction, w której Trakcja posiada 41% udziałów. Łącznie prowadzi ona 10 projektów farm wiatrowych i mocy około 650 MW.

Akwizycja za akcje?

Wiceprezes Kołaczyński wypowiedział się również na temat ewentualnych akwizycji planowanych przez Trakcję. Jego zdaniem spółka może przeprowadzić emisję w celu częściowego sfinansowania zakupu firmy z sektora budownictwa infrastrukturalnego o kilkusetmilionowych obrotach. Emisja byłaby skierowana do podmiotu sprzedającego wyżej wspomnianą firmę. Jednocześnie Trakcja planuje zakup Wytwórni Podkładów Kolejowych Kolbet o przychodach rzędu 70 mln PLN. Trakcja nie zakwalifikowała się natomiast na wyłączone negocjacje z MSP w sprawie prywatyzacji Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych.

Prezes Faltynowicz nie widzi sensu w fuzji z Trakcją

Prezes Trakcji Polskiej dostrzega synergie, jakie dałoby połączenie ze spółką zajmującą się budownictwem oraz instalacjami energetycznymi i energetyką. Taki schemat zrealizował trzy miesiące temu główny akcjonariusz Trakcji, łącząc się z firmą EMTE, działającą w branży elektroenergetycznej. Prezes Radziwiłł dostrzega dużą przychylność OFE dla przyjętej strategii

fuzji z firmą elektroenergetyczną. Warunki Trakcji spełnia m.in. Elektrobudowa. Prezes Faltynowicz jednak przyznaje, że nie dostrzega korzyści z takiego połączenia. Elektrobudowa nie ma nic wspólnego z segmentem kolejowym, spółki nie mają wspólnych technologii. Poza tym zamówienia w sektorze kolejowym są uzależnione od jednego klienta, a w takich warunkach Elektrobudowa nie chce się znaleźć. Wśród podmiotów krajowych prezes Faltynowicz nie dostrzega raczej godnego uwagi inwestora branżowego. Ostatecznie decyzja należy do akcjonariuszy Elektrobudowy, czyli OFE.

1 mln PLN oszczędności na fuzji Trakcji i PRK-7

Akcjonariusze zgodzili się na połączenie Trakcji i spółki zależnej PRK-7. Fuzja wygeneruje łącznie około 1 mln PLN oszczędności rocznie, także pomoże koordynować prace obu spółek. Trakcja nie rezygnuje z przejęć w segmencie kolejowym, pomimo fiaska negocjacji w sprawie przejęcia PRK-7. W ciągu najbliższych tygodni spółka ma zakończyć negocjacje z właścicielami suwalskiej Wytwórni Podkładów Strunobetonowych Kolbet. Negocjacje nie są jednak łatwe. Spółka nadal zapowiada możliwość połączenia z innym podmiotem budowlanym, działającym w branży infrastruktury elektroenergetycznej lub drogowej.



Ulma Construcción Polska (Zawieszona)

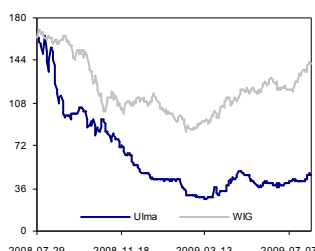
Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-05

Cena bieżąca: 47,5 PLN

Cena docelowa: -

(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)	249,6
marża EBITDA	48,7%	42,8%		40,0%		40,3%		EV (cena bieżąca)	373,5
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	4,9	9,7		52,6		25,6		Zmiana ceny: 1m	16,9%
P/CE	2,7	2,8		4,2		3,9		Zmiana ceny: 6m	9,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-70,0%
EV/EBITDA	2,9	4,2		5,1		4,5		Max (52 tyg.)	165,0
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: 5,1, na rok 2010: 4,5). 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). Z uwagi na zachodzącą poprawę warunków działalności w zakresie budownictwa ogólnego, rozważamy rewizję prognoz na lata kolejne. Dlatego nie zdecydowaliśmy się na obniżenie zalecenia inwestycyjnego, pomimo przekroczenia ceny docelowej. Zawieszamy rekomendację do czasu aktualizacji prognozy. Nowe prognozy wraz z zaleceniem inwestycyjnym powinny pojawić się pod koniec tygodnia.



Unibep (Trzymaj)

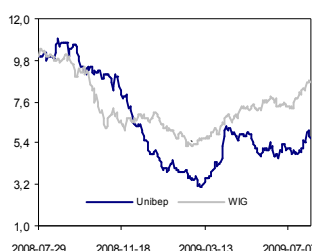
Cena bieżąca: 5,7 PLN

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)	191,7
marża EBITDA	4,1%	6,6%		5,1%		3,5%		EV (cena bieżąca)	213,8
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	13,1	6,9		10,6		15,4		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	12,1	6,5		8,5		11,3		Zmiana ceny: 6m	44,9%
P/BV	9,3	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-43,5%
EV/EBITDA	8,4	4,0		7,6		8,5		Max (52 tyg.)	11,0
Dyid (%)	0,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. W ciągu miesiąca Unibep pozyskał nowe kontrakty budowlane, w efekcie zapelnienie portfela zamówień na rok 2010 w zakresie generalnego wykonawstwa w kraju wynosi obecnie około 55%. Nie przewidujemy, aby spółka zaskoczyła nas poprawą wyników w Q2 2009. Unibep, w relacji do realizowanych przychodów, pozostaje nieznacznie tańszy niż porównywalne duże spółki budowlane, sądzimy jednak, że dyskonto to ma uzasadnienie (obawy o rentowność nowych kontraktów).

Kontrakt D&B na 56 mln PLN

Konsorcjum na czele z firmą Unibep podpisało kontrakt na zaprojektowanie i budowę hali sportowej w Częstochowie. Wartość kontraktu to 56 mln PLN (10% prognozowanych przychodów na ten rok). Termin realizacji prac przypada na połowę 2012 roku. Wysokość wynagrodzenia należnego wykonawcy będzie indeksowana od początku 2011 roku w oparciu o wskaźnik cen towarów i usług budowlanych GUS.

Najkorzystniejsza oferta na 68,0 mln PLN

Oferta firm Unibep (lider konsorcjum) i Unimax (partner) została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę Międzynarodowego Centrum Kultury w Kielcach. Wartość oferty to 68 mln PLN brutto (12,5% przychodów prognozowanych na rok 2009).

Kontrakt na 16 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt za 16 mln PLN na budowę budynku produkcyjno-magazynowego dla Spółdzielni Mleczarskiej Mlekovita. Wartość kontraktu to 3% prognozowanych na ten rok przychodów Unibepu. Prace potrwają do końca kwietnia 2010 roku.

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Podsumowanie wyników sprzedaży za Q2 2009

W Q2 2009 Gant sprzedał netto 182 mieszkania (w Q1 nabywców znalazło 171 lokali). Wiceprezes Ganta zapowiada, że nie spodziewa się wysokiej sprzedaży w lipcu (okres wakacyjny), kluczowy zaś ma być sierpień. W Q2 2009 J.W. Construction sprzedał brutto 190 lokali. Zdaniem przedstawicielki spółki, poziom przedsprzedaży utrzyma się w wakacje, zaś trend wzrostowy pojawi się ponownie od września. Nie ujawniana jest skala rezygnacji klientów z podpisanych umów. Lepsze wyniki zanotował też Dom Development, który sprzedał sto-kilkadziesiąt mieszkań (Q1 2009: 106). Zdaniem prezesa, sprzedaż powinna utrzymać się na nie gorszym poziomie w okresie wakacyjnym, zaś rabaty stosowane przez Dom Development są niższe niż oferowane przez konkurencję. Polnord w Q2 2009 sprzedał 131 mieszkania netto (33 rezygnacje), w porównaniu do 95 w roku ubiegłym. Ronson znalazł nabywców na 63 lokale (H1 2009: 118 mieszkań, Q2 2008: 43 mieszkania). Marvipol sprzedał w Q2 2009 53 mieszkania, Atlas Estates zaś 52. Również Echo Investment doświadczyło kilkudziesięciu procentowej zwwyżki sprzedaży q/q.

Banki ostrożne w finansowaniu deweloperów

Banki zmniejszyły zarówno podaż kredytów mieszkaniowych, jak i ich ofertę (kredyty CHF oferuje zaledwie siedem banków). W coraz większym stopniu przyznanie kredytu uzależniają od sytuacji dewelopera, który oferuje dany lokal, a nie tylko od zdolności kredytowej potencjalnego kredytobiorcy. Przysłowiowej dziury w ziemi nie sfinansują m.in. mBank, MultiBank, Nordea Bank, BZ WBK, Alior, a także Bank Millennium. Ten ostatni, jak mBank, standardowo wymaga, aby inwestycja była przynajmniej w stanie surowym zamkniętym. Z informacji *Gazety Prawnej* wynika też, że banki odmawiają kredytów na zakup lokali wybudowanych przez dewelopera, którym jest osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą na podstawie wpisu do ewidencji działalności gospodarczej. I to mimo że budynek był już ukończony i nieobciążony żadnym kredytem bankowym.

BBI Development

BBI Development znalazło partnera do budowy biurowca

Spółka BBI Development pozyskała partnera do budowy biurowca z funkcją handlową, który stanie w miejscu dawnego Supersamu w Warszawie. Partnerem jest firma Liebrecht & Wood, która obejmie 50% udziału w inwestycji. W efekcie, wkład własny spółki prowadzącej inwestycję wyniesie 40%, tzn. osiągnie poziom wymagany przez banki. W pierwszej połowie 2010 roku BBI planuje rozpocząć budowę, zaś za 3 lata obiekt powinien być gotowy. BBI udało się także uzyskać przedłużenie finansowania drugiego kluczowego projektu – rewitalizacji fabryki wódek Koneser. Spółka jest w trakcie składania wniosku o pozwolenie na budowę. Projekt ma liczyć około 68 tys. m². W projekcie Rezydencja Foksal (8 tys. m²) prowadzone są rozmowy na temat kredytu.

Gant Development

Gant spłacił 43,5 mln PLN kredytu

Gant poinformował o spłacie kredytu zaciągniętego przez spółkę zależną Gant PMR Kamienna na 43,5 mln PLN. Kredyt był przeznaczony na budowę 6-kondygnacyjnego budynku we Wrocławiu.

LC Corp

30 mln PLN na buyback?

Według projektów uchwał WZA z dnia 31 lipca LC Corp ma zamiar przeznaczyć 30 mln PLN na skup akcji własnych. Za tę kwotę spółka mogłaby kupić do 20 mln akcji własnych za cenę nie wyższą niż 1,5 PLN.

Ronson Development Group

43 mieszkania sprzedane w Q2 2009

Ronson Development sprzedał w Q2 2009 63 mieszkania, w porównaniu do 55 lokali w Q1 2009 oraz 43 mieszkań w całym I półroczu 2008 roku. W pierwszym półroczu spółka zintensyfikowała kampanię marketingową. Część mieszkań w 2 projektach oferowana jest w promocji cenowej -15%.



Warimpex

Warimpex sprzedał biurowiec w Budapeszcie

Warimpex poinformował, że sprzedał biurowiec o powierzchni 2,8 tys. m² w Budapeszcie. Cena nie została podana (wartość transakcji < 10 mln EUR), deweloper podał jednak, że wynegocjowana kwota jest wyższa od wartości księgowej obiektu oraz od oszacowanej w grudniu przez CB Richard Ellis wartości godziwej. Transakcja znajdzie odzwierciedlenie w wynikach I półrocza. Prezes spółki liczy, że w lipcu Warimpex sprzeda za blisko 30 mln EUR jeden z hoteli. Trwają też rozmowy nt. zbycia innego obiektu za 20 mln EUR. Spółka może w tym roku zwiększyć obroty, co będzie możliwe dzięki sprzedaży kolejnych obiektów i otwarciom nowych hoteli. Popyt na usługi w branży hotelarskiej nadal utrzymuje się na niższym poziomie, spadki przychodów z działalności hotelarskiej są jednak m/m coraz mniejsze.



Dom Development (Sprzedaj)

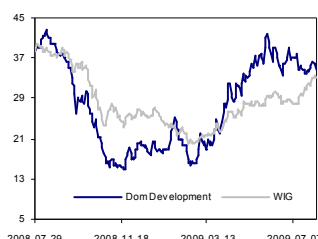
Cena bieżąca: 34,7 PLN

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)	852,2
marża EBITDA	27,7%	24,1%		21,6%		4,5%		EV (cena bieżąca)	849,7
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	4,2	6,2		7,0		25,8		Zmiana ceny: 1m	-6,0%
P/CE	4,2	6,1		6,9		24,1		Zmiana ceny: 6m	65,2%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-11,0%
EV/EBITDA	3,5	6,7		6,2		18,8		Max (52 tyg.)	42,5
Dyid (%)	0,0	5,9		2,3		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 naszej 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 Białolecie. W oparciu o te dwa czynniki (wartość aktywów, potencjalna erozja przedsprzedaży), rekomendujemy sprzedaż akcji Dom Development.

Prezes podsumowuje minione miesiące

Prezes Dom Development przyznaje, że sprzedaż mieszkań w ostatnich miesiącach jest istotnie wyższa od założeń spółki, zaś rezygnacje utrzymują się w normie i mają marginalne znaczenie. Sytuacja na rynku powoli poprawia się, a ceny mieszkań przestały spadać. Nadal jednak bardzo słabo funkcjonuje rynek kredytów hipotecznych, za wcześnie więc, aby mówić o trwałym odbiciu na rynku. W najbliższym kwartale nie należy spodziewać się poprawy wyników finansowych Dom Development, gdyż wpływają na nie dane historyczne. Oferta mieszkań Dom Development kurczy się, deweloper jesienią ma zdecydować, czy rozpocznie kolejne projekty.

Odstąpienie od przedwstępnej umowy zakupu

Spółka poinformowała w komunikacie o odstąpieniu od przedwstępnej umowy zakupu od SBM „Natolin” prawa użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie przy ulicy Lanciego o powierzchni 11,2 tys m², zawartej 17 czerwca 2008 roku. Odstąpienie od umowy będzie się wiązało z odzyskaniem zadatku w kwocie 15 mln PLN.

Droga na Białolecie przekazana miastu

Dom Development kosztem 1,5 mln PLN wybudował drogę na swoim osiedlu Derby na Białolecie, po czym przekazał ją w użytkowanie miastu. Droga ma poprawić warunki komunikacyjne dla mieszkańców osiedla i wesprzeć sprzedaż mieszkań na osiedlu. Obecnie Dom Development posiada jeszcze około 250 niesprzedanych mieszkań w tym rejonie.



J.W. Construction (Redukuj)

Cena bieżąca: 13 PLN

Cena docelowa: 9,7 PLN

Analitik: 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)	710,0
marża EBITDA	27,1%	22,0%		26,2%		22,3%		EV (cena bieżąca)	1 105,5
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	4,6	7,0		3,8		4,7		Zmiana ceny: 1m	15,9%
P/CE	4,3	6,0		3,4		4,2		Zmiana ceny: 6m	140,4%
P/BV	1,3	2,7		1,6		1,2		Zmiana ceny: 12m	-34,7%
EV/EBITDA	5,7	8,5		4,4		3,4		Max (52 tyg.)	20,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



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 rozpoczęły się w lipcu. Nie wykluczamy, że spółka zdecyduje się na obniżki cen, aby nie tracić przedsprzedaży. Zwracamy uwagę, że udział gruntów w wartości J.W. Construction jest najmniejszy na tle analizowanych przez nas deweloperów, w efekcie, ewentualna rewizja w górę prognozy spadku cen mieszkań w największym stopniu wpłynęłaby na wycenę akcji spółki. Ze względu na przekroczenie wyznaczonej przez nas ceny docelowej, potencjalne słabsze wiadomości z rynku deweloperskiego (sezonowy spadek przedsprzedaży, a następnie obniżki cen) oraz nadal wysoki poziom zadłużenia krótkoterminowego, podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Poprawa wyników i redukcja zadłużenia

Zdaniem przedstawicielki J.W. Construction, w kolejnych kwartałach wyniki dewelopera będą nie gorsze niż w Q1 2009, biorąc pod uwagę harmonogram oddawania mieszkań i zakładając, że sprzedaż lokali utrzyma się na bieżącym poziomie. W Q2 2009 deweloper sprzedał około 190 mieszkań. Wynik ten nie uwzględnia wycofań, które zdaniem przedstawicielki firmy nie są aż tak dużym problemem, ze względu na dużą skalę działalności dewelopera. Harmonogram przekazywania mieszkań na rok 2010 zakłada przekazanie podobnej liczby mieszkań, co w roku 2009, wynik netto powinien być więc satysfakcjonujący. Na koniec roku zadłużenie dewelopera ma spaść poniżej 200 mln PLN, nie licząc zadłużenia Towarzystwa Budownictwa Społecznego (107 mln PLN). Zadłużenie TBS to dług kilkudziesięcioletni, spłacany z czynszów lokatorów.

Nowe projekty i potencjalne transakcje zbycia aktywów

Biuro projektowe dewelopera pracuje nad kilkoma nowymi projektami. W tym roku mógłby ruszyć co najmniej 1 etap inwestycji przy ul. Zdziarskiej. Spółka będzie także gotowa do rozpoczęcia drugiego etapu przy ul. Zdziarskiej, Światowida, Berensona oraz Lewandowa III. Pozyskanie finansowania nie powinno stwarzać problemów. W przypadku projektu przy ul. Zdziarskiej, deweloper mógłby rozpocząć realizację prac z własnych środków, dopiero zaś potem starać się o finansowanie. Zgodnie z wypowiedzią przedstawicielki dewelopera, na wyniki J.W. pozytywnie mogą wpłynąć transakcje sprzedaży aktywów. Spore zainteresowanie potencjalnych inwestorów budzą warszawskie projekty deweloperów. Zgodnie z wypowiedzią przedstawicielki spółki, wartość księgowa projektów odpowiada w przybliżeniu 1/5 ich wartości rynkowej. Duże zainteresowanie inwestorów budzi projekt przy ul. Badyłarskiej. Spółka ma także na sprzedaż kilka innych projektów deweloperskich po cenach przewyższających wartość księgową.

Zmiany w zarządzie spółki

Rada nadzorcza spółki podjęła decyzję o odwołaniu Irminy Łopuszańskiej i Bożeny Malinowskiej z funkcji członków zarządu spółki. Przyczyną odwołania Pani Irminy Łopuszańskiej był jej wniosek o odwołanie z pełnionej funkcji, ze względu na konieczność łączenia obowiązków jako główna księgowa oraz członek zarządu. Przyczyną odwołania Pani Bożeny Malinowskiej było łączenie funkcji członka zarządu i Dyrektora Działu Umów i Rozliczeń. Powołano dwóch nowych członków zarządu. Nowymi członkami zarządu są Pan Piotr Ciszewski (z J.W. związany od 2005 roku) oraz Pan Tomasz Panabażys (z J.W. związany od 1997 roku).



Polnord (Akumuluj)

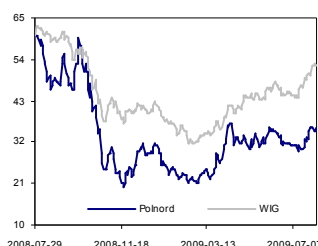
Cena bieżąca: 36 PLN

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)	751,5
marża EBITDA	25,1%	27,8%		29,6%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 191,7
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	20,3	8,4		8,0		62,0		Zmiana ceny: 1m	14,8%
P/CE	19,0	8,2		7,8		53,3		Zmiana ceny: 6m	56,8%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-39,0%
EV/EBITDA	24,1	11,4		10,6		54,6		Max (52 tyg.)	59,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Polnord pozostaje najatrakcyjniej wycenionym deweloperem spośród analizowanych przez nas spółek. 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 3-4-5 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. Zwracamy uwagę, że ewentualna rewizja założeń dot. cen mieszkań spośród analizowanych deweloperów najbardziej wpłynęłaby na wycenę Polnordu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Decyzja kredytowa za 2 tygodnie

Z około 40 projektów, które znalazły się na liście inwestycji do przejęcia, Polnord wybrał dwa. Chodzi o działki w Trójmieście i Katowicach, przeznaczone głównie pod budownictwo mieszkaniowe. Na razie prezes spółki nie zdradza, gdzie konkretnie zlokalizowane są te nieruchomości, ani od kogo spółka zamierza je odkupić. Na zakup działek Polnord wyda większość środków pozyskanych z przeprowadzonej pod koniec maja emisji akcji. W najbliższym czasie spółka zaprezentuje inwestorom oba projekty, aby mogli oni ocenić, czy chcą finansować kolejne tego typu przedsięwzięcia (emisje akcji w celu przejmowania projektów deweloperskich). Wkrótce spółka zamierza dopiąć finansowanie pierwszego z biurów, powstających w ramach Wilanów Office Park. W ciągu 2 tygodni powinna być podpisana umowa kredytowa. Udzielenie kredytu zostało już zaakceptowane przez komitet kredytowy banku (prezes nie zdradza jego nazwy).

Sukces nowej oferty akcji

Zdaniem prezesa Wojciecha Ciurzyńskiego wszystkie akcje z nowej emisji (1,23 mln) znalazły nabywców. Wpływy mogą być wykorzystane na zakup atrakcyjnych gruntów w Trójmieście, Lublinie i Katowicach, gdzie spółka prowadzi obecnie negocjacje w tej sprawie. Cena emisji to 28 PLN, zaś pozyskane z niej środki to 34,4 mln PLN.

Zgoda na budowę al. Rzeczpospolitej

Władze Miasta Warszawy wydały zgodę na budowę 850-metrowej alei Rzeczpospolitej. Decyzja została wydana w trybie specustawy drogowej, co ma umożliwić natychmiastowe przejęcie gruntu pod drogę. Decyzja została wydana po raz kolejny. Po raz pierwszy decyzja została skutecznie zaskarżona przez dewelopera DiE, do którego należą dwie działki niezbędne do budowy alei.

Handel



Emperia Holding (Kupuj)

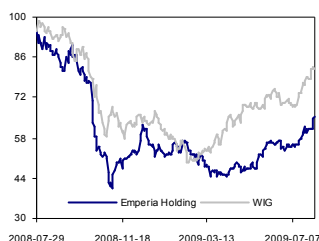
Cena bieżąca: 65,2 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-28

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mIn)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	985,5
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 261,6
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	11,1	16,4		10,7		9,6		Zmiana ceny: 1m	18,2%
P/CE	7,7	8,4		6,3		5,5		Zmiana ceny: 6m	21,0%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-28,3%
EV/EBITDA	6,3	8,3		6,5		5,7		Max (52 tyg.)	95,0
Dyyield (%)	2,7	1,3		2,6		3,7		Min (52 tyg.)	40,5



W lipcu akcje Emperii (+10,5%) odstawały zarówno od szerokiego rynku (+15,9%), jak i najbliższych giełdowych konkurentów: Eurocashu (+19,4%), Almy (+18,7%) czy Bomi (+11,6%). W naszej opinii sierpień może te relacje nieco odmienić w kontekście spodziewanej poprawy wyników operacyjnych w 2Q w ujęciu q/q. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Dywidenda

Wtorkowe WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy w kwocie ponad 8,92 mln PLN, co daje 0,59 PLN/akcję. Na dywidendę trafić ma 1,42 mln PLN zysku netto osiągniętego w 2008 roku, a 7,49 mln PLN pochodzić ma z kapitału zapasowego. Dzień ustalenia prawa do dywidendy to 25 sierpnia 2009 roku, termin wypłaty 9 września 2009 roku. Stopa dywidendy przy wczorajszej cenie zamknięcia wynosi 1,06%.



Eurocash (Trzymaj)

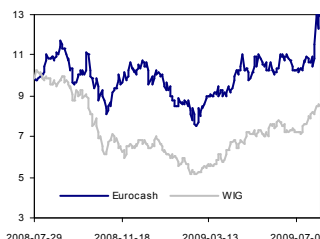
Cena bieżąca: 12,9 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

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 (mIn)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 682,7
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 539,6
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	28,0	21,5		16,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	25,9%
P/CE	17,3	13,9		10,3		9,3		Zmiana ceny: 6m	50,9%
P/BV	7,1	5,9		4,4		3,8		Zmiana ceny: 12m	31,0%
EV/EBITDA	13,1	10,1		8,3		7,1		Max (52 tyg.)	13,0
Dyyield (%)	1,8	0,7		2,4		3,1		Min (52 tyg.)	7,6



Eurocash, rosnąc o prawie 20%, był w lipcu najlepszą spółką z branży FMCG. Wydaje się jednak, że trudno będzie Spółce istotnie zaskoczyć rynek wynikami za 2Q, stąd raczej kolejny miesiąc jej akcje mogą zachowywać się nieco gorzej od indeksu. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Wzrost przychodów na koniec 2009 roku

Grupa Eurocash oczekuje wzrostu przychodów na koniec 2009 roku (w 2008 roku wyniosły 6,1 mld PLN), co częściowo będzie zasługą uwzględnienia wyników przejętej spółki McLane (konsolidowane od maja 2008 r.). Wg rzecznika Grupy, Jana Domańskiego, rośnie sprzedaż w istniejącej sieci, wolniej r/r, ale szybciej niż rynek. Domański zaprzeczył spekulacjom o likwidacji sieci franczyzowej IGA, podkreślił, że IGA będzie rozwijana. Dodał, że Spółka rozważa uruchomienie nowej sieci. Oprócz rozwoju organicznego, Grupa chce też konsolidować rynek.

Inne



Mondi (Akumuluj)

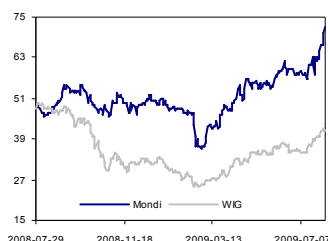
Cena bieżąca: 46,1 PLN Cena docelowa: 57,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-07-10

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 310,5	-6,8%	1 837,1	40,2%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	266,0	-13,0%	457,1	71,9%	MC (cena bieżąca)	2 305,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		20,3%		24,9%		EV (cena bieżąca)	2 997,9
EBIT	194,7	194,7	0,0%	118,7	-39,0%	275,3	131,9%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	78,1	-44,7%	203,5	160,6%		
P/E	9,4	16,3		29,5		11,3		Zmiana ceny: 1m	22,0%
P/CE	6,6	9,1		10,2		6,0		Zmiana ceny: 6m	53,2%
P/BV	2,3	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	50,0%
EV/EBITDA	7,7	8,5		11,3		6,4		Max (52 tyg.)	72,0
Dywid (%)	11,7	0,0		0,0		0,7		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 sierpniu nie nastąpi odwrócenie trendu na cenach papieru będziemy zmuszeni do obniżenia naszych prognoz na 2009 rok.

Ceny papieru – nadal słabo

Ceny papieru w lipcu nadal znajdowały się pod silną presją. Cena kraftlinera obniżyła się m/m o 2,4%, testlinera o 1,8% a flutingu o 1,9%. Dodatkowo umocnienie PLN w stosunku do Euro (+6,8%) obniża konkurencyjność cenową Świecia i marże eksportowe. Oczekiwane przez nas odwrócenie się trendu na cenach papieru nadal nie następuje, pomimo spadku cen poniżej kosztów (cash cost) wytworzenia znaczącej części europejskiej produkcji. Relacje podaż/popyt pogorszyło jeszcze uruchomienie na Węgrzech nowej maszyny do produkcji testlinera (450 tys. ton rocznie). Na rynek ma wejść jeszcze 1 mln ton nowych zdolności wytwórczych, w których zawarte jest 480 tys. ton od Mondi Świecie).



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

BZ WBK

rekomendacja	Akumuluj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05	2009-04-07	2009-05-06
kurs z dnia rekomendacji	116,00	116,40	111,80	86,00	70,00	80,50	94,00
WIG w dniu rekomendacji	27976,81	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61	26410,72	29777,06

cd. BZ WBK

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-05-20	2009-06-30
kurs z dnia rekomendacji	94,00	90,80
WIG w dniu rekomendacji	30312,26	30525,72

Ciech

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2008-11-26	2009-04-16	2009-05-06	2009-07-03
kurs z dnia rekomendacji	28,50	23,55	33,00	26,50
WIG w dniu rekomendacji	27232,25	28274,98	29777,06	30252,24

Erbud

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2008-11-25	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04
kurs z dnia rekomendacji	21,60	22,40	32,00	35,60	44,00
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	24443,51	29777,06	29197,11	31030,61

ING BSK

rekomendacja	Kupuj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-15
kurs z dnia rekomendacji	389,50	442,10	424,90	329,80	189,10	284,00	318,00
WIG w dniu rekomendacji	27590,59	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61	29777,06	29311,53

LW Bogdanka

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2009-07-02
kurs z dnia rekomendacji	60,85
WIG w dniu rekomendacji	30688,73

Netia

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2008-11-14
kurs z dnia rekomendacji	2,20
WIG w dniu rekomendacji	26702,48

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-13
kurs z dnia rekomendacji	115,00	134,90	123,00	104,10	81,70	123,60	118,00
WIG w dniu rekomendacji	27590,59	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	29777,06	30162,14

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

PGNiG

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2008-11-18	2009-02-03	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-14
kurs z dnia rekomendacji	3.35	3.78	3,49	3.91	3,82
WIG w dniu rekomendacji	26583.32	23908.36	22719,61	29777.06	29495,23

PKO BP

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-19	2009-06-09
kurs z dnia rekomendacji	30,00	36,55	34,33	20,65	28,40	26,97	25,25
WIG w dniu rekomendacji	27590,59	28331,88	27680,04	22719,61	29777,06	29893,31	30835,06

Rafako

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-02-10	2009-03-06	2009-04-02	2009-04-08	2009-05-14
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56	6,00	6,60	7,05
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31	24145,69	26172,07	29495,23

Ulma

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2008-11-13	2008-11-25	2009-03-05	2009-05-26	2009-07-03
kurs z dnia rekomendacji	76,00	64,95	29,00	37,90	40,50
WIG w dniu rekomendacji	27590,59	26964,31	22719,61	29197,11	30252,24

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Ferramol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelnar, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 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.