

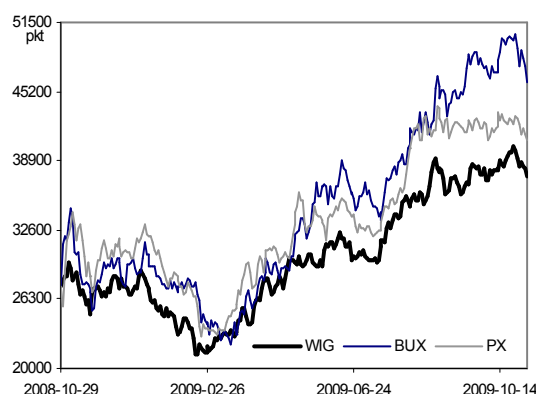
4 listopada 2009

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	37 391
Średnie P/E 2009	15,0
Średnie P/E 2010	13,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 417 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny

Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Listopad 2009

Rynek akcji

Rynek akcji globalnie nie wejdzie jeszcze w większą korektę w tym roku a pierwsze dwa tygodnie listopada będą dobrą okazją do kupna akcji przed końcówką roku. Pomimo słabego początku listopad przyniesie wzrost WIG20 a przekroczenie 2 500 pkt. jest naszym zdaniem nadal realne.

Ze spółek

Banki. Pozostawiamy neutralne nastawienie do sektora. Okazją do weryfikacji naszych ocen banków będą wyniki za 3Q09. Pozytywnie powinny się wyróżnić ING BSK i BZ WBK. Najgorszych wyników oczekujemy w Millennium. Uważamy jednak, że wraz z umacniającą się złotówką zyskiwać będzie zarówno Millennium jak i Getin.

Rafineryjno-gazowy. Nadal uważamy, że najciekawszą inwestycją z sektora jest Orlen i oczekujemy wsparcia dla kursu w wynikach za 3Q. W przypadku Lotosu zamykamy już pozytywną rekomendację. Po ostatnich spadkach podwyższamy rekomendację dla CEZ-u do trzymaj.

Telekomunikacja. Rozczarowujący 3Q w TPSA został zdyskontowany. Porozumienie z UKE pozwoli TP uporządkować strategię sprzedażową i dopasować koszty do realiów rynkowych. Konkurencyjność P4 maleje wraz ze zmniejszaniem się asymetrii, czego oczekujemy w 2010. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla TP i neutralną dla Netii.

Media. Niewielki potencjał wzrostu widzimy w TVN i Agorze. Podtrzymujemy zalecenia trzymaj w przypadku Cyfrowego Polsatu i WSiP.

Informatyczne. Wśród integratorów pozytywnie postrzegamy Asseco Poland, atrakcyjnie naszym zdaniem wyceniane na tle porównywalnych spółek. Wśród dystrybutorów IT potencjał wzrostowy posiadają AB i Action.

Budownictwo. Z największych spółek budowlanych najbardziej interesujący jest Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa. Ze średnich spółek zalecamy kupno akcji Rafako i Trakcji Polskiej. Wyniki w branży generalnie będą dobre, z wyjątkiem wybranych mniejszych firm.

Deweloperzy. Podtrzymujemy pozytywną opinię o sektorze. Wyniki deweloperów nie mają większego znaczenia - powstały one w oparciu o stare projekty deweloperskie. Obecnie należy zastanawiać się nad wynikami z nowych projektów - a te naszym zdaniem będą dobre.

Handel. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników kwartalnych Eurocashu, które mogą stanowić wsparcie dla kursu akcji. Rezultaty Emperii raczej nie przyniosą pozytywnego zaskoczenia.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: CEZ (Trzymaj), Erbud (Akumuluj), Getin (Kupuj), Handlowy (Trzymaj), Mostostal Warszawa (Kupuj), Polimex Mostostal (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Kęty (Trzymaj), Lotos (Trzymaj), PBG (Trzymaj), Police (Redukuj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	9
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Sektor finansowy	11
5.1. BZ WBK	15
5.2. Getin	16
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	19
5.5. Kredyt Bank	20
5.6. Millennium	20
5.7. Pekao	21
5.8. PKO BP	22
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny	24
6.1. CEZ	25
6.2. Ciech	27
6.3. Lotos	28
6.4. PGNiG	29
6.5. PKN Orlen	30
6.6. Police	32
6.7. ZA Puławy	33
7. Górnictwo węgla	34
7.1. LW Bogdanka	34
8. Telekomunikacja	35
8.1. Netia	36
8.2. TP SA	37
9. Media	38
9.1. Agora	39
9.2. Cyfrowy Polsat	40
9.3. TVN	41
9.4. WSiP	42
10. Sektor IT	43
10.1. AB	44
10.2. Action	45
10.3. Asbis	46
10.4. Asseco Poland	47
10.5. Komputronik	48
10.6. Sygnity	49
11. Metale	50
11.1. Kęty	50
11.2. KGHM	51
12. Budownictwo	52
12.1. Budimex	56
12.2. Elektrobudowa	59
12.3. Erbud	60
12.4. Mostostal Warszawa	61
12.5. PBG	62
12.6. Polimex Mostostal	64
12.7. Rafako	66
12.8. Trakcja Polska	68
12.9. Ulma Construcccion Polska	69
12.10. Unibep	70
13. Deweloperzy	72
13.1. Dom Development	76
13.2. J.W. Construction	77
13.3. Polnord	78
14. Handel	80
14.1. Emperia Holding	80
14.2. Eurocash	80
15. Inne sektory	81
15.1. Mondi	81

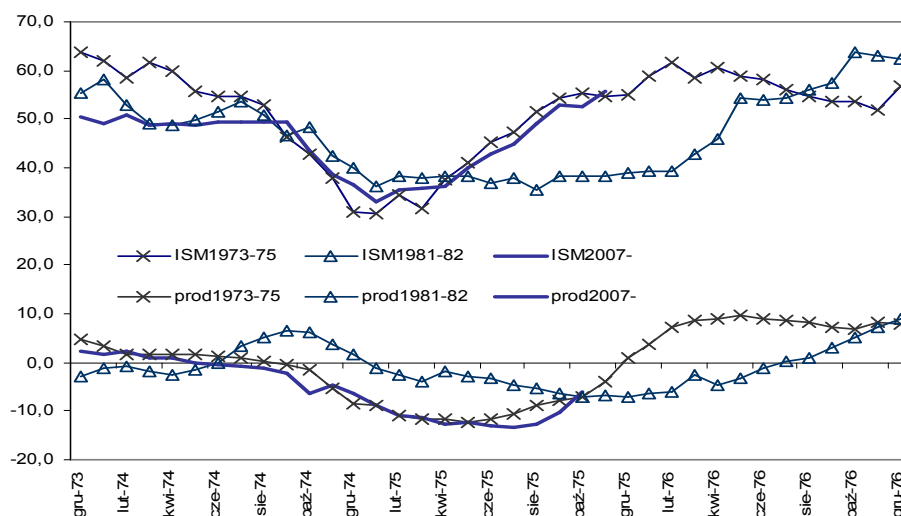
Rynek akcji

Pomimo powszechnego oczekiwania na spadki w październiku, miesiąc przyniósł blisko 4% wzrost WIG20, w pierwszej połowie miesiąca notując nawet 10%wyżkę. Podobne nastroje panują obecnie przy ocenie perspektyw listopada. W naszej strategii krótkoterminowej zakładaliśmy, że październik zaskoczy inwestorów wzrostem cen akcji, a apogeum trendu osiągnie swój szczyt lokalny na początku listopada, kiedy powrócą środki finansowe z oferty na PKO BP i PGE (listopad już słaby). Rozpoczęta w połowie miesiąca korekta na rynkach zagranicznych, a właściwie jej bardzo nerwowy przebieg, który uniemożliwił „podtrzymanie” rynku w Warszawie do powrotu inwestorów krajowych po zapisach na PGE, skłaniają nas do zmiany scenariusza. Naszym zdaniem, rynek akcji globalnie nie wejdzie jeszcze w większą korektę w tym roku, a pierwsze dwa tygodnie listopada będą dobrą okazją do kupna akcji przed końcówką roku. Pomimo słabego początku listopad przyniesie wzrost WIG20, a przekroczenie 2 500 pkt. jest naszym zdaniem nadal realne. Skąd nasz optymizm? Nadal bazujemy na wskaźnikach wyprzedzających i ich przełożeniu na realne dane makroekonomiczne, które w kolejnych tygodniach powinny poprawić sentyment inwestorów. Zwracamy uwagę na bardzo podobne zachowanie się ISM i produkcji przemysłowej w USA w obecnym cyklu do recesji w latach 1973-75. To tylko statystyka, ale jak dotąd jest to dobry indykator dla rynku akcji, więc naszym zdaniem warto się nim kierować. Również słabsze poziomy wskaźników wyprzedzających w ostatnich tygodniach – w kontekście analizy danych historycznych - nie powinny być przeszkodą dla dalszej poprawy sytuacji w realnej gospodarce. Poza lokalną korektą ostatnich dynamicznych zmian nie spodziewamy się odwrócenia trendu na USD, co miałooby z pewnością negatywne przełożenie na rynki surowcowe i *emerging markets*. Pomimo słabszych danych makro i jednodniowych spektakularnych ruchów cenowych nadal skutecznie opierają się one istotniejszej przecenie – jak to miało miejsce w przypadku rynku akcji. To naszym zdaniem również prognostyk, że zapoczątkowana w połowie października korekta to tylko lokalne zdarzenie, a nie kilkumiesięczny trend spadkowy.

Co mówi nam ISM?

Na początku roku wskaźniki wyprzedzające pozwoliły nam postawić tezę, że br. będzie dobry dla rynku akcji. Dziś wielu inwestorów obawia się, że pozytywne momentum w gospodarce właśnie się kończy, co oznacza nieuchronną ucieczkę od ryzyka na rynkach finansowych. W jakim momencie cyklu znajduje się gospodarka – przede wszystkim USA, które determinują sentyment i awersję do różnego poziomu akceptowanego ryzyka – i co to oznacza dla rynku akcji? Próbuąc odpowiedzieć na to pytanie jeszcze raz posłużyliśmy się analizą poprzednich recesji. Jako odniesienie przyjęliśmy recesję w latach 1973-75 i 1981-82 jak również przytaczamy przykład krachu w latach '30.

ISM dla przemysłu na tle dynamiki produkcji przemysłowej w USA w trzech recesjach ('70, '80, obecnej)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

Z analizy płyną następujące wnioski:

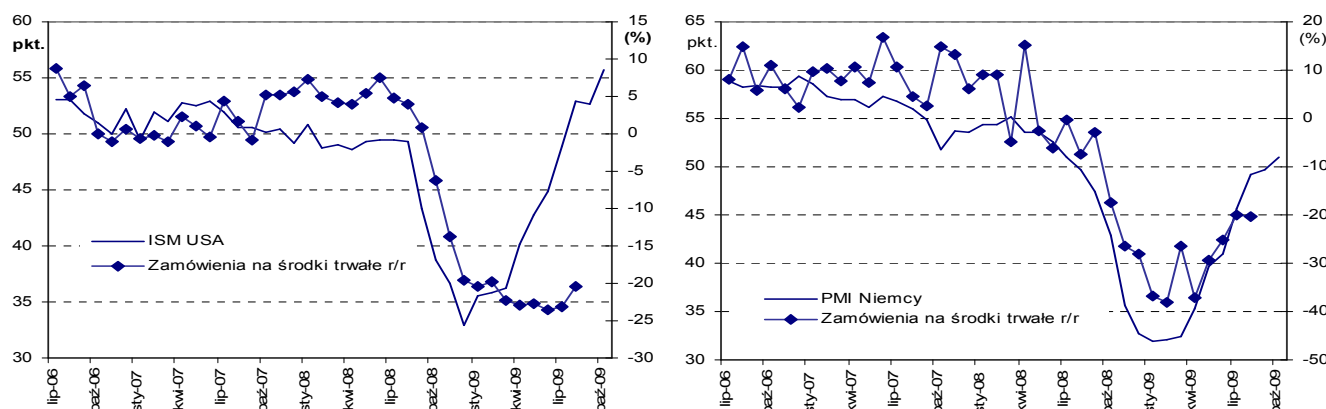
i) Obecna recesja na poziomie przemysłu bardzo przypomina tę z lat '70. Jak dotychczas dynamika wychodzenia wskaźnika ISM z poziomów recesyjnych jest niemalże identyczna, co również przekłada się na zachowanie się wskaźnika opisującego produkcję przemysłową (dynamika r/r) – podążającą z 4-5 miesięcznym opóźnieniem za ISM. Recesja w latach '80 miała zdecydowanie inny przebieg. ISM przez 10 miesięcy więcej niż w obecnej fazie znajdował się w strefach recesyjnych, co również przełożyło się na zdecydowanie dłuższe w czasie odbudowywanie się produkcji przemysłowej.

ii) poziomy jakie już osiągnął ISM są wysokie i dalsze zwiększanie oczekiwań rynkowych może być trudne do zaspokojenia, jednak nie ma to większego znaczenia poza sentymentem. Istotne jest samo utrzymywanie się wskaźnika na poziomach powyżej 50 pkt. Zwracamy uwagę, że ISM w 1976 roku notował coraz niższe poziomy, co i tak pozwoliło utrzymać blisko 10% dynamikę wzrostu produkcji i pozytywne zachowanie się rynku akcji.

iii) Jeśli analogia z recesją w latach 1973-75 nadal ma się utrzymać (na razie nie widać sygnałów negujących), to przed nami kilka miesięcy poprawiających się danych (również wynikających z efektu bazy) o produkcji przemysłowej a to powinno napędzać wyniki spółek, które jak pokazują 2 i 3Q dosyć skutecznie zredukowały koszty i czekają na wzrost wolumenów (ten powinien pojawić się na przełomie roku). To również powinno oznaczać poprawę danych z rynku pracy (czynnik późnocykliczny).

iv) w całym tym rozważaniu należy pamiętać o kolejnych programach pomocowych przygotowanych na przyszły rok (pisaliśmy o tym w poprzednim opracowaniu) i konieczności zmonetyzowania zadłużenia USA (słaby USD), oznaczających poprawę warunków zewnętrznych dla firm amerykańskich.

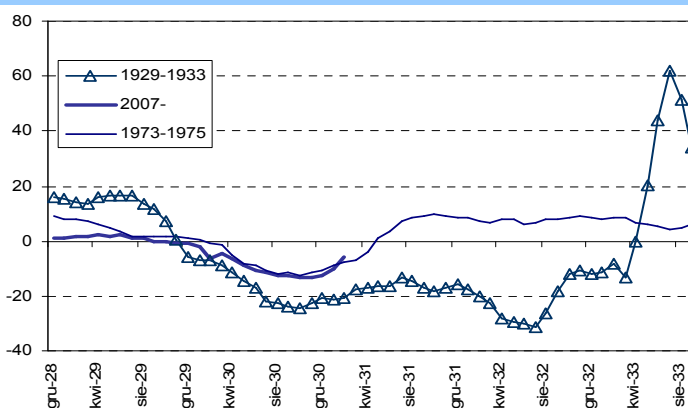
ISM w USA i PMI w Niemczech na tle zamówień na środki trwałe



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

Poniżej przypominamy również jak zachowywał się przemysł USA w lat '30, w której miało miejsce podwójne dno recesji. O argumentach przeciw powtórzeniu takiego scenariusza pisaliśmy już wielokrotnie, dlatego teraz tylko jedna uwaga. Jeżeli podwójne dno miałoby się powtórzyć – przez statystyczną analogię (z całą konsekwencją ułomności takiego podejścia) – przed nami nadal 5 miesięcy poprawiających się danych w ujęciu r/r zanim ... „zgaśnie światło”.

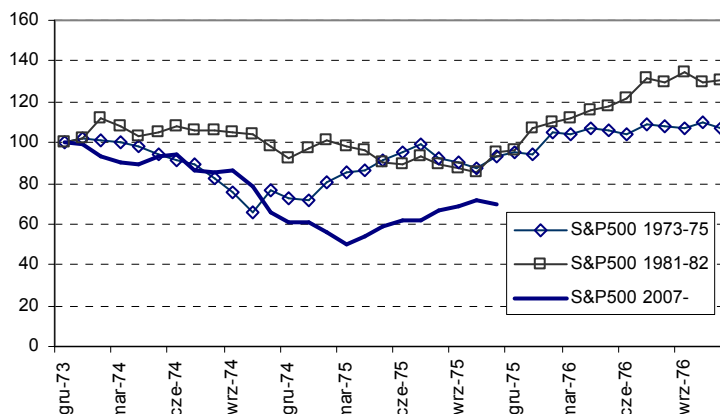
Dynamika produkcji przemysłowej (r/r) w USA w obecnym cyklu, latach '70 i recesji w latach '30



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

Jeżeli analogia z recesją 1973-75 miałaby zostać utrzymana to obecne wzrosty cen akcji nie są niczym nadzwyczajnym i można oczekiwać ich kontynuacji. W latach '70 indeks szybciej (3 miesiące wcześniej) reagował na zachowanie ISM w porównaniu z obecnym cyklem (mniejsze spadki w odniesieniu do pierwszych pozytywnych sygnałów z gospodarki), co może tłumaczyć ogólna sytuacja na rynkach finansowych. W recesji z lat 1981-82 indeks zanotował mniejszy spadek jednak podobnie ja ISM rozłożyło się to w dłuższym okresie.

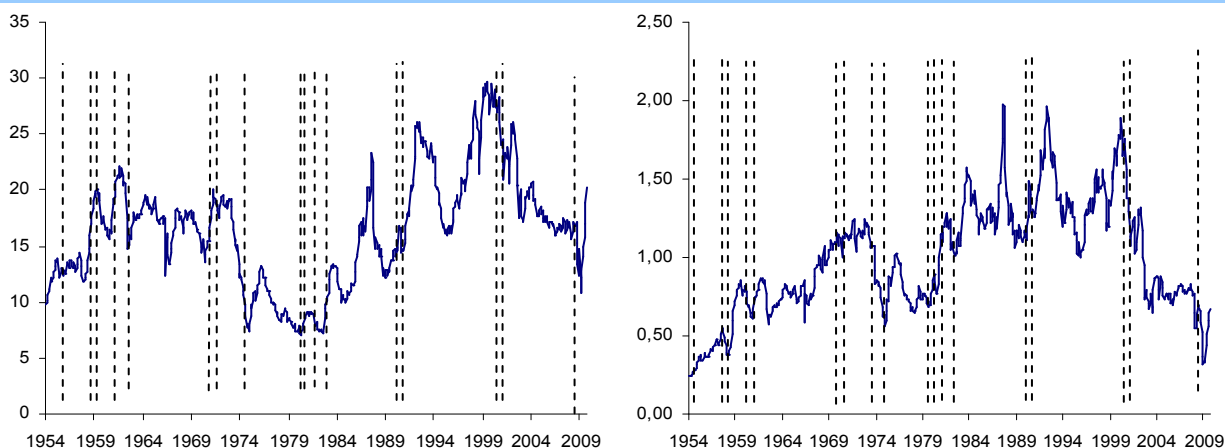
S&P500 w opisywanych recesjach (ten sam przedział czasowy, co dla ISM)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

Wreszcie przygotowaliśmy porównanie poziomu wycen spółek obecnie i w opisywanych recesjach na podstawie wskaźnika P/E (ostatnie 4Q, dane historyczne). Obecnie S&P znajduje się w fazie cyklu, w którym nastąpił gwałtowny wzrost P/E wynikający z pogorszenia się wyników spółek, jako efektu recesji. Analogiczne wzrosty miały miejsce w poprzednich cyklach, co poprzedzało okres równie gwałtownego jego spadku, kiedy gospodarka wchodziła w okres wzrostu (nadal przed nami). W przeciwieństwie do opisywanych recesji obecnie P/E indeksu „startuje” z wyższego poziomu, co jednak tłumaczy poziom stóp procentowych (patrz wskaźnik (E/P)/10Y) i oprocentowania obligacji jako alternatywy dla kapitału. W styczniu 1975 roku, kiedy ISM osiągnął najniższy poziom historyczny P/E dla S&P500 wynosiło 8,0 przy 7,4% oprocentowaniu obligacji 10-co letnich. W kolejnych 12 miesiącach wskaźnik wzrósł do 13,5 przy nadal wysokim oprocentowaniu obligacji (7,9%). W obecnym cyklu S&P500 historyczne P/E w dołku ISM notowało na poziomie 11,0 przy 3% oprocentowaniu 10Y obligacji. Obecnie wynosi 21. Z konsensusu makroekonomistów wynika, że FED zacznie podnosić stopy procentowe w 3Q2010. Podwyżki rzędu nawet 100 pkt. bazowych z obecnego poziomu nie powinny naszym zdaniem istotnie wpływać na zachowanie inwestorów. Przed nami poprawa wyników spółek i spadek P/E, co powinno przynajmniej podtrzymać obecne poziomy cenowe na rynku akcji.

P/E oraz (E/P)/10Y dla S&P500



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

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

Makroekonomia

Inflacja

We wrześniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 3,4% z 3,7% zanotowanych w sierpniu. Wynik ten okazał się tym samym zgodny z naszymi prognozami i nieznacznie niższy od konsensusu prognoz analityków. Na niższym odczycie zaważyły przede wszystkim niższe ceny żywności (spadek o 0,2% m/m, co było wynikiem plasującym się poniżej wcześniejszych szacunków MinFin). Wrzesień był jednak kolejnym miesiącem z podwyższoną inflacją bazową. Roczny wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności szacujemy obecnie na poziomie zbliżonym do odczytu sierpniowego, w przedziale 2,8-2,9% (wzrost miesięczny o 0,2%). W koszyku inflacji bazowej miesięczne wzrosty cen zanotowano w kategoriach użytkowanie mieszkania (0,2% m/m), edukacja (1,1% m/m), restauracje i hotele (0,3% m/m); sezonowo drożała także odzież i obuwie (1,7%). Inflacja może obniżyć się w październiku do poziomu zbliżonego do 3,2% między innymi pod wpływem niższych cen paliw i spadającej dynamice cen żywności. Na koniec roku inflacja prawdopodobnie ukształtuje się w przedziale 3,5-4,0% (podkreślamy dużą wrażliwość odczytów względem cen żywności i paliw oraz wpływ niskiej bazy z końca 2008 roku). Do znacznego spadku wskaźnika rocznego może dojść w II kw. 2010 roku, kiedy to uwidocznią się silne efekty związane z wysoką bazą z roku 2009 (podwyżki cen kontrolowanych oraz osłabienie złotego). Podkreślamy jednak, że istnieje ryzyko wystąpienia masywnych podwyżek cen kontrolowanych (ze względu na napiętą sytuację budżetową samorządów) również w roku przyszłym. Dane o inflacji mogą ograniczyć oczekiwania na rychłe zacieśnienie polityki monetarnej (inflacja ponownie w przedziale celu NBP). Oceniamy, że stopa bazowa NBP pozostanie na poziomie 3,5% do końca kadencji tej Rady. Zważywszy jednak na pewną uporczywość inflacji bazowej (i wtórne efekty historycznego osłabienia złotego) w październiku wraz z publikacją nowej projekcji inflacyjnej RPP zmieni swoje nieformalne nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne. W związku z silniejszym momentum procesów inflacyjnych podwyżek procentowych spodziewamy się w II połowie 2010. Jak już wielokrotnie pisaliśmy początek cyklu podwyżek będzie poprzedzony złudnym epizodem tzw. bezinflacyjnego wzrostu w I połowie 2010 roku.

RPP zmienia nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne

Na ostatnim posiedzeniu RPP nie zmieniła poziomu stóp procentowych (obecnie stopa REPO wynosi 3,5%). Istotna zmiana nastąpiła jednak w komunikacie, a właściwie w jego części, w której Rada bezpośrednio podaje swoją ocenę kierunku procesów inflacyjnych w średnim okresie. Rada ocenia obecnie, że prawdopodobieństwa spadku inflacji poniżej celu NBP, jak i jej wzrostu powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zrównały się. Stwierdzenie to zwykle się interpretować jako przejście do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem decyzja taka znajduje silne oparcie w wynikach najnowszej projekcji. W październikowej projekcji eksperci NBP przewidują już znaczne przyspieszenie tempa wzrostu PKB w tym i przyszłym roku i V-kształtną ścieżkę inflacji. Wyższemu wzrostowi PKB towarzyszyć będzie wyraźne obniżenie inflacji w roku 2010 (znacznie poniżej celu NBP). Taki scenariusz, nazwany przez nas epizodem bezinflacyjnego wzrostu, w początkowej fazie swojej realizacji (tak, w emerging markets to bieżące dane zdają się w największym stopniu determinować zachowanie rynków), może wpływać na przejściowe wygaszenie oczekiwań co do rychłego zacieśnienia monetarnego i wspierać wzrost cen polskich papierów skarbowych. Naszym zdaniem prognozowane przez NBP obniżenie inflacji do poziomów poniżej celu w 2010 wynika jednak w dużym stopniu z efektów bazy statystycznej (patrz nasz raport z 22 października) i przy kontynuacji ożywienia gospodarczego oraz stosunkowo silnym rynku pracy nie będzie wiązać się z dalszym poluzowaniem monetarnym. Co więcej, fakt raczej dynamicznego wzrostu prognoz inflacji na rok 2011 odzwierciedla w istocie dość szybkie odradzanie się procesów inflacyjnych. Taki kształt ścieżki przyszłej inflacji sugerowałby wręcz, biorąc pod uwagę opóźnienia w procesie transmisji impulsów monetarnych, konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej już w II połowie 2010 roku. Podkreślamy, że historycznie dla kierunku polityki monetarnej wdrażanej przez RPP nie sam poziom inflacji, ale jej „momentum” oraz „perspektywy” okazywały się odgrywać decydującą rolę. Co do najbliższych perspektyw dla polityki monetarnej, wydają się one jasne. Na konferencji po posiedzeniu Rady D. Filar z RPP powiedział już wprost, że (stara) Rada stóp do końca swojej kadencji nie zmieni. Poparciem dla słów Filara są także słowa J. Czekaja, który uważa że do końca kadencji nie ulegnie zmianie także nastawienie w polityce pieniężnej. M. Noga dodał z kolei, że w przyszłym roku polityka pieniężna może być „nudna” przez II-III kwartały. Jego zdaniem rolę zmian nominalnych stóp procentowych przejmie okresowo spadająca inflacja, która będzie powoli zwiększać realny poziom stóp procentowych; członek Rady przypomniał przy tym, że RPP powinna działać wyprzedzająco (co w oczywisty sposób wspiera możliwość podwyżek stóp procentowych nawet przy niskiej inflacji).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

W sierpniu saldo na rachunku obrotów bieżących poprawiło się do -69 mln EUR z -570 mln EUR zanotowanych w lipcu (konsensus prognoz wynosił -110 mln EUR). Dzięki rewizjom

poprzednich danych (łącznie prawie 2,2 mld EUR w dół od początku roku) częściowo „rozdyskrebowane” zostało saldo błędów i opuszczeń, które obecnie kształtuje się na poziomie -352 mln EUR wobec -1 395 mln EUR jeszcze na początku roku. Sierpniowe dane wskazują na jedynie powolne powiększanie deficytu handlowego (choć import powoli zaczyna odżywać za sprawą stabilnego popytu wewnętrznego, korzystający z pakietów fiskalnych eksport utrzymuje dotychczasowe tempo „odbijania się od dołka”). Negatywne tendencje na rachunku obrotów handlowych mogą się jednak nasilić w kolejnych miesiącach, gdyż specyfika ożywienia gospodarczego (wzrost popytu z Niemiec i większe oddziaływanie globalnego cyklu koniunkturalnego) może pobudzić eksport wewnątrzkorporacyjny, który jest także bardziej importochłonny. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszej poprawy w saldzie transferów. Skumulowane w IV kw. wypłaty dywidend powinny jednak oddziaływać w stronę znacznego pogorszenia salda dochodów i całego salda na rachunku obrotów bieżących. Pogorszenie to powinno być jednak rekompensowane poprzez napływ kapitału portfelowego i inwestycji bezpośrednich (patrz kolejne IPOs).

Deficyt budżetowy

W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy kwota zaplanowanego deficytu została zrealizowana w 79%. Wykonanie deficytu okazało się marginalnie niższe od planu. Po stronie wydatkowej budżetu widać wyraźne przyspieszenie – typowe dla końca roku i prawdopodobnie potęgowane przez chęć resortów do jak najszybszego zrealizowania planów wydatkowych w obawie przed cięciami w tym i przyszłym roku. Na zachowanie poszczególnych dysponentów środków nakładają się efekty gorszej koniunktury (bliska 100% realizacji dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych) oraz wcześniejszego osłabienia złotego (bliska 100% realizacja wydatków z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego). Po stronie dochodowej obserwujemy utrzymanie niskiego tempa realizacji dochodów z CIT i PIT – z uwagi na słabe wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz niską dynamikę płac (połączoną prawdopodobnie z migracją pracowników do szarej strefy), wpływy z podatków bezpośrednich coraz bardziej ważą na całym agregacie dochodów a negatywna różnica w porównaniu z wpływami osiąganymi rok wcześniej systematycznie się powiększa. We wrześniu doszło do istotnego wyhamowania dochodów z tytułu środków z UE, które przyrosły nominalnie o zaledwie 450 mln PLN (a wykonanie z tego tytułu zwiększyło się o 1,1 pp.). Bardzo pozytywną niespodzianką okazały się dochody płynące z podatków pośrednich: VAT i akcyzy. Całkowite wpływy z tych podatków nadrabiają zaległości z początku roku a w samym wrześniu dochody z tytułu VAT osiągnęły roczną dynamikę w wysokości 10,4% (zdecydowanie najwyższą w tym roku), potwierdzając rosnący trend na tej kategorii dochodów i jednocześnie siłę konsumpcji indywidualnej (patrz poniższy rysunek). W kwestii finansowania deficytu budżetowego na pierwszy plan wysuwają się przychody z prywatyzacji, które wyraźnie odstają od planu (tylko 27,5% realizacji). Może to być tym bardziej niepokojące w świetle fiaszka prywatyzacji Enei, która miała przynieść przychód w wysokości 7-8 mld PLN (kolejna runda negocjacji z inwestorami w tej sprawie ma odbyć się w listopadzie i grudniu). Ministerstwo Finansów pozostaje jednak optymistyczne: ewentualne niższe przychody z prywatyzacji będą rekompensowane wyższymi dochodami z dywidend (łącznie około 11 mld PLN w tym roku). Dodatkowym wsparciem dla budżetu pozostają także wpływy z podatków pośrednich, związane ze stosunkowo silną konsumpcją indywidualną (spodziewamy się, że dynamika konsumpcji osiągnęła dno w II kwartale tego roku – pogląd ten wspiera zachowanie wpływów z VAT).

Rynek pracy

We wrześniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 3,3% z 3,0% zanotowanych w sierpniu (wzrost rocznej dynamiki nastąpił pomimo zmiany różnicy w liczbie dni roboczych na korzyść sierpnia z +1 r/r do 0 r/r). Trend spadkowy na dynamice wynagrodzeń obserwowany w I i II kw. 2009 został praktycznie wyhamowany. Wpływ na to ma najwidoczniej ponowny wzrost aktywności ekonomicznej i dalsza stabilizacja sytuacji na rynku pracy (patrz poniżej). We wrześniu dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do -2,4% w ujęciu rocznym. Warto zauważyć, że ubytek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym był po raz kolejny bardzo niski (tylko 4 tys. osób), co śmiało można nazwać stabilizacją. Podtrzymujemy tym samym stwierdzenie, że rynek pracy w bieżącym cyklu okaże się zdecydowanie bardziej odporny niż w poprzednich epizodach spowolnienia (zgodnie ze wskazaniami wskaźników koniunktury). Przyczynia się do tego nie tylko większa elastyczność przedsiębiorstw, które zdecydowały się na szybkie cięcia kosztów (gros spadków zatrudnienia przypada już na pierwsze miesiące, kiedy doszło do nagłego załamania sentymentu), co pozwoliło na utrzymanie odpowiedniej stopy zysku i tym samym zatrzymanie gwałtownych spadków zatrudnienia. Oprócz oddolnych działań przedsiębiorstw niebagatelne znaczenia mają także programy rządowe, które przyczyniły się do zwiększenia elastyczności czasu pracy. W kolejnych miesiącach (październik, listopad) spadki zatrudnienia będą prawdopodobnie głębsze zarówno w ujęciu rocznym (efekt bazy) jak i miesięcznym (zakończenie sezonowych prac w handlu i niektórych w budownictwie). Ożywienie po stronie popytu (przetwórstwo przemysłowe i uruchomienie handlu międzygałęziowego, podłączonego pod globalny cykl) pozwoli prawdopodobnie na odwrócenie trendu na zatrudnieniu już na początku 2010 roku (choć niewykluczone, że w wyniku corocznego

przeszacowania liczby przedsiębiorstw, w styczniu będziemy mieli skokowy spadek wskaźnika rocznego, który jednak z biegiem roku powinien odrabiać straty). Względna stabilność zatrudnienia to kolejne (po wzrostowym trendzie na podatkach VAT) potwierdzenie, że dynamika konsumpcji osiągnęła w II kwartale najniższe poziomy w cyklu. Abstrahujemy tu tym samym od powiązań konsumpcji wyłącznie z dochodem rozporządzalnym (tradycyjne ujęcie keynesowskie), zwracając uwagę na oczekiwania gospodarstw domowych (rosnący optymizm konsumentów), łagodny przebieg procesów na rynku pracy oraz korzystne zmiany majątku gospodarstw domowych.

Sprzedaż detaliczna

We wrześniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,5% r/r po 5,2% wzroście zanotowanym w sierpniu. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży wyniósł 0,7% r/r wobec 3,1% r/r zanotowanych w czerwcu. W większości kategorii sprzedaży detalicznej (prócz kategorii pozostałe oraz farmaceutyki i kosmetyki) odnotowano obniżenie dynamiki wzrostu w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Choć spadki można uznać w dużym zakresie za standardowe efekty sezonowe, zauważalne są pewne wyjątki. Nietypowe obniżenie dynamiki nastąpiło w przypadku paliw (jednak tutaj zaważyły głównie efekty cenowe), odzieży i obuwia (4,1% wobec 14,9% w sierpniu), książek i prasy (z 9,2% do 1,2%) oraz mebli, RTV i AGD (-7,4% wobec -4,9% przed miesiącem). To właśnie te czynniki w głównej mierze zaważyły na obniżeniu się wskaźnika sprzedaży w ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) z 5,6% do 3,0% r/r. Jako że spadki sprzedaży detalicznej nie odbiegają istotnie od sezonowego wzorca (oprócz odzieży i obuwia, gdzie istotne znaczenie mogły mieć sezonowe podwyżki w obliczu wysoce elastycznego popytu, oraz mebli, RTV i AGD, co można z kolei wiązać z mniejszym obrotem na rynku nieruchomości), nie zmienia to naszego poglądu na konsumpcję w tym roku. Oczekujemy, że osiągnęła ona dno prawdopodobnie w II kwartale i w kolejnych ma szansę powoli się rozpędzać w związku z relatywnie dobrą sytuacją na rynku pracy (stopa bezrobocia wzrosła we wrześniu po raz kolejny tylko nieznacznie, do 10,9%) oraz poprawiającym się optymizmem konsumentów.

Produkcja przemysłowa

We wrześniu produkcja przemysłowa spadła o „jedyne” 1,3% r/r (konsensus prognoz -2,4% r/r). Po uwzględnieniu czynników sezonowych spadek wyniósł 2,1% r/r wobec 3,1% spadku zanotowanego w sierpniu. We wrześniu zanotowano spadki w 17 spośród 34 sekcji. Obejmują one m.in. produkcję metali, pojazdów samochodowych, maszyn i urządzeń i wydają się być coraz łagodniejsze. Z kolei wzrosty notowane są od wielu miesięcy w przemyśle spożywczym, produkcji elektroniki i komputerów.

Dane niwelują powstały w sierpniu rozdziewiek między wskaźnikami wyprzedzającymi i „twardymi danymi”. W połączeniu z najnowszym, opublikowanym, zestawem badań koniunktury NBP (wszystkie wskaźniki w górę) wskazują one na kontynuację fazy wczesnego ożywienia w polskiej gospodarce. Na podstawie prawie pełnego zestawu danych miesięcznych za III kw. szacujemy, że dynamika PKB mogła znacząco przekroczyć tę zanotowaną w II kw. 2009, czyli 1,1%. We wrześniu zanotowano 5,7% r/r wzrost produkcji budowlanej wobec 11,0% zanotowanych w sierpniu. Dane te nadal wskazują na polepszające się perspektywy dla inwestycji w kolejnych kwartałach. Spadki dynamiki produkcji to przede wszystkim efekt zmiany struktury jej wzrostu – realizowanych jest coraz więcej inwestycji infrastrukturalnych, pogłębiają się spadki w mieszkaniówce (w kolejnych miesiącach można jednak poszukiwać symptomów odwrócenia tej tendencji wraz z normalizacją sytuacji na rynku kredytowym oraz dalszym wzrostem optymizmu konsumentów).

Ceny producentów

We wrześniu ceny producentów kontynuowały spadki w ujęciu miesięcznym. 0,2% obniżka cen w porównaniu z sierpniem przełożyła się na wzrost cen w ujęciu rocznym o 1,6% - sporo poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio 2,2% oraz 2,3%). Znaczna obniżka dynamiki rocznej cen producentów wynika po części ze znacznej rewizji poprzednich danych (o 0,3% w dół, już trzeci miesiąc z rzędu) oraz czynników o charakterze jednorazowym (trudny do wytłumaczenia aż 3,7% miesięczny spadek cen w kategorii koksu i produktów rafinacji ropy naftowej). Silne efekty dezinflacyjne widoczne są jednak również po stronie cen w przetwórstwie przemysłowym po wyłączeniu silnie zmiennego koksu (co można uznać w pewnym sensie za bazowy wskaźnik PPI). Dynamika cen producentów liczona w ten sposób obniżyła się do 0,4% w ujęciu rocznym z 0,7% w sierpniu (porównanie miesięcznych dynamik w kolejnych miesiącach 2008 i 2009 roku prezentujemy na poniższym wykresie). Choć dynamika obniżek cen słabnie, dezinflacyjne tendencje utrzymują się w kolejnych miesiącach a zaburzeń w spadkowym trendzie możemy na razie oczekiwać wyłącznie ze strony cen surowców oraz kursu walutowego.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2009
AB	Kupuj	15,13	11,55	2009-08-06	11,55	9,2
ACTION	Kupuj	14,59	12,14	2009-09-18	12,60	6,7
AGORA	Akumuluj	24,10	18,75	2009-09-04	21,88	29,0
ASBIS	Trzymaj	4,33	4,69	2009-10-16	4,70	
ASSECO POLAND	Kupuj	72,60	55,50	2009-09-02	61,50	12,3
BUDIMEX	Trzymaj	82,50	77,60	2009-10-29	81,00	11,5
BZWBK	Trzymaj	152,10	151,00	2009-10-05	151,10	17,0
CEZ	Trzymaj	140,60	143,80	2009-11-04	143,80	9,4
CIECH	Trzymaj	41,70	38,98	2009-10-06	39,90	29,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,80	14,05	2009-11-03	14,26	12,7
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	49,80	42,60	2009-09-28	44,59	11,6
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	170,80	171,00	2009-08-14	171,00	15,5
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	67,20	2009-09-04	72,30	11,0
ERBUD	Akumuluj	49,30	42,90	2009-11-04	42,90	13,3
EUROCASH	Trzymaj	9,90	14,32	2009-05-06	9,81	17,8
GETIN	Kupuj	9,32	7,82	2009-11-04	7,82	24,8
HANDLOWY	Trzymaj	59,50	61,30	2009-11-04	61,30	22,4
ING BSK	Akumuluj	696,00	652,00	2009-10-30	639,50	14,1
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	13,60	11,59	2009-09-28	11,66	3,9
KĘTY	Trzymaj	109,40	105,00	2009-11-04	105,00	15,0
KGHM	Redukuj	73,00	94,80	2009-08-14	84,90	8,3
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	13,25	2009-05-29	10,30	26,6
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	11,70	2009-10-05	11,65	108,1
LOTOS	Trzymaj	25,80	26,70	2009-11-04	26,70	5,7
LW BOGDANKA	Trzymaj	68,00	75,45	2009-09-03	67,50	13,9
MILLENNIUM	Kupuj	5,30	4,57	2009-10-05	4,40	93,0
MONDI	Trzymaj	56,00	70,00	2009-09-03	51,00	54,6
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	84,70	66,00	2009-11-04	66,00	10,7
NETIA	Trzymaj	4,10	4,10	2009-08-06	4,13	
PBG	Trzymaj	224,40	218,80	2009-11-04	218,80	14,5
PEKAO	Trzymaj	154,40	152,50	2009-10-05	148,20	17,4
PGNiG	Trzymaj	3,67	3,45	2009-09-03	3,75	19,5
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	29,09	2009-09-16	27,15	12,4
PKO BP	Trzymaj	32,00	33,50	2009-08-24	34,99	20,9
POLICE	Redukuj	5,90	6,30	2009-11-04	6,30	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	4,40	3,66	2009-11-04	3,66	11,0
POLNORD	Kupuj	45,00	34,69	2009-09-28	37,43	35,4
RAFAKO	Kupuj	11,60	9,77	2009-09-25	9,74	19,9
SYGNITY	Trzymaj	15,50	11,80	2009-10-02	14,90	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,50	2009-10-30	17,58	15,4
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,80	3,75	2009-08-14	3,90	9,3
TVN	Akumuluj	15,30	13,87	2009-11-04	13,87	14,9
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Redukuj	58,80	65,60	2009-10-05	67,05	72,6
UNIBEP	Trzymaj	6,60	6,67	2009-11-04	6,67	12,5
WSiP	Trzymaj	17,20	16,00	2009-09-03	16,61	13,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	75,20	2009-05-28	80,40	11,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASBIS	Trzymaj	Kupuj	4,33	2009-10-16
BUDIMEX	Trzymaj	Trzymaj	82,50	2009-10-29
BZWBK	Trzymaj	Kupuj	152,10	2009-10-05
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	41,70	2009-10-06
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Trzymaj	14,80	2009-11-03
GETIN	Trzymaj		9,32	2009-10-05
ING BSK	Akumuluj	Akumuluj	696,00	2009-10-30
KREDYT BANK	Trzymaj	Kupuj	11,76	2009-10-05
MILLENNIUM	Kupuj	Trzymaj	5,30	2009-10-05
PBG	Akumuluj	Trzymaj	224,40	2009-10-05
PEKAO	Trzymaj	Akumuluj	154,40	2009-10-05
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Kupuj	19,20	2009-10-30
TVN	Akumuluj	Akumuluj	15,30	2009-11-04
ULMA CONSTRUCCION PL	Redukuj	Trzymaj	58,80	2009-10-05
UNIBEP	Trzymaj	Redukuj	6,60	2009-11-04

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CEZ	Trzymaj	Redukuj	140,60	2009-11-04
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	49,30	2009-11-04
GETIN	Kupuj	Trzymaj	9,32	2009-11-04
HANDLOWY	Trzymaj	Redukuj	59,50	2009-11-04
KĘTY	Trzymaj	Kupuj	109,40	2009-11-04
LOTOS	Trzymaj	Akumuluj	25,80	2009-11-04
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	Akumuluj	84,70	2009-11-04
PBG	Trzymaj	Akumuluj	224,40	2009-11-04
POLICE	Redukuj	Trzymaj	5,90	2009-11-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Akumuluj	4,40	2009-11-04

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	3	25	6	12	0	0	8	2	4
procent	0,0%	6,5%	54,3%	13,0%	26,1%	0,0%	0,0%	57,1%	14,3%	28,6%

Sektor finansowy

Pengab spadł w październiku o 0,1 pkt. do 23,3 pkt.

Wskaźnik spadł o 0,1 pkt. m/m. Skumulowany wskaźnik prognoz spał o 0,2 pkt. podczas gdy wskaźnik ocen wzrósł o 0,1 pkt. Spadek zgodny z oczekiwaniami. Po czterech miesiącach wzrostu z rzędu, październik przyniósł korektę. Spadek Pengab w tym okresie roku, towarzyszył indeksowi nawet w latach trwania świetnej koniunktury. Jednocześnie Pengab był wyższy R/R, co przede wszystkim wynika z niskiej bazy odniesienia (październik 2008 – panika po upadku LB). W kolejnych miesiącach oczekujemy powolnego wychodzenia indeksu na plus w porównaniach rocznych, a ewentualne spadki nie powinny być duże.

Kredyty w sektorze

We wrześniu portfel kredytów wzrósł o 11,8 mld PLN m/m, co przekłada się na wzrost o 18,7% R/R, ale już tylko 5,8% YTD. Efekt rewaluacji portfela kredytów walutowych (złotówka osłabiła się o około 3,5% względem franka szwajcarskiego i o 3% względem EUR) szacujemy na około 6,8 mld PLN. Dominującym czynnikiem był wzrost kredytów złotówkowych. Kredyty detaliczne wzrosły aż o 9,5 mld PLN m/m (26% R/R i 9,6% YTD). Efekt rewaluacji kredytów walutowych był znaczny i sięgnął 5,2 mld PLN. Jednak nawet po jego wyłączeniu widać lekkie ożywienie w akcji kredytowej na rzecz tego segmentu. Kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły o 2 mld PLN w ciągu miesiąca (+7% R/R, 0% YTD). Efekt rewaluacji sięgnął 1,6 mld PLN. Skala przyrostu po jego wyłączeniu jest niewielka, jednak tu też dostrzec można niewielki wzrost wolumenu. Nasza całoroczna prognoza wzrostu kredytów na poziomie 4,5% R/R może zostać przekroczona. Wpływ na to mogą mieć: nieco słabsza złotówka (w prognozach przyjmujemy PLN/CHF 2,61 a EUR/PLN 4,0) i lepsze wyniki w zakresie kredytów przedsiębiorstw.

Depozyty w sektorze

Portfel depozytów wzrósł aż o 7,3 mld PLN w ciągu miesiąca, z czego aż 4,7 mld PLN przypało na segment przedsiębiorstw, a 1,13 mld PLN na gospodarstwa domowe. Portfel depozytów ogółem wzrósł o 11% R/R i 4,3% YTD. Złożył się na to wzrost depozytów gospodarstw domowych o 19,5% R/R i 10% YTD, przy przedsiębiorstwach zwiększających wolumeny o 3,8% R/R, jednak niższych YTD o 1,4%. Zaskakujące dane po stronie depozytów przedsiębiorstw. Jeśli wolumen depozytów nie zacznie ponownie spadać, to nasze założenia co do całego roku (spadek depozytów przedsiębiorstw o prawie 7%) będą zbyt konserwatywne. W zakresie gospodarstw domowych oczekujemy realizacji naszych założeń i przyrostu depozytów o prawie 13% R/R.

Portfel należności nieregularnych na koniec września

Wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem na koniec września wzrósł do poziomu 7% z 6,8% na koniec sierpnia br., na co złożył się wzrost wskaźnika w zakresie gospodarstw domowych do poziomu 4,9% (z 4,7% w sierpniu) i w zakresie przedsiębiorstw do poziomu 10,9% (10,6% w sierpniu). W dalszym ciągu obserwujemy rosnące dynamiki przyrostu wolumenów należności nieregularnych w obu segmentach (gospodarstwa domowe 75% R/R, przedsiębiorstwa 106% R/R, ogółem 91% R/R). Nominalnie w ciągu miesiąca należności nieregularne wzrosły o 1,9 mld PLN, z czego 1,1 mld PLN przypadało na gospodarstwa domowe, a 0,8 mld PLN na przedsiębiorstwa. Jest to bardzo zbliżone do wzrostu z sierpnia br., gdy we wzroście o 1,8 mld PLN, 1 mld PLN stanowili klienci detaliczni, a 0,8 mld PLN przedsiębiorstwa. Uważamy, że tempo przyrostu należności nieregularnych wyhamuje w ostatnim kwartale br. w przypadku przedsiębiorstw i na przełomie roku w przypadku gospodarstw domowych. Tempo przyrostu należności nieregularnych nie odbiega znacznie od naszych oczekiwań. Prognozujemy 7,7% dla sektora na koniec grudnia br. W pierwszej połowie roku segment przedsiębiorstw generował znacznie większe średnie miesięczne przyrosty należności nieregularnych (1,6 mld PLN w 1H09), obecnie skala ta istotnie spadła. Jednocześnie obecnie gospodarstwa domowe generują większy wolumen kredytów nieregularnych (średnia 1H09 0,6 mld PLN). Jest to jednak zachowanie rynku zgodne z oczekiwaniami.

Problem przekredytowania rośnie

Według Mariusza Karpińskiego, byłego prezesa GE Money Bank i Meritum Bank, na podstawie badań informacji z BIK, problem przekredytowania dotyczy już 137 tys. osób, a ich zobowiązania sięgają 15,7 mld PLN. Jeszcze kilka miesięcy temu dotyczył on 100 tys. osób na kwotę około 10 mld PLN. Wg danych w 1Q09 21% z grupy kredytów miało opóźnienie w spłacie powyżej 90 dni, 27% w 2Q09. Prognoza zakłada, że na koniec roku wskaźnik szkodowości w tej grupie sięgnie 45%. Negatywnym czynnikiem jest rosnąca skala problemu. Jednak w dalszym ciągu 15,7 mld PLN, to 3,8% portfela kredytów gospodarstw domowych i 2,3% kredytów ogółem. Ekspozowane na takie straty są szczególnie banki prowadzące agresywną politykę kredytową w obszarze consumer finance, oferujący kredyty nowym klientom.

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych

Portfel kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych sięgnął 215,8 mld PLN i wzrósł o 36,5% R/R. Jednocześnie wzrósł o 9% YTD. We wrześniu mieliśmy do czynienia z osłabieniem się złotówki w stosunku do franka szwajcarskiego aż o 3,5%. Ma to istotne przełożenie na rewaluację portfela kredytów walutowych. Portfel kredytów wzrósł aż o 7,3 mld PLN m/m, z czego jednak na ok. 4,7 mld PLN szacujemy efekt rewaluacji kredytów walutowych. Po wyłączeniu tego efektu przyrost sięgnąłby 2,6 mld PLN i był nieco wyższy niż przyrost portfela w sierpniu (2,1 mld PLN). Portfel należności złotówkowych wzrósł przy tym o 2 mld PLN we wrześniu (1,65 mld PLN w sierpniu, 1,87 mld PLN w lipcu). Widzimy wzrost sprzedaży kredytów hipotecznych po okresie wakacyjnym. Uważamy, że sprzedaż we wrześniu mogła sięgnąć nawet 4 mld PLN. Uważamy, że nasze oczekiwanie sprzedaży 35 mld PLN kredytów w tym roku zostanie przekroczone, jednak w dalszym ciągu prognozę ZBP (42 mld PLN) traktujemy jako bardzo ambitną.

Banki wracają na rynek kredytów hipotecznych

Do aktywnej sprzedaży kredytów hipotecznych wraca coraz większa liczba banków. Sprzedaż wznowiły prawie wszyscy gracze, którzy na skutek kryzysu mocno przykręciły kurek z kredytami, w tym Polbank i Millennium. Nowym graczem jest Bank Handlowy oraz HSBC. ZBP prognozuje, że w 2009 roku sprzedane zostanie 42 mld PLN kredytów tego typu, przy czym po 1H09 sprzedano tylko 17 mld PLN (20 mld PLN w okresie styczeń – lipiec). Istnieje jednak szansa na realizację tej prognozy, gdyż w 3Q09 aktywność wielu banków wzrosła. Nasza prognoza zakłada sprzedaż na poziomie około 35 mld PLN. Realizacja prognozy ZBP oznacza sprzedaż 4,4 mld PLN miesięcznie w okresie sierpień – grudzień. W dalszym ciągu uważamy prognozę ZBP jako bardzo ambitną. Jednak w świetle optymistycznych wypowiedzi ludzi z rynku nasza prognoza może zostać przekoczona.

Rekomendacja T – prace trwają

KNF chce przed końcem 2009 roku zakończyć prace nad Rekomendacją T, po to by weszła w życie przed końcem 2010 roku. Banki będą miały 12 miesięcy na dostosowania. Rekomendacja T wyznacza maksymalny wskaźnik obciążenia ratami kredytów w relacji do dochodów. Pierwotnie miała być to połowa dochodów, jednak KNF zamierza wprowadzić progi uzależnione od poziomu dochodów (im wyższe dochody, tym mniejszy udział wydatków stałych). Rekomendacja ma również wprowadzać katalog zasad, według których banki będą oceniały zdolność klienta do spłaty kredytów oraz wskazywać na konieczność monitorowania zdolności kredytowej klienta, po jego udzieleniu. Badane mają być również osoby bliskie, takiego klienta, wobec których bank może wystąpić z roszczeniem o spłatę. Może to oznaczać koniec szybkich kredytów gotówkowych w bankach. Takie procedury nie tylko podniosą koszt udzielenia kredytu, ale również mogą znacznie ograniczyć działalność niektórych podmiotów. Trudno na podstawie projektu oceniać restrykcyjność ostatecznych zasad. Jeśli okażą się zbyt restrykcyjne, eliminując nie tylko groźne praktyki niektórych graczy, ale również wpłyną na osłabienie konkurencyjności polskich banków, to prędzej czy później znajdą się chętni na ten kawałek tortu. Banki, które regulacjom będą podlegać, będą starały się dostosować się do przepisów w sposób korzystny dla siebie, a za wyższe koszty zapłaci klient.

Nadzór chce, by banki podniosły kapitały

Zdaniem nadzoru polskie banki komercyjne powinny podwyższyć kapitały. Nie wszystkie przeszły suchą nogą przez kryzys, aż 9 z nich realizuje program naprawczy (dodatkowo również 9 spółdzielczych). Przewodniczący KNF przypomina jednak, że incydentalna strata nie musi wiązać się z koniecznością przygotowywania planu naprawczego. Liczba banków, które są jeszcze zagrożone programem naprawczym nie przekracza pięciu. Program naprawczy zwykle trwa trzy lata, w tym czasie bank musi podporządkować się wytycznym nadzoru. W tym czasie nadzór może nakazać dokapitalizowanie, ograniczenie akcji kredytowej czy też wycofanie się z inwestycji. Nie znamy wszystkich banków, które zostały objęte programem naprawczym. W przypadku BPH, który zatwierdził właśnie program naprawczy skala strat nie zagrażała istotnemu obniżeniu kapitałów własnych banku, była wynikiem głębokiej restrukturyzacji jaką przeszedł bank w pierwszej połowie roku i nawet po jej zaksięgowaniu współczynnik wypłacalności (Tier I) był na poziomie 11,8% (skonsolidowany) i 10,58% (jednostkowy). Ewentualne straty kwartalne banków giełdowych w okresie spowolnienia nie mają istotnego przełożenia na kapitały.

Zmiana szefa Banku Gospodarstwa Krajowego

Ireneusz Fonfara złożył rezygnację z funkcji prezesa BGK. Wg informacji „Rz”, ma go zastąpić Tomasz Mironczuk, były wiceprezes PKO BP odpowiedzialny za inwestycje, odwołany z zarządu w lipcu br. wraz z J. Pruskim.

Dalszy rozwój działalności w Alior Banku

Alior Bank po zakupie portfela kredytów o wartości 1 mld PLN od HSBC, myśli o dalszych tego typu transakcjach. Rozmawia obecnie z dwiema instytucjami w kwestii portfeli o wartości 1 mld PLN i 200 mln PLN. Ważnym czynnikiem jest dla banku jakość portfela. Finalizacja zakupu

portfeli ma nastąpić do połowy przyszłego roku. W dalszym ciągu będzie intensyfikował sprzedaż nowych kredytów. W październiku miała ruszyć kampania promocyjna kredytów samochodowych. Bank chce być w pierwszej trójce w tym zakresie. W październiku Alior Bank na szerszą skalę wszedł również w kredyty hipoteczne, przygotowywana jest oferta factoringu. W czasie odłożono natomiast plany stworzenia TFI oraz pionu leasingu (ich start nie jest oczekiwany również w przyszłym roku). Wskaźnik depozytów do kredytów ma utrzymać się na poziomie 150% (tzn. kredyty/depozyty 67%). Po 1H09 współczynnik wypłacalności wynosił 78,8%. Bank agresywnie zwiększa stronę aktywną, a zakup portfeli kredytów pozwala na skokowe zwiększenie skali działalności, pozyskanie nowych klientów, którym można sprzedać kolejne produkty bankowe. Największym elementem ryzyka przy tego typu transakcjach jest przejście zbyt dużego ryzyka kredytowego.

DnB Nord – strategia na najbliższe pięć lat

Bank pisze właśnie strategię na najbliższe pięć lat. W części detalicznej jest ona gotowa. Główne jej założenia to: 170 placówek, 600 tys. klientów i czterokrotny wzrost sumy bilansowej (z obecnych około 7 mld PLN), który plasowałby bank w grupie „średnich banków” (obecnie ok. 28 mld PLN aktywów ma Raiffeisen czy BGŻ). Obecnie bank ma tylko 30 tys. klientów, z czego tylko około połowa ma rachunek osobisty. Bank stał się widoczny na naszym rynku dzięki walutowym kredytom hipotecznym, które oferował na rynku pomimo kryzysu. Było to możliwe dzięki zapewnionemu bezpośredniemu finansowaniu ze strony inwestora strategicznego. Bank sprzedaje miesięcznie kilkadziesiąt mln PLN kredytów hipotecznych, a docelowy poziom to ok. 100 mln PLN miesięcznie. Do 2011 roku pozostanie to główny produkt przyciągający klientów do banku. Bank zamierza stać się bardziej widoczny dzięki znacznym wydatkom na marketing w okresie kilku kolejnych lat. Najpierw jednak zamierza poszerzyć sieć, z obecnych 60 placówek. W przyszłym roku istniejące oddziały czeka rewitalizacja, powstanie kolejnych 60. Docelowo sieć ma sięgać 170 placówek rozlokowanych w miastach powyżej 200 tys. mieszkańców. Sieć Monetia (obecnie 300 punktów umożliwiająca opłacanie rachunków), ma się podwoić i wprowadzić do swojej oferty kredyty gotówkowe. Takie kredyty mają być sprzedawane również przez sieć mobilnych sprzedawców. W najbliższych kilku kwartałach większość banków będzie prezentowała nowe strategie. In plus w DnB Nord należy postrzegać umiejętne wykorzystanie okazji jaką stworzyła sytuacja na rynku w ostatnim roku. Dzięki kredytom hipotecznym w walucie stał się on bardziej rozpoznawalnym graczem na rynku.

Fortis Bank może do 2Q10 zwolnić 361 osób

Zwolnienia planowane są od 4Q09 do 2Q10 i są skutkiem integracji Fortis Banku i Dominet Banku. Redukcja zatrudnienia jest jednocześnie częścią programu naprawczego, którego celem jest ponowne osiągnięcie przez bank dodatniego wyniku finansowego w 2010 roku. Głównym elementem tego planu jest podjęcie działań zapewniających właściwą kontrolę ryzyka w różnych obszarach działalności banku. Fortis Bank miał 231,9 mld PLN straty w 1H09. Jeden z banków z największymi jak do tej pory stratami.

Mniej kredytów konsorcjalnych

Rzeczpospolita pisze, że banki unikają nowych kredytów konsorcjalnych, refinansując obecne na nowych, droższych warunkach. Od początku roku trzy banki pożyczły niespełna 1,2 mld PLN (PKO BP – udział w 4 konsorcjach, Pekao – trzy konsorcja i West LB - jedno). W 2008 roku w tym samym okresie było to 7,5 mld PLN. W konsorcjach nie uczestniczyły: Bank Millennium, ING Bank Śląski, Kredyt Bank, Bank BGŻ, BRE, BGK, Bank Zachodni WBK, Bank Handlowy i Deutsche Bank. Jednocześnie w opinii bankowców konsorcjów, które refinansowały istniejące kredyty było od początku roku ponad 10. Obecnie sytuacja się powoli zmienia. Spółki matki wycofują się, przynajmniej częściowo z wydanych wcześniej ograniczeń. Kredyty konsorcjalne to duże kwoty, zazwyczaj na realizację projektów inwestycyjnych. Słaba tegoroczna sprzedaż to efekt ograniczonej podaży ze strony banków, ale również mniejszy apetyt na projekty inwestycyjne ze strony przedsiębiorstw.

BPH – W wezwaniu skupiono 5,13% akcji BPH

DRB Holdings B.V. zwiększył udział w ogólnej liczbie głosów z 65,9% o 5,13 pp. (1,474 mln akcji) do 71,03%.

BPH – Plan naprawczy w BPH, zysk w 3Q09

BPH złożył w KNF plan naprawczy, po tym jak w 1H09 wykazał stratę netto. Plan zakłada trwałe wzmocnienie efektywności działania, opierając się na strategii dla połączonego BPH i GEMB ogłoszonej 30 lipca br. Bank zapowiedział, że już w 3Q09 wykaże zysk netto. Oczekuje również zysku w całym 2009 roku, dzięki połączeniu z GEMB przed końcem roku. Czynnikiem mocno obciążającym wyniki 1H09 były m.in. jednorazowe koszty restrukturyzacji zatrudnienia w wysokości 77 mln PLN. Strata netto po 1H09 sięgnęła 86 mln PLN. Po wyłączeniu kosztów restrukturyzacji zatrudnienia, przy rosnących przychodach (m.in. na skutek poprawy marży odsetkowej netto), bank ma szansę wykazać niewielki zysk netto. Kwestia straty w całym 2009 roku zależy przede wszystkim od tego, czy zysk GEMB pokryje straty BPH wygenerowane w 1H09. Uważamy, że istnieje bardzo duża szansa na realizację takiego scenariusza.



BPH – Banku BPH i GE Money Bank przyjęły plan połączenia

NWZA BPH i GE Money Banku jednogłośnie podjęły uchwałę w kwestii przyjęcia planu połączenia. W dalszym ciągu oczekują na zgodę KNF. J. Wancer powiedział, że oczekuje jej najpóźniej na początku grudnia br. Przed końcem roku ma zakończyć się prawny aspekt fuzji. Fuzja operacyjna zakończy się w 1H10. Po połączeniu BPH będzie 9. bankiem w Polsce. Aktywa na koniec 1H09 sięgałyby 38 mld PLN. Prezes BPH podczas NWZA mówił o synergiiach wynikających z połączenia. Od 2012 roku sięgną one 240 mln PLN, z czego 108 mln PLN będzie przypadać na wzmocnienie sprzedaży krzyżowej, 60 mln PLN z dywersyfikacji finansowania a 72 mln PLN z redukcji wydatków. Koszty połączenia sięgną 170 mln PLN (85 mln PLN to nakłady inwestycyjne, pozostałe to koszty integracji).

BPH – Zwolnienia grupowe zakończą się w listopadzie

Proces zwolnień grupowych, które łącznie zakładały zwolnienie 900 osób, zakończy się w listopadzie. Jednocześnie już połowa, czyli około 100 oddziałów zmieniło już barwy, w związku z planowanym procesem rebrandingu banku. Rebranding pozostałych oddziałów ma zakończyć się w przyszłym miesiącu. Ograniczenie kosztów osobowych (nie tylko rezerw restrukturyzacyjnych, ale również pensji w okresie wypowiedzenia), nastąpi od 1Q10.

**BZ WBK (Trzymaj)**

Cena bieżąca: 151 PLN

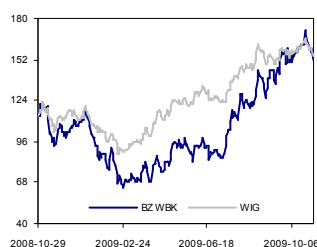
Cena docelowa: 152,1 PLN

Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Wynik odsetkowy	1 286,7	1 635,1	27,1%	1 449,4	-11,4%	1 500,4	3,5%	Liczba akcji (mln) 73,0
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca) 11 017,0
WNDB	2 940,6	3 190,0	8,5%	3 096,4	-2,9%	3 166,8	2,3%	Free float 29,5%
Wynik operacyjny*	1 395,2	1 575,9	13,0%	1 488,8	-5,5%	1 518,7	2,0%	
Zysk brutto	1 391,4	1 211,4	-12,9%	866,5	-28,5%	986,5	13,8%	
Zysk netto	954,7	855,4	-10,4%	646,5	-24,4%	730,5	13,0%	
ROE	23,0%	18,4%		12,3%		12,2%		Zmiana ceny: 1m 0,7%
P/E	11,5	12,9		17,0		15,1		Zmiana ceny: 6m 64,8%
P/BV	2,5	2,2		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m 29,2%
D/PS	6,0	3,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 171,8
Dywid (%)	4,0	2,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 64,5

* przed kosztami rezerw



Rynek zdyskontował fakt, że scenariusze tworzenia wysokich rezerw w związku z ekspozycją na segment nieruchomości rysowane na początku roku, obecnie wydają się zbyt konserwatywne. Dzięki zdywersyfikowanym źródłom przychodów, wynik operacyjny przed rezerwami ciągle pozostaje mocną stroną banku. Jednocześnie zapewniają one mocny wynik operacyjny w kolejnych kwartałach. W dalszym ciągu bank będzie ekspozycyjny na podwyższone odpisy z tytułu nieregularnych kredytów. Pozytywna passa z 2Q09 będzie kontynuowana i wyniki 3Q09 powinny zostać odebrane pozytywnie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Widzimy potencjał do relatywnego przeważania BZ WBK względem Pekao i PKO BP.



Getin (Kupuj)

Cena bieżąca: 7,8 PLN

Cena docelowa: 9,32 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	561,2	807,6	43,9%	889,8	10,2%	1 136,6	27,7%	Liczba akcji (mln)	710,9
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%		2,7%		3,1%		MC (cena bieżąca)	5 559,5
WNDB	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%	Free float	26,7%
Wynik operacyjny*	902,7	1 079,9	19,6%	1 132,5	4,9%	1 176,3	3,9%		
Zysk brutto	802,4	701,0	-12,6%	347,0	-50,5%	629,3	81,4%		
Zysk netto	626,4	508,5	-18,8%	223,9	-56,0%	447,6	99,9%		
ROE	24,3%	15,2%		6,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	-13,0%
P/E	8,9	10,9		24,8		12,4		Zmiana ceny: 6m	39,6%
P/BV	1,8	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	107,1%
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	9,8
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,6

* przed kosztami rezerw



Wysokie marże kredytowe bieżącej sprzedaży, niższa baza kosztowa (prognozujemy CIR na poziomie 40% w długim terminie, 42,5% w 2011 roku) są motorami budowania ROA w 2011 roku na poziomie 1,9%. Uważamy, że stanie się tak mimo znacznego wzrostu kosztu finansowania na rynku w relacji do poziomów z lat ubiegłych. W przypadku Getin Holding uwzględniamy również fakt, że banki z grupy płacą jedną z najwyższych premii rynkowych za depozyty klientów w sytuacji mocno ograniczonego dostępu do finansowania z innych źródeł. Obok wyższego kosztu depozytów w wynikach uwzględnić należy wyższy profil ryzyka kredytowego jakim charakteryzuje się portfel kredytowy grupy (prognozujemy 3,5% kosztów ryzyka, vs. 1,5% dla innych pokrywanych banków). W średnim terminie umacniająca się złotówka powinna przekładać się pozytywnie na wycenę Getin Holding (przełożenie na koszt pozyskania finansowania, strukturę bilansu, współczynnik wypłacalności i potencjalne odpisy na kredyty walutowe). Obecna wycena rynkowa daje prawie 18% potencjału wzrostu kursu akcji. Podnosimy rekomendację z trzymaj do kupuj.

W stronę banku uniwersalnego

Zbliżająca się fuzja Getin Banku i Noble Banku może doprowadzić do rezygnacji grupy z niektórych marek bankowych. Do tej pory oba z nich rozwijały się poprzez skuteczną promocję wielu marek bankowych, skupionych na sprzedaży określonych produktów. Obecnie bank może zmienić politykę działania, skupić się na relacjach z klientami i dążyć w kierunku modelu uniwersalnego. Połączenie może doprowadzić do weryfikacji, czy takie marki jak Metrobank (sprzedaż kredytów hipotecznych w Noble Banku), DomBank (kredyty hipoteczne w Getin Banku) czy Introfaktor (factoring i obsługa segmentu MSP w Noble Banku) są potrzebne. Jednocześnie bank będzie dążył do utrwalenia relacji klient – bank. Obecnie wskaźnik sprzedaży krzyżowej (cross – selling) sięga 1,4, podczas gdy rok temu wynosił zaledwie 1,04. Bankowi przybyło w ciągu roku 0,5 mln klientów, łącznie ma ich teraz 1,5 mln. Są to jednak klienci, którzy przychodzą do sieci po określone produkty (kredyty, lokaty). Getin Bank ma tylko 180 tys. rachunków bieżących, z czego 100 tys. stanowią rachunki e – Getin. M. Handzlik zapowiada, że w ciągu roku wskaźnik sprzedaży krzyżowej wzrośnie do poziomu 2,5 – 2,7, znacznie wzrośnie również liczba klientów posiadających w banku rachunki bieżące. Ich promocja ma zacząć się już po fuzji Getin Banku i Noble Banku. Ambitne plany. Wierzymy w ich realizację, jednak być może nie w tak szybkim tempie. Co do marek hipotecznych trudno na obecną chwilę spekulować. O ile w przypadku Metrobanku jest to raczej marka, która nie ma własnej sieci, to w przypadku DomBanku, kilkadziesiąt placówek jest wykorzystywane tylko w celu sprzedaży jednego produktu. Uważamy, że abstrahując od losów marki, sieć placówek, zgodnie z nowym kierunkiem rozwoju banku powinna zostać bardziej wszechstronnie wykorzystana.

Getin Bank ma umowę na finansowanie sieci dealerskiej GM Poland i Chevrolet Polska

Getin Bank podpisał umowę na finansowanie sieci dealerskiej General Motors Poland i Chevrolet Polska (łącznie 100 punktów sprzedaży) i spodziewa się wzrostu wartości kredytów samochodowych i leasingu o ponad 250 mln PLN rocznie. W 3Q09 wartość udzielonych kredytów samochodowych sięgnęła w GB 394 mln PLN (496 mln PLN rok wcześniej). Po 9 miesiącach tego roku wartość udzielonych kredytów sięgnęła 1,21 mld PLN (1,39 mld PLN rok wcześniej). Rozwój sieci sprzedaży. Uważamy, że mocne ograniczenie sprzedaży kredytów w Getin Banku będzie miało miejsce przede wszystkim w obszarze kredytów gotówkowych ze względu na wysokie koszty ryzyka w tym obszarze.



Noble Bank – Sprzedaż produktów strukturyzowanych

Od 1Q09 do końca 3Q09, bank zebrał struktury o wartości 578 mln PLN (+90% R/R). Najlepszy pod tym względem okazał się 3Q09, gdzie sprzedano 230 mln PLN instrumentów strukturyzowanych. Zapowiedź kolejnych dobrych wyników prowizyjnych w Noble Banku. Nie przełożą się jednak w całości na wynik Getin Holding ze względu na wyłączenia konsolidacyjne.

Krzysztof Rosiński prezesem połączonego Noble Banku i Getin Banku

Obecny prezes Noble Banku Jarosław Augustyniak jest kandydatem na pierwszego wiceprezesa połączonego banku. Rada nadzorcza Noble Banku powołała do składu zarządu Krzysztofa Rosińskiego oraz Radosława Stefuraka powierzając im funkcje członków zarządu z dniem 31 października. Jednocześnie złożyli oni rezygnację z funkcji członków RN Noble Banku. W zarządzeniu nie znalazł miejsca Michał Handzlik. Poza tym, skład osobowy zaangażowany w zarządzanie podmiotami nie ulegnie dużym zmianom.

Noble Bank – Rozwiązanie umowy inwestycyjnej

Noble Bank rozwiązał umowę inwestycyjną z trzema menedżerami oraz spółką Factor Management Team zawartą 28 lipca 2008. Ponadto NB na podstawie zapisów porozumienia zawarł także z FMT odrębną warunkową umowę sprzedaży 100% imiennych akcji Introfactor S.A. Transakcja może dojść do skutku do dnia 30 stycznia 2010, pod warunkiem spłaty w tym terminie kredytu obrotowego zaciągniętego w NB przez Introfactor. Konsekwencja połączenia z Getin Bankiem, w którym od dłuższego czasu działa pion skierowany na factoring. Rozwijanie drugiego biznesu od podstaw nie ma sensu w świetle fuzji.



Handlowy (Trzymaj)

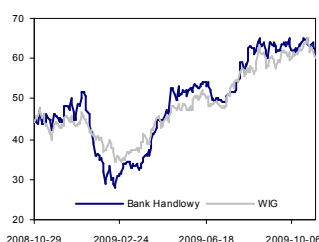
Cena bieżąca: 61,3 PLN Cena docelowa: 59,5 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 204,4	1 365,8	13,4%	1 538,1	12,6%	1 493,2	-2,9%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%		3,7%		3,7%		MC (cena bieżąca)	8 009,4
WNDB	2 447,1	2 312,8	-5,5%	2 390,0	3,3%	2 306,8	-3,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,3	909,6	-8,1%	1 006,4	10,6%	893,0	-11,3%		
Zysk brutto	1 034,2	759,2	-26,6%	460,5	-39,3%	514,8	11,8%		
Zysk netto	824,2	600,4	-27,2%	356,9	-40,6%	411,8	15,4%		
ROE	15,0%	10,7%		6,1%		6,8%		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/E	9,7	13,3		22,4		19,4		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	39,3%
D/PS	4,1	4,8		0,0		1,9		Max (52 tyg.)	65,0
Dyld (%)	6,7	7,7		0,0		3,1		Min (52 tyg.)	28,0

* przed kosztami rezerw



Tegoroczny zysk netto zostanie istotnie wsparty przez zdarzenie jednorazowe jakim jest zwrot nadpłaconych podatków w latach 2005 – 2008 (118 mln PLN wpływu na wynik brutto). Wpływie to istotnie na tegoroczny zysk, przekładając się na poziom dywidendy. Po publikacji wyników za 3Q09, skorygujemy nasze prognozy dla Banku Handlowego. Poza zwrotem podatków, fundamentalnie wyniki banku nie będą odbiegały znacznie od naszych prognoz. Podtrzymujemy opinię, że Bank Handlowy jest mniej atrakcyjny na tle ING BSK. Obecnie wycena rynkowa Banku Handlowego wykazuje około 4% potencjału spadkowego względem naszej ceny docelowej. Biorąc to pod uwagę, jak również perspektywę wyższej dywidendy podnosimy rekomendację z redukcji do trzymaj.

One – off w wynikach 3Q09

Bank zwróci się do fiskusa o zwrot nadpłaty podatku od towarów i usług za lata 2005 – 2008 w wysokości 118 mln PLN. Będzie to miało pozytywny wpływ na wyniki 3Q09. Uwzględniliśmy tę kwotę w prognozie na 3Q09. W związku z tym w najbliższym czasie uwzględnimy to również w prognozach na 2009 rok. Podniesie to całoroczny zysk, zatem zwiększy potencjał do wypłaty dywidendy z Banku Handlowego. W przeliczeniu na 1 akcję (95,6 mln PLN wpływu na zysk netto) daje to ponad 0,73 PLN, co naszym zdaniem w całości zostanie wypłacone na rzecz akcjonariuszy.

Zadłużenie na kartach kredytowych stabilne, jakość tych kredytów się poprawia

Bank Handlowy ocenia, że dzięki zmianom w strategii sprzedaży kart kredytowych, jakość kredytów na kartach się poprawiła, a stopień zadłużenia klientów pozostaje stabilny. Bank spodziewa się, że w portfelu kart kredytowych nadal będzie rósł udział kart partnerskich. Po rewizji strategii sprzedaż kart kredytowych w drugiej połowie 2009 roku może być niższa niż w pierwszej połowie roku, kiedy wyniosła 120 tys. Może to sygnalizować powoli malejące koszty ryzyka kredytowego.



ING BSK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 652 PLN

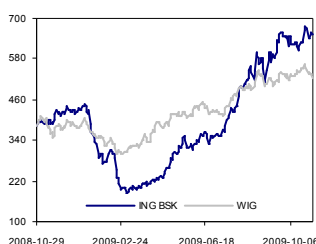
Cena docelowa: 696 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 047,9	1 152,0	9,9%	1 451,3	26,0%	1 573,8	8,4%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%		2,1%		2,3%		MC (cena bieżąca)	8 482,5
WNDB	2 008,5	2 060,5	2,6%	2 615,0	26,9%	2 753,1	5,3%	Free float	18,5%
Wynik operacyjny*	640,2	580,4	-9,3%	1 102,4	89,9%	1 184,1	7,4%		
Zysk brutto	787,0	563,1	-28,5%	756,4	34,3%	852,4	12,7%		
Zysk netto	630,7	445,4	-29,4%	600,4	34,8%	676,6	12,7%		
ROE	16,6%	11,1%		13,3%		13,1%		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/E	13,4	19,0		14,1		12,5		Zmiana ceny: 6m	102,5%
P/BV	2,2	2,0		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	65,1%
D/PS	27,9	11,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	675,0
Dywid (%)	4,3	1,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	182,1

* przed kosztami rezerw



Duża liczba klientów detalicznych (głównie depozytowych), zapewniła bankowi stabilność źródeł finansowania w okresie wojny depozytowej i obroniła przed odpływem środków, nawet mimo znacznego dyskonta w ofercie banku względem największej konkurencji (OKO od sierpnia oprocentowane jest na 3,25%, konto oszczędnościowe w PKO BP daje od 3,75% do 4,5%). Po stronie aktywnej przeważa portfel kredytów korporacyjnych, gdzie nawet na udzielonych już kredytach banki mają możliwość renegocjacji marży (w przypadku kredytów hipotecznych nie jest to praktycznie możliwe). Płynny bilans daje też uprzywilejowaną pozycję przy nowej akcji kredytowej (wysokie marże). Jednocześnie historycznie konserwatywnie nastawiony do ryzyka bank, nie ponosi istotnych strat kredytowych. Uważamy, że trendy te będą sprzyjać ING BSK w kolejnych kilku kwartałach, co wyróżni go na tle konkurencji. Bank wyceniany jest przy P/E'10 na poziomie 12,5, co przekłada się na najniższy wskaźnik w sektorze. Bank ma 24% dyskonta względem mediany wskaźników dla innych banków, w tym 16% dyskonta względem PKO BP i Pekao. Uważamy, że taka skala dyskonta jest nieuzasadniona. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prezes Bartkiewicz optymistycznie o 2010 roku

Zdaniem prezesa ING BSK, w 2010 roku zysk polskich banków może okazać się rekordowy i przekroczy prawdopodobnie 13,9 mld PLN z 2008 roku. Głównym czynnikiem poprawy będzie wyższy wzrost gospodarczy. Od końca br. należy oczekiwać również przyspieszenia akcji kredytowej. Dynamika przyrostu depozytów zmaleje, bo klienci indywidualni będą inwestować w TFI, a firmy wykorzystają środki na CAPEX. Prezes jako mało prawdopodobny ocenia wzrost wskaźnika złych kredytów do 10% z obecnych 7%. Nie jesteśmy tak optymistyczni. Uważamy, że rekordowe zyski z 2009 roku uda się pobić dopiero w 2011 roku. Oczekujemy jednak, że zyski w przyszłym roku odrobą znaczną część tegorocznych spadków. Realizacja scenariusza przedstawionego przez prezesa ING BSK wyznaczałby pozytywny scenariusz dla banków giełdowych.

Rezygnacja prezesa banku z dniem 1 stycznia 2010

Od początku przyszłego roku, odchodzi dotychczasowy prezes banku, Brunon Bartkiewicz. Złożył rezygnację ze stanowiska w związku z objęciem funkcji w Grupie ING. Odejście w związku z rozwojem kariery w grupie ING (obejmuje kierownictwo nad ING Direct w Anglii, Francji, Włoszech i Hiszpanii). Prezes jeszcze ponad dwa miesiące pozostanie na swoim stanowisku. Elementem niepewności jest brak informacji nt. nowego prezesa banku. Biorąc pod uwagę fakt, że zmiany te były planowane w grupie, bank powinien mieć już kandydata.

Potwierdzenie rating'ów banku

Agencja Fitch potwierdziła długoterminowy rating ING BSK na poziomie A z perspektywą stabilną. Jednocześnie pozostawiła niezmienione pozostałe ratingi: krótkoterminowy: F1, rating indywidualny: C, rating wsparcia: 1. Potwierdzenie jest konsekwencją rewizji ratingów grupy ING, po ogłoszeniu przez nią planów podziału działalności ubezpieczeniowej i bankowej.



Kredyt Bank (Trzymaj)

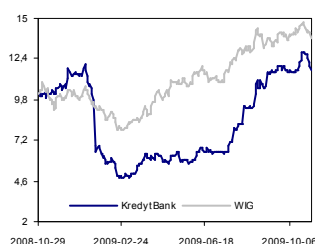
Cena bieżąca: 11,7 PLN Cena docelowa: 11,76 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	871,5	1 059,9	21,6%	1 055,8	-0,4%	1 094,4	3,7%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%		2,7%		2,6%		MC (cena bieżąca)	3 178,4
WNDB	1 360,2	1 585,9	16,6%	1 536,7	-3,1%	1 571,7	2,3%	Free float	9,4%
Wynik operacyjny*	468,1	531,3	13,5%	570,2	7,3%	603,9	5,9%		
Zysk brutto	499,7	421,1	-15,7%	36,8	-91,3%	145,1	294,6%		
Zysk netto	388,3	324,9	-16,3%	29,4	-90,9%	116,0	294,6%		
ROE	17,9%	13,2%		1,1%		4,2%		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/E	8,2	9,8		108,1		27,4		Zmiana ceny: 6m	89,0%
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	17,0%
D/PS	0,4	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,8
Dyid (%)	3,2	4,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,8

* przed kosztami rezerw



Mocny wynik operacyjny w pierwszej połowie roku (+24% R/R), to efekt dużej optymalizacji wydatków jakiej dokonał bank (koszty ogółem spadły 3% R/R). Jednocześnie, mimo spadku marży odsetkowej netto (2,6% vs. rok temu 3,4%) bank notuje wzrost wyniku odsetkowego (+5% R/R) na bazie rosnących aktywów (efekt ekspansji kredytowej zwiększył aktywa o 36% R/R). Niskie przychody prowizyjne pozostają największym potencjałem w banku (marża prowizyjna na aktywach 0,8% vs. średnia ważona dla innych banków 1,6%). Dzięki dobrym wynikom operacyjnym bank zdołał osiągnąć zysk po pierwszym półroczu. Uważamy, że koszty ryzyka pozostaną na podwyższonym poziomie w drugiej połowie 2009 i w 2010 roku, jednak bank zdoła wypracować zyski dzięki potencjałowi do ograniczania wydatków. Przed nami wyniki 3Q09, które znajdują się pod presją kosztów ryzyka kredytowego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



Millennium (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,6 PLN Cena docelowa: 5,3 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	819,9	1 181,3	44,1%	627,1	-46,9%	918,2	46,4%	Liczba akcji (mln)	849,2
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%		1,4%		2,0%		MC (cena bieżąca)	3 880,8
WNDB	1 648,2	1 827,5	10,9%	1 411,8	-22,7%	1 655,4	17,3%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	651,1	657,0	0,9%	391,8	-40,4%	653,4	66,8%		
Zysk brutto	584,6	521,8	-10,7%	51,5	-90,1%	296,5	475,6%		
Zysk netto	461,6	413,5	-10,4%	41,7	-89,9%	240,2	475,6%		
ROE	19,5%	15,5%		1,5%		8,1%		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/E	8,4	9,4		93,0		16,2		Zmiana ceny: 6m	92,8%
P/BV	1,5	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	22,2%
D/PS	0,2	0,2		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	3,7	4,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4

* przed kosztami rezerw



Bank Millennium będzie jednym z największych beneficjentów poprawy sytuacji na rynku finansowania w przyszłym roku. Spadek kosztu refinansowania walutowego portfela kredytów hipotecznych, schyłek wojny depozytowej oraz stopniowa poprawa marży kredytowej pozwolą poprawić marżę w kolejnych kwartałach i znacznie poprawić wynik odsetkowy w przyszłym roku. Podobnie jak Kredyt Bank bardzo agresywnie zwiększał sumę bilansową przez ostatnie lata (CAGR'08/05 29%) pozyskując nowe wolumeny. Są to wprawdzie najmniej rentowne kredyty hipoteczne, jednak obecny zwrot na posiadanych aktywach (ledwie 0,1%) nie odzwierciedla potencjału banku. W sytuacji gdy na dalszy plan odsuwa się widomo poważnych strat kredytowych, a nerwowość na rynku międzybankowym jest znacznie mniejsza, można oczekiwać poprawy ROA w kolejnych latach. Pozytywnie postrzegamy średnioterminowe perspektywy dla Banku Millennium, jednak przed nami trudny kwartał. Oczekujemy straty netto w 3Q09 w wysokości 5 mln PLN. Nie wpływa to istotnie na naszą ocenę banku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



Pekao (Trzymaj)

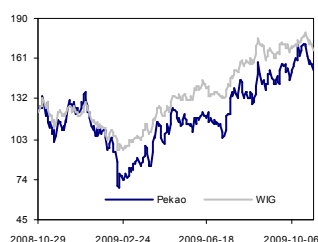
Cena bieżąca: 152,5 PLN Cena docelowa: 154,4 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Wynik odsetkowy	4 323,0	4 509,5	4,3%	3 799,1	-15,8%	4 214,0	10,9%	Liczba akcji (mln) 262,2
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca) 39 987,4
WNDB	8 314,2	7 578,2	-8,9%	7 130,7	-5,9%	7 616,2	6,8%	Free float 36,7%
Wynik operacyjny*	4 509,5	4 535,0	0,6%	3 475,4	-23,4%	3 903,8	12,3%	
Zysk brutto	4 342,4	4 346,0	0,1%	2 860,5	-34,2%	3 295,3	15,2%	
Zysk netto	3 547,2	3 528,0	-0,5%	2 304,0	-34,7%	2 656,2	15,3%	
ROE	23,1%	23,0%		13,5%		14,0%		Zmiana ceny: 1m 4,5%
P/E	11,3	11,3		17,4		15,1		Zmiana ceny: 6m 33,4%
P/BV	2,7	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m 21,5%
D/PS	9,0	9,6		0,0		4,4		Max (52 tyg.) 172,0
Dyield (%)	5,9	6,3		0,0		2,9		Min (52 tyg.) 67,9

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że w drugiej połowie roku koszty ryzyka wzrosną (do tej pory koszty ryzyka w Pekao w znacznym stopniu odbiegały od tego co pokazywały inne banki), a potencjał do ponadprzeciętnych wyników handlowych będzie mały. Płynny bilans (kredyty/depozyty 88%), współczynnik wypłacalności na poziomie 13,07% (Tier I) i duża siła rynkowa w zakresie obniżenia kosztu finansowania (drugi największy bank detaliczny, największy bank korporacyjny) są wsparciem dla wyników operacyjnych banku. Potencjałem w kolejnych kwartałach staje się ekspozycja na rynki kapitałowe (największe fundusze inwestycyjne w grupie), co powinno wspierać wzrost wyniku prowizyjnego. Wszystko to było wsparciem dla kursu Pekao w ostatnich miesiącach. Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje już perspektywę poprawy wyników w Pekao. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



PKO BP (Trzymaj)

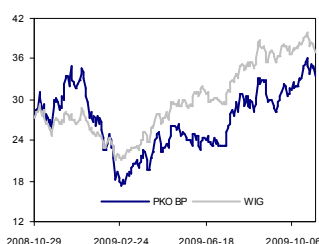
Cena bieżąca: 33,5 PLN Cena docelowa: 32 PLN

Analitik: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-24

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	4 646,6	6 127,3	31,9%	4 835,6	-21,1%	5 490,1	13,5%	Liczba akcji (mln)	1 300,0
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%		3,2%		3,3%		MC (cena bieżąca)	43 550,0
WNDB	7 444,7	9 096,7	22,2%	8 387,0	-7,8%	9 018,7	7,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	3 661,5	5 092,1	39,1%	4 156,1	-18,4%	4 785,2	15,1%		
Zysk brutto	3 609,2	3 977,3	10,2%	2 587,6	-34,9%	3 069,6	18,6%		
Zysk netto	2 903,6	3 120,7	7,5%	2 088,6	-33,1%	2 480,5	18,8%		
ROE	26,4%	24,1%		12,5%		12,4%		Zmiana ceny: 1m	7,0%
P/E	11,5	10,7		20,9		17,6		Zmiana ceny: 6m	29,9%
P/BV	2,8	2,4		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	16,0%
D/PS	1,0	1,1		1,5		1,2		Max (52 tyg.)	36,0
Dyld (%)	2,9	3,3		4,5		3,4		Min (52 tyg.)	17,4

* przed kosztami rezerw



Współczynnik wypłacalności 11,21% po 2Q09, lider segmentu detalicznego, największa siła pozyskiwania udziałów w rynku depozytów detalicznych zostały już zdyskontowane w wycenie rynkowej. Uważamy, że fundamenty na jakich swoją pozycję buduje PKO BP pozostaną niezachwiane i podtrzymujemy opinię, że nawet realizacja negatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku bankowym nie zagraża bazie kapitałowej banku (odpisy na kredyty, które byłyby na poziomie całego wyniku operacyjnego przed rezerwami musiałyby sięgnąć prawie 4%). Emisja 250 mln akcji PKO BP przy cenie 20,5 PLN/akcję wyznaczyła wycenę teoretycznego prawa poboru w dniu ich odcięcia na 2,58 PLN/akcję. In plus postrzegamy mniejszą skalę rozwodnienia EPS i BVPS (emisja 250 mln akcji, a nie 300 mln akcji). W najbliższym raporcie skorygujemy założenia w modelu. Nie ma to jednak wpływu na naszą rekomendację. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

MSP oczekuje zaliczki na poczet dywidendy za 09 - prospekt PKO BP

PKO BP w prospekcie emisyjnym napisało, że w jego ocenie Ministerstwo Skarbu Państwa oczekuje, iż bank wypłaci zaliczkę na poczet przewidywanej dywidendy za 2009 rok w wysokości stanowiącej połowę zysku osiągniętego w 1H09. Bank poinformował, że wypłata zaliczki będzie wymagała m.in. uzyskania zezwolenia KNF na zmianę statutu (w zakresie pozwalającym zarządowi podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy zaliczkowej) oraz rejestracji w KRS odpowiednich zmian statutu. 29 października powiedział, że nie podjęło jeszcze decyzji w sprawie ewentualnej wypłaty dywidendy zaliczkowej z zysku PKO BP. Zysk netto (jednostkowy) banku PKO BP w 1H09 sięgnął 1288,9 mln PLN. Wypłata połowy daje 0,52 PLN/akcję. W naszych prognozach długoterminowych zakładamy, że dywidenda zaliczkowa sięgnie 0,5 mld PLN (0,4 PLN/akcję). Powodzenie emisji akcji raczej przesądza naszym zdaniem perspektywę decyzji o wypłacie dywidendy zaliczkowej. Aby dywidenda została wypłacona jeszcze w tym roku, zarząd musi ogłosić decyzję przed końcem listopada. Zgodnie z trybem przewidzianym przez kodeks spółek handlowych, zarząd musi uzyskać akceptację rady nadzorczej i ogłosić decyzję co najmniej cztery tygodnie przed wypłatą. Dzień dywidendy ma mieć miejsce tydzień wcześniej.

Wzrost depozytów korporacyjnych

J. Myjak, wiceprezes PKO BP poinformował, że depozyty korporacyjne wzrosły do 23 mld PLN na koniec września. Wzrost o blisko 3 mld PLN w ciągu kwartału to bardzo dobry wynik. Bank istotnie zwiększył udziały w rynku depozytów korporacyjnych. Może to wynikać m.in. z faktu, że dla klientów korporacyjnych PKO BP pozostał bankiem aktywnie udzielającym kredytów. Pozytywna informacja.

PKO BP chce utrzymać tempo wzrostu akcji kredytowej

PKO BP, dzięki środkom z emisji, chce utrzymać dotychczasową dynamikę wzrostu akcji kredytowej. Bank liczy jednak, że wskaźnik kredytów do depozytów nie przekroczy 100%. Portfel kredytów wzrósł o 26% R/R, jednak już tylko o nieco ponad 1% Q/Q. Od początku roku portfel wzrósł o prawie 7%. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów o prawie 12% w PKO BP w tym roku (znacznie powyżej oczekiwań wobec rynku). Uważamy, że utrzymanie tempa wzrostu portfela powyżej 20% R/R jest niemożliwe ze względu na niższy przyrost bazy depozytowej.

Sprzedaż kredytów w segmencie detalicznym

Poinformowano, że w 3Q09 sprzedaż przez PKO BP kredytów hipotecznych wyniosła 3,2 mld PLN, kredytów detalicznych prawie 2,5 mld PLN, a kredytów dla małych i średnich firm prawie 2 mld PLN. PKO BP sprzedawało w październiku kredyty hipoteczne za ponad 1 mld PLN. W 3Q09, średnio sprzedawano około 1 mld PLN w ciągu miesiąca. Jednocześnie w październiku

sprzedano kredyty gotówkowe o wartości około 800 mln PLN. Przyzwoite dane sprzedażowe, wskazujące na utrzymanie się wolumenów sprzedaży w relacji do wyników 3Q09. Kluczowym czynnikiem z perspektywy kredytów detalicznych jest ocena ryzyka kredytowego i grupa docelowa klientów. Większość banków zastrzyła obecnie politykę kredytową na tyle, że spadają wolumeny sprzedaży. Wychodzenie poza bazę klientów z ofertą takiego rodzaju produktów wiąże się z wyższym ryzykiem.

PKO BP nadal prowadzi rozmowy w sprawie dokapitalizowania Kredobanku

Rozmowy w sprawie dokapitalizowania ukraińskiego Kredobanku są prowadzone z ukraińskim bankiem centralnym i dużą międzynarodową instytucją finansową. Ostateczne decyzje nie zapadły, ale w grę wchodzi zarówno dokapitalizowanie spółki, jak i pożyczka podporządkowania w grupie lub z zewnątrz. Bank w prospekcie emisyjnym zaznaczył m.in., że 6% środków z emisji (około 300 mln PLN) może zostać przeznaczone na dokapitalizowanie jednostek zależnych. Plany dokapitalizowania jednostek zależnych nie muszą ograniczać się tylko do Kredobanku, jednak należy brać pod uwagę taki scenariusz. Ekspozycja na ukraiński bank nie przynosi PKO BP żadnych korzyści. Nie ma to jednak wpływu na wyniki całej grupy kapitałowej.

Kredyt dla FUS

Według nieoficjalnych informacji bank w konsorcjum z dwoma innymi bankami udzielił kredytu obrotowego na rzecz FUS o wartości 2,5 mld PLN (udział PKO BP na poziomie 1,7 mld PLN) na okres roku. Kredyt ma poprawiać płynność funduszu. Według nieoficjalnych komentarzy PKO BP stanęło w przetargu razem z Nordea, a jedynym konkurentem był Pekao.

Promesa finansowania klienta na 2,9 mld PLN

Bank podjął działania zmierzające do zawarcia z klientem banku transakcji finansowania na kwotę 2,9 mld PLN, polegającą na przyrzeczeniu zawarcia warunkowego lub bezwarunkowego zakupu skarbowych papierów dłużnych na określonych warunkach cenowych i operacyjnych. Warunkiem jest pozyskanie zgód korporacyjnych oraz podpisanie przez bank i klienta stosownej umowy. Prasa spekulowała, że może chodzić o PZU, które stara się zgromadzić gotówkę na dywidendę.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Lukoil zamyka rafinerię w Odessie

Zarząd Lukoila zdecydował o zaprzestaniu na czas nieokreślony produkcji w swojej rafinerii w Odessie z uwagi na wstrzymanie przez ukraińską spółkę Ukrtransnafta dostaw ropy do tego zakładu rurociągiem Lischansk-Kremenchug. Proponowana przez ukraińskiego operatora alternatywna trasa (rurociągiem z Brodów) podwyższyłaby zdaniem Lukoila koszty transportu o około 0,8 USD/Bbl i doprowadziłaby do strat rafinerii. Obniżenie podaży paliw w regionie może pozytywnie wpłynąć na premię lądową polskich rafinerii, choć zdolności przerobowe zakładu w Odessie nie są duże (2,8 mln ton). Poziom marży na jakiej pracuje ten zakład (komunikat implikuje poziom poniżej 0,8 USD/Bbl) wskazuje, że w przypadku utrzymania się obecnych trudnych warunków rynkowych wiele podobnych mniejszych rafinerii będzie musiało wstrzymać produkcję.

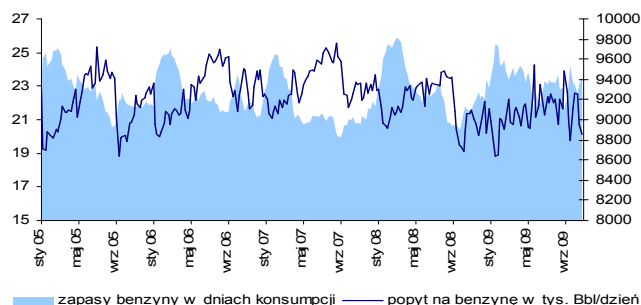
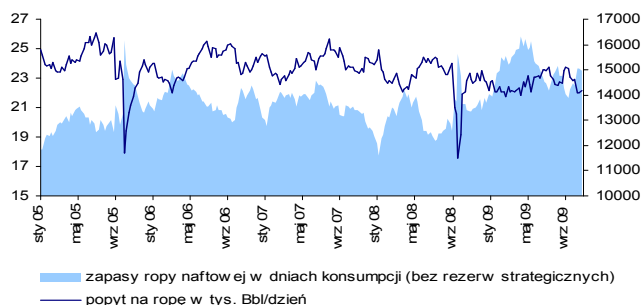
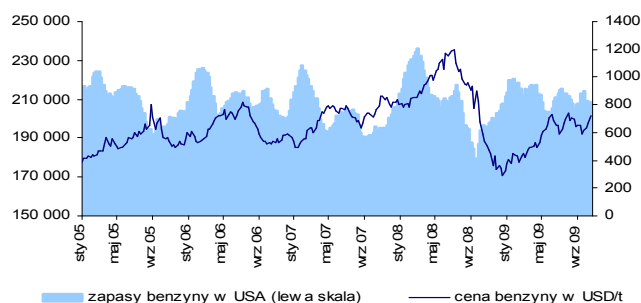
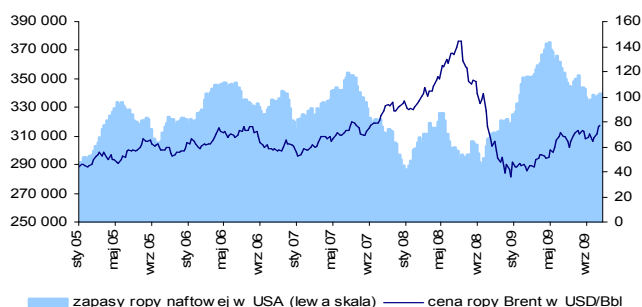
Plany budowy rurociągu produktowego na Białoruś

PERN analizuje projekt budowy 10 km rurociągu produktowego od granicy z Białorusią do bazy paliwowej w Małaszewiczach, który mógłby rocznie transportować około 2 mln m³ diesla z białoruskiej rafinerii Mozyr, co osłabiłoby pozycję polskich koncernów paliwowych. Obecnie roczna konsumpcja ON w Polsce sięga około 13,2 mln m³, z czego ponad 30% jest importowane (w tym 0,5 mln m³ z Białorusi). Uruchomienie rurociągu oznaczałoby więc dodatkowy wolumen na poziomie 1,5 mln m³. Wpływ tej inwestycji na premię geograficzną realizowaną przez polskie rafinerie mógłby być więc istotny (większy problem miałby Lotos, który działa przede wszystkim w hurcie i planuje zwiększenie produkcji ON w 2011 roku o ponad 2 mln m³), aczkolwiek wydaje się że zarówno Orlen jak i Lotos będą zabiegały o przejęcie kontroli nad dodatkowymi wolumenami (sami będą kupować to paliwo i później dystrybuować w kraju). W tym kontekście rurociąg nie powinien psuć rynku i raczej wpłynie tylko na spadek importu z innych kierunków.

Okres sezonowych przestojów, wzrost popytu na diesla

W październiku amerykańskie rafinerie tradycyjnie rozpoczęły przygotowania do sezonu zimowego, co przełożyło się na wzrost liczby przestojów i spadek średniego poziomu wykorzystania mocy w relacji do września aż o 4 punkty procentowe do 82%. Mniejsze zapotrzebowanie na surowiec w rafineriach przełożyło się na wzrost zapasów ropy, aczkolwiek przyrost m/m wyniósł tylko 0,4%, gdyż został zamortyzowany przez spadek średniego dziennego importu o 5%. Niższa produkcja wpłynęła ponadto na obniżenie zapasów paliw gotowych (benzyny o 1,4%, a średnich destylatów o 1,9%), choć w przypadku frakcji diesla nie bez znaczenia był także obserwowany wzrost popytu o 4,9% m/m. Generalnie jednak, dane fundamentalne z amerykańskiego rynku paliwowego odgrywały w październiku mniejszą rolę w kształtowaniu się cen ropy, na które przede wszystkim wpływ miało osłabienie dolara i pozytywne odczyty makro z najważniejszych gospodarek świata. Z punktu widzenia rafinerii ostatnie tygodnie przyniosły tylko symboliczną poprawę marż i dyferencjału.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



CEZ (Trzymaj)

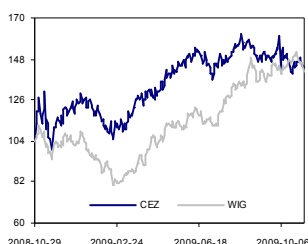
Cena bieżąca: 143,8 PLN

Cena docelowa: 140,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn CZK)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	174 563,0	181 638,0	4,1%	184 029,2	1,3%	181 819,4	-1,2%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	72 469,0	87 253,0	20,4%	89 223,6	2,3%	86 657,0	-2,9%	MC (cena bieżąca)	77 362,9
marża EBITDA	41,5%	48,0%		48,5%		47,7%		EV (cena bieżąca)	98 926,7
EBIT	50 303,0	65 163,0	29,5%	65 984,7	1,3%	61 535,3	-6,7%	Free float	29,3%
Zysk netto	41 555,0	46 510,0	11,9%	50 343,4	8,2%	47 079,2	-6,5%		
P/E	11,5	11,2		9,4		10,1		Zmiana ceny: 1m	-4,8%
P/CE	7,5	7,6		6,4		6,6		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	2,8	3,0		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	58,4%
EV/EBITDA	7,6	7,1		6,8		7,2		Max (52 tyg.)	161,1
Dyid (%)	2,3	4,5		5,7		6,1		Min (52 tyg.)	99,5



Akcje CEZ w październiku zachowywały się gorzej od indeksu WIG20 (-5,5% vs. +3,8%), a od naszej ostatniej rekomendacji redukuj kurs spadł już o 7% i obecnie jest już bliski naszej ceny docelowej, stąd podnosimy zalecenie do trzymaj. Zwracamy jednak uwagę, że wyniki za 3Q raczej nie zaskoczą in plus (spadek cen spotowych energii w Czechach o 12% q/q, nadal presja na wolumeny), a dodatkowo na niekorzyść Spółki może przemawiać oczekiwany wzrost długu netto w związku z przeprowadzonymi akwizycjami i zaksięgowaniem wypłaty dywidendy. Niewykluczone jednak, że potencjalna negatywna reakcja na raport za 3Q mogłaby stanowić okazję do akumulowania akcji w przypadku większej przeceny.

Odkupienie pozostałych udziałów w rumuńskich spółkach

Po sfinalizowaniu we wrześniu transakcji odkupienia od rumuńskiej agencji prywatyzacyjnej 30% pakietów akcji w spółkach CEZ Vanzare i CEZ Distributie (do tej pory posiadał w nich 51% udziałów w wyniku zakupu spółki ODC Oltenia w 2005 roku), CEZ podpisał także umowę na zakup pozostałych 19% od spółki Electrica. Cena za ten pakiet to 145,36 mln EUR. Płacona cena koresponduje z wartością wcześniejszej transakcji odkupu 30%. Tak jak pisaliśmy wcześniej, wysoka waluacja tych udziałów wynika z wysokiego stanu gotówki w rumuńskich spółkach (netto około 190-200 mln EUR, czyli około 30% skonsolidowanych środków pieniężnych Grupy CEZ). Po oczyszczeniu o gotówkę netto, zapłacona cena w relacji do liczby punktów odbiorczych wynosi 415 EUR, a skorygowane P/E'08 9,9, czyli zgodnie z wycenami rynkowymi.

Przedłużenie przestoju bloku w Temelinie

CEZ poinformował, że ponowne uruchomienie bloku nr 1 w elektrowni w Temelinie zostało jeszcze raz przesunięte. Wcześniej Spółka planowała, że nastąpi to 18 października czyli z tygodniowym opóźnieniem wobec pierwotnego harmonogramu. Dodatkowe 2 tygodnie przestoju bloku może negatywnie przełożyć się na wynik 4Q'09, ale nie powinna to być znaczna kwota. Biorąc pod uwagę niższe zapotrzebowanie na energię i niższe ceny, efekt ten można szacować na 300-350 mln CZK.

Złożone oferty na spółki dystrybucyjne w Turcji

Według tureckiej agencji prywatyzacyjnej CEZ za pośrednictwem swojej spółki zależnej Akenerji (37,4% udziałów) złożył oferty zakupu trzech spółek dystrybucyjnych, które łącznie posiadają około 8,5% tureckiego rynku. Obecnie CEZ wraz z lokalnym partnerem kontroluje już turecką spółkę dystrybucyjną SEDAS (po 50%), która dostarcza około 8 TWh energii rocznie. Przekładając cenę płaconą za SEDAS (za udział w rynku) na te 3 podmioty można szacować wartość całej transakcji na 0,9-1 mld USD, z czego CEZ musiałby sfinansować prawdopodobnie połowę. Trudno jednak dokładnie szacować w tym momencie ewentualną cenę, gdyż nie znamy żadnych szczegółów na temat tych spółek.

Złożenie oferty na GESO

Zarząd CEZ poinformował, iż Spółka złożyła ofertę zakupu niemieckiej firmy GESO, która zajmuje się dostawami energii elektrycznej (10,5 TWh rocznie czyli 31% tego co CEZ dystrybuje w Czechach) oraz gazu ziemnego (11,4 TWh rocznie, czyli około 1,05 mld m³) w okolicach Drezna dla około 905 tys. klientów. Sprzedającym jest firma EnBW, która do pozbycia się GESO została zmuszona przez niemieckiego regulatora po zakupie przez nią firmy EWE. Wartość księgowa GESO wynosi 112 mln EUR, ale w księgach EnBW wartość jej aktywów netto sięga 768 mln EUR. Bazując na podstawowych danych finansowych dostępnych na stronie internetowej GESO, wskaźnik P/E dla transakcji wartiej 768 mln EUR wyniósłby dla roku 2008 około 13,5. Dla pełnej oceny tej transakcji potrzeba jednak znacznie więcej informacji.



Złożenie oferty na ENSO

CEZ złożył spółce Vattenfall ofertę odkupienia 21,3% akcji niemieckiej spółki ENSO, która obsługuje około 400 tys. klientów dostarczając im rocznie około 10 TWh energii i 9 TWh gazu ziemnego. Większościowym właścicielem ENSO jest firma GESO (50,1%), której zakupem CEZ także jest zainteresowany. Na razie za wcześnie jest na ocenę tej decyzji gdyż nie znamy żadnych szczegółów oferty. Pakiet akcji w ENSO jest jednym z głównych aktywów koncernu GESO (poza nim GESO jest także właścicielem infrastruktury przesyłu gazu o przepustowości 0,5 mld m³ i posiada 35% akcji w firmie DREWAG dostarczającej finalnym odbiorcom 3,5 TWh energii i 3 TWh gazu ziemnego).



Ciech (Trzymaj)

Cena bieżąca: 39 PLN

Cena docelowa: 41,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 415,0	3 781,3	10,7%	3 658,7	-3,2%	3 885,2	6,2%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	222,3	459,7	106,8%	420,9	-8,4%	466,3	10,8%	MC (cena bieżąca)	1 091,4
marża EBITDA	6,5%	12,2%		11,5%		12,0%		EV (cena bieżąca)	2 742,1
EBIT	43,0	256,4	496,6%	196,1	-23,5%	221,2	12,8%	Free float	35,6%
Zysk netto	-31,7	44,5		37,0	-16,8%	80,4	117,2%		
P/E		24,5		29,5		13,6		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	7,4	4,4		4,2		3,4		Zmiana ceny: 6m	20,3%
P/BV	1,0	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-1,6%
EV/EBITDA	10,2	6,0		6,5		6,0		Max (52 tyg.)	42,7
Dyid (%)	5,4	5,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Opóźnienie w negocjacjach z bankami (termin finalizacji rozmów przesunięty na 15 grudnia) przełoży się prawdopodobnie na wydłużenie procesu prywatyzacyjnego, tak więc ewentualnych wiążących ofert ze strony inwestorów nie poznamy prawdopodobnie przed końcem roku. Wsparcia dla notowań Ciechu nie oczekujemy także po wynikach 3Q, które naszym zdaniem raczej nie przyniosą istotnej poprawy q/q (nadal bez jednorazowych zysków ze sprzedaży kawern Spółka zanotuje stratę operacyjną). W tym kontekście w listopadzie można oczekiwać, że akcje Ciechu będą zachowywały się gorzej od indeksu WIG.

Przedłużenie umowy standstill

Ciech uzgodnił z bankami wydłużenie obowiązywania umowy standstill do 15 grudnia, co powinno pozwolić na dokończenie prowadzonych negocjacji w sprawie konsolidacji zadłużenia Grupy (wcześniej planowano zakończenie rozmów do końca października). W ramach tego procesu Spółka przekazała już bankom prognozy finansowe. W ramach procesu zaangażowanym bankom przekazane zostały pakiety informacyjne obejmujące projekcje finansowe, memorandum informacyjne, raport doradcy rynkowego i warunki finansowania. Rozpoczęło się także prawne due diligence w celu przygotowania do podpisania umów i ustanowienia zabezpieczeń. Informacja zgodna z ostatnimi zapowiedziami Zarządu. Opóźnienie zakończenia negocjacji z bankami wpłynie zapewne także na wydłużenie procesu prywatyzacji, gdyż potencjalni inwestorzy będą czekali na uporządkowanie kwestii długoterminowego finansowania. Według prasowych doniesień pierwotnie MSP oczekiwał na złożenie wiążących ofert do 19 listopada.

Spore zainteresowanie Ciechem

Według doniesień prasowych w procesie prywatyzacyjnym aż 5 firm interesuje się Ciechem. Na ZAK oferty zakupu złożyły 4 podmioty, a na ZAT 3. Z punktu widzenia inwestorów mniejszościowych ważne będą oczywiście szczegóły tych ofert oraz rodzaj inwestora.



Lotos (Trzymaj)

Cena bieżąca: 26,7 PLN

Cena docelowa: 25,8 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 125,1	16 294,7	24,1%	12 977,1	-20,4%	17 350,8	33,7%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	1 019,9	169,2	-83,4%	662,5	291,6%	808,6	22,1%	MC (cena bieżąca)	3 467,6
marża EBITDA	7,8%	1,0%		5,1%		4,7%		EV (cena bieżąca)	9 167,5
EBIT	713,7	-145,8		333,5		399,6	19,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	777,2	-453,9		603,3		242,0	-59,9%		
P/E	3,9			5,7		14,3		Zmiana ceny: 1m	12,2%
P/CE	2,8			3,7		5,3		Zmiana ceny: 6m	57,1%
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	36,9%
EV/EBITDA	3,7	39,2		13,8		12,9		Max (52 tyg.)	29,0
Dyid (%)	1,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,3



Akcje Lotosu zachowywały się w październiku lepiej od indeksu WIG20 i PKN Orlen, prawdopodobnie w oczekiwaniu na bardzo dobre wyniki 3Q'09. W naszych prognozach również oczekujemy bardzo wysokiego zysku netto (472 mln PLN), ale zwracamy uwagę że jakość wyników operacyjnych będzie pozostawiać wiele do życzenia i EBIT będzie głównie budowany przez efekt przeszacowania zapasów. W tym kontekście raport za 3Q może nieco rozczarować. W najbliższym czasie wsparciem dla kursu nie będzie także oczekiwana przez nas zmiana systemu tworzenia rezerw obowiązkowych, gdyż wygląda na to że ostateczne decyzje w sprawie tej ustawy z powodów politycznych są odsuwane w czasie. Tymczasem powoli inwestorzy mogą zwracać większą uwagę na pogorszenie wskaźników EV/EBITDA Lotosu liczonych już na bazie roku 2009 (dług netto na koniec 3Q'09 wyniósł 5,5 mld PLN vs. 3,2 mld PLN na koniec 4Q'08). W tym kontekście oraz mając na uwadze aktualną wycenę rynkową zamykamy już naszą pozytywną rekomendację i wydajemy zalecenie trzymaj.

Strategia wydobywcza na początku 2010 roku

Prezes Lotosu zapowiedział, że na początku 2010 roku, prawdopodobnie w 1Q, Spółka ogłosi nową strategię dla segmentu wydobywczego. Prezes Olechnowicz nie potwierdził, czy Lotos będzie szukał partnera dla tej działalności, ale przyznał że współpraca z doświadczonym w tej dziedzinie koncernem, szczególnie z rejonu Morza Północnego, byłaby korzystna. To może wpisywać się w plany MSP dotyczące zbycia 13,5% pakietu akcji gdańskiego koncernu inwestorowi branżowemu.

Wydłużenie koncesji i przeszacowanie zasobów

Petrobaltic otrzymał decyzję Ministerstwa Środowiska o wydłużeniu koncesji wydobywczej na złożu B8 o 15 lat. Jednocześnie Spółka dokonała przeszacowania zasobów wydobywalnych na tym polu o 30% do 3,5 mln ton ropy. Łącznie zasoby wydobywalne Grupy Lotos wynoszą więc obecnie 6,5 mln ton. W naszym modelu zakładamy, że wydobyte ze złoża B8 pojawi się w roku 2012 i wyniesie 450 tys. ton w skali roku.



PGNiG (Trzymaj)

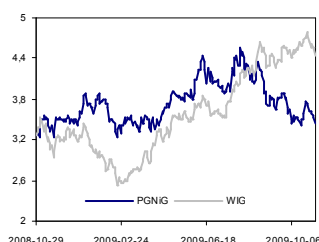
Cena bieżąca: 3,5 PLN

Cena docelowa: 3,67 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 652,1	18 432,0	10,7%	18 448,2	0,1%	18 649,8	1,1%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 291,3	2 264,9	-1,2%	2 760,8	21,9%	3 707,2	34,3%	MC (cena bieżąca)	20 355,0
marża EBITDA	13,8%	12,3%		15,0%		19,9%		EV (cena bieżąca)	21 283,8
EBIT	861,0	839,9	-2,4%	1 194,7	42,2%	1 938,4	62,2%	Free float	15,3%
Zysk netto	915,0	904,6	-1,1%	1 043,3	15,3%	1 560,3	49,5%		
P/E	22,2	22,5		19,5		13,0		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	8,7	8,7		7,8		6,1		Zmiana ceny: 6m	-9,7%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	6,2%
EV/EBITDA	8,3	8,8		7,7		5,6		Max (52 tyg.)	4,6
Dyid (%)	4,9	5,5		2,6		2,6		Min (52 tyg.)	3,2



Obecnie akcje PGNiG są wyceniane blisko naszej ceny docelowej i na razie nie widzimy podstaw do rewizji naszych prognoz oraz podnoszenia rekomendacji. Wyniki za 3Q w naszej opinii nie powinny przynieść znaczących zaskoczeń, aczkolwiek część inwestorów która liczyła już w tym okresie na wymierne zyski z handlu gazem, może być rozczarowana w związku ze spodziewanymi przez nas niskimi wolumenami (efekt sezonowości i niższego popytu odbiorców domowych we wrześniu). Jeśli chodzi o komunikat o podpisanym porozumieniu z Gazpromem w sprawie dodatkowych dostaw to oczywiście eliminuje on ryzyko problemów z obsłużeniem sezonowo rosnącego popytu w 4Q'09 i 1Q'10 (w tych okresach spodziewamy się bardzo wysokich zysków), aczkolwiek rynek może spekulować o konsekwencjach ustalonego wysokiego wolumenu zakupów w formule take or pay.

Porozumienie z Rosjanami

PGNiG 30 października podpisało porozumienie z Gazpromem w sprawie dodatkowych dostaw gazu i przedłużenia kontraktu jamalskiego do 2037 roku (dotychczas był to rok 2022). Uzgodniono również zmiany w zarządzaniu EuRoPolGazem, aczkolwiek żadnych szczegółów Spółka nie podaje. Według prasowych doniesień strona polska zobowiązała się do odbioru począwszy od 2010 roku około 11 mld m³ surowca rocznie. Podpisanie porozumienia to generalnie dobra informacja. Z uwagi jednak na brak szczegółów tej umowy rynek może spekulować o ewentualnych ryzykach, jakie mogą wiązać się z kontraktem z Gazpromem, a więc cenie oraz zobowiązaniach wolumenowych. W 2008 roku import gazu z kierunku wschodniego (Gazprom razem z RUE) wyniósł 9,4 mld m³, a w 1H'09 4,3 mld m³, a więc w tym kontekście podawane przez prasę 11 mld m³ już w 2010 roku wydaje się poziomem wysokim. Jeśli chodzi o formułę cenową to dotychczas PGNiG nie informowało o jakichkolwiek zmianach w tym zakresie.

Prezes o wynikach 3Q i obligacjach

Wiceprezes Sławomir Hinc poinformował, że PGNiG spodziewa się wypracowania zysku netto w 3Q, ale na razie nie może podać więcej szczegółów. Tymczasem, według doniesień Parkietu, całoroczny wynik netto może sięgnąć około 0,5 mld PLN. Prezes Hinc zapowiedział także, iż Spółka wysłała zapytania do banków w celu zbadania ich zainteresowania udziałem w objęciu transzy obligacji o wartości około 2,5 mld PLN. PGNiG chce zamknąć tę emisję do czerwca 2010 roku, gdyż ma ona zrefinansować wygasającą linię kredytową na 600 mln EUR.

Rozpoczęcie prac poszukiwawczych w Egipcie

PGNiG rozpoczyna działalność operacyjną w Egipcie. Spółka będzie prowadziła prace poszukiwawcze na otrzymanej koncesji, gdzie zobowiązała się do poniesienia nakładów rzędu 48 mln USD. Wstępnie potencjał tych złóż szacowany jest na 22 mln ton ropy. Projekt dopiero się rozpoczyna, tak więc ewentualne wyniki prac poszukiwawczych, nie mówiąc o potencjalnej produkcji, to jeszcze odległa perspektywa.

Plany wprowadzenie na giełdę spółek budowlanych

Zarząd PGNiG planuje połączenie w jedną spółkę działających w ramach koncernu firm budowlanych (Naftomet, Naftomontaż, ZRUG, Gazomontaż) i wprowadzenie ich na giełdę. W pierwszym etapie PGNiG mógłby dokapitalizować ten podmiot kwotą kilkunastu mln PLN, co umożliwiłoby jego udział w większych kontraktach i ewentualne przejęcia w branży. Debiut byłby możliwy za kilka lat, ale również po nim PGNiG chciałby zachować większościowy pakiet. Konsolidacja i uporządkowanie operacji w poszczególnych obszarach działalności to dobry kierunek. Skala działalności tych spółek nie jest jednak znacząca w skali Grupy i zapewne w kolejnych latach, mimo zapowiadanych dużych kontraktów ze strony Gaz-Systemu w relatywnym ujęciu nie powinno się to zmienić. Pewnym problemem w kontekście planowanego debiutu byłby fakt, iż PGNiG nadal pozostawałby większościowym udziałowcem tej spółki, co rodziłoby obawy o transferowanie zysków.



PKN Orlen (Kupuj)

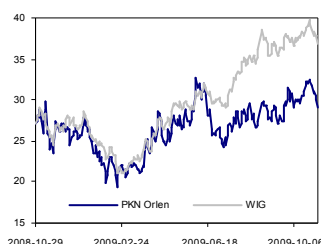
Cena bieżąca: 29,1 PLN

Cena docelowa: 38,2 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-16

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	63 793,0	79 535,2	24,7%	60 200,4	-24,3%	70 868,2	17,7%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	5 035,3	887,6	-82,4%	3 828,9	331,4%	4 336,3	13,3%	MC (cena bieżąca)	12 442,1
marża EBITDA	7,9%	1,1%		6,4%		6,1%		EV (cena bieżąca)	28 293,6
EBIT	2 603,9	-1 603,8		1 151,2		1 600,2	39,0%	Free float	67,3%
Zysk netto	2 412,4	-2 505,7		1 000,6		1 258,7	25,8%		
P/E	5,2			12,4		9,9		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	2,6			3,4		3,1		Zmiana ceny: 6m	9,8%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	4,6%
EV/EBITDA	4,7	31,2		7,4		6,8		Max (52 tyg.)	32,7
Dyid (%)	0,0	5,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,3



Akcje Orlenu w ostatnich tygodniach zachowywały się gorzej od indeksu i innych spółek z branży, mimo pozytywnego w naszej opinii wydźwięku opublikowanego komunikatu o szacunkowych wynikach za 3Q'09. Być może inwestorzy dyskontują scenariusz osłabienia złotego i problemów PKN ze spełnieniem kowenantów na koniec roku, aczkolwiek to nie tłumaczy lepszego performance Lotosu, który przecież ma większą dźwignię na kurs USD/PLN. Niewykluczone, że rynek obawia się także negatywnego rezultatu prowadzonych obecnie negocjacji w sprawie długoterminowych dostaw ropy do rafinerii. Uważamy jednak, że ryzyko w tym zakresie jest ograniczone, gdyż wbrew rynkowym stereotypom dyskonto w cenie hurtowej na rurociągu jest nieznaczne i główna zaleta tego kanału dostaw to koszty transportu, na które obecne negocjacje z Rosjanami nie będą miały wpływu. W tym kontekście uważamy, że ostatnie spadki kursu są okazją do zakupu akcji Orlenu, a wsparciem powinna okazać się spodziewana wysoka jakość wyników za 3Q'09. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wynik wg. LIFO dodatni w 3Q, przeszacowania zapasów na 300 mln PLN

W opublikowanym przez Orlen komunikacie dotyczącym szacunków danych operacyjnych za 3Q'09, Zarząd poinformował że EBIT liczony wg. LIFO będzie dodatni (jest to zgodne z naszymi wstępnymi szacunkami). Jednocześnie efekt przeszacowania zapasów szacowany jest na około 300 mln PLN, co oznacza że można oczekiwać raportowanego zysku operacyjnego na poziomie 400 mln PLN lub wyższym. Ten poziom w kontekście bardzo niesprzyjających warunków w segmencie rafineryjnym oraz przeprowadzanych w tym czasie przestoju remontowych na instalacjach HC i HOG w Płocku (ich wpływ mógł sięgnąć 100-150 mln PLN, gdyż uzysk paliw spadł q/q z 67% do 58%) można uznać naszym zdaniem za dobry rezultat. Na pewno wsparciem dla wyników był segment detaliczny (my szacujemy EBIT na tej działalności na 325 mln PLN), gdyż Orlen ponownie zanotował wzrost sprzedaży wolumenowej na stacjach (+7% q/q i +6% r/r). Ponadto obciążeniem dla skonsolidowanych zysków nie powinien być już segment petrochemiczny (nasze szacunki to +54 mln PLN), głównie dzięki wzrostowi marż (+20% q/q). W komunikacie Orlen umieścił także standardowy zapis o tym, iż w ramach standardowych procedur prowadzone są testy na utratę wartości aktywów, które mogą jeszcze wpłynąć na ostateczne wyniki kwartalne. W poprzednim komunikacie również ten zapis się znalazł, więc nie przesądza on jeszcze żadnych odpisów. Zwracamy uwagę na to, że otoczenie makro w momencie wydawania raportu półrocznego było także niesprzyjające a mimo to audytor nie wymagał dodatkowych aktualizacji wartości aktywów. W tym kontekście ryzyko odpisów w 3Q oceniamy jako niskie.

Zapowiedź bardzo dobrych wyników detalu

Marek Podstawa, dyrektor wykonawczy ds. sprzedaży detalicznej w Orlenie, zapowiada, że 2009 rok powinien być dla segmentu detalicznego rekordowy pod względem osiągniętych wyników. Według niego stacje koncernu dzięki przeprowadzonej modernizacji, cięciom kosztów oraz zwiększeniu udziału w rynku, wypracowują w tym roku bardzo dobre wyniki. Sprzyja temu także pogoda, marże detaliczne oraz wyższa sprzedaż produktów pozapaliwowych. Posiadane przez koncern stacje w Niemczech także wypracowują bardzo dobre wyniki, sieć w Czechach odzyskała pozycję lidera rynku. Ta wypowiedź jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. EBIT segmentu w tym roku szacujemy na 753 mln PLN vs. 625 mln PLN w ubiegłym roku. Ważne z punktu widzenia generowanych przepływów pieniężnych jest także to, że Orlen praktycznie już kończy program modernizacji swoich stacji dzięki czemu obserwujemy znaczący spadek nakładów inwestycyjnych w tym segmencie, co również nie powinno się zmienić w przyszłym roku.

Możejki zmniejszają produkcję

Orlen poinformował, że z uwagi na niskie marże Możejki zmniejszyły wykorzystanie mocy

produkcyjnych do poziomu 70-80% z 95% do tej pory. Według danych za pierwsze półrocze, wskaźnik utylizacji mocy wytwórczych w litewskiej rafinerii wynosił 86% (1Q'09) i 82% (2Q'09), tak więc ten komunikat oznacza, że w 3Q'09 zakład zwiększył produkcję do ponad 90% (częściowo efekt zakończonych remontów). Obniżenie produkcji w 4Q wskazuje, że wyniki rafinerii w ostatnim kwartale roku będą pod dużą presją, ale jest to zgodne z generalnym obrazem sektora. W pierwszym półroczu Możejki wygenerowały stratę operacyjną na poziomie -12 mln PLN, ale po oczyszczeniu o efekt LIFO wyniosłaby ona -282 mln PLN. W 3Q sytuacja na pewno się nie poprawi (spadek marż i dyferencjału), ale trudne makro uwzględniamy w naszych prognozach.

Plany budowy elektrociepłowni

Orlen potwierdził, iż prowadzi rozmowy ze spółkami z branży energetycznej (podobno GdF i EDF) na temat potencjalnej współpracy przy budowie dwóch elektrociepłowni gazowych (w Płocku i Włocławku) o mocy 460 MW każda. Koncepcja budowy tych bloków była przedstawiana już przy publikacji strategii rozwoju koncernu i nie jest zaskoczeniem. Koszt budowy elektrociepłowni może sięgać 2-2,5 mld PLN. Na razie jest to raczej odległa perspektywa i nie uwzględniamy tych projektów w naszym modelu, tym bardziej że nie znamy jeszcze szczegółów, m.in. dotyczących finansowania.

Memoranda z ofertą Anwilu wysłane

Według doniesień prasowych Orlen w połowie października wysłał memoranda inwestycyjne z ofertą sprzedaży Anwilu. Koncern oczekuje, że krótka lista potencjalnych inwestorów powinna być gotowa w listopadzie. Bazując na wskaźnikach EV/EBITDA (mediana dla sektora na lata 2008/10) szacujemy wartość posiadanego przez Orlen 85% na 1,7 mld PLN (po opodatkowaniu na poziomie jednostkowym 1,4 mld PLN). Trudno na tym etapie oceniać prawdopodobieństwo finalizacji tej transakcji w tym roku i poziomu zainteresowania tą ofertą. Warto podkreślić jednak, że Anwil powinien stanowić ciekawą ofertę dla inwestorów branżowych ze względu na integrację surowcową z rafinerią i możliwość rozwijania tej współpracy w przypadku rozbudowy mocy produkcyjnych. Zwracamy także uwagę, na to że przeprowadzona przez nas wycena wskaźnikowa opiera się na danych skonsolidowanych Grupy Anwil, które w tym roku są mocno obniżane przez stratę czeskiej Spolany. Wydaje się więc, że jeśli ta spółka miałaby obniżyć wycenę Anwilu to Orlen raczej będzie chciał ją wydzielić z transakcji. W przyszłym roku koncern planuje wystawienie na sprzedaż swoich dwóch spółek transportowych, które wg. prasy mogą być warte nawet 300 mln PLN. Na podstawie ich wyników za rok 2008, my wyceniamy je raczej na 100-120 mln PLN.

Umowa na dostawy ropy do końca listopada

PKN Orlen negocjuje obecnie długoterminowy kontrakt na dostawy ropy do swoich rafinerii. Rozmowy prowadzone są na tym etapie już tylko z 2 potencjalnymi partnerami, czyli Mercuria Group (dawne J&S) oraz Souz Petroleum (firma, która od kilku miesięcy dostarcza Orlenowi ropę w ramach kontraktów spotowych), choć możliwe że do gry włączy się także 3 pośrednik. Prezes Jacek Krawiec nie wykluczył, że koncern może zmienić strukturę dostaw surowca i kontrakty długoterminowe będą stanowić około 50% wobec obecnych 80%. Spółka aby zapewnić sobie dostawy w przyszłym roku, musi podpisać ostateczne umowy do końca listopada. Prezes potwierdził także, iż jeśli kurs dolara i ceny ropy istotnie się nie zmienią do końca roku, to Spółka powinna spełnić warunki kredytowe bez konieczności sprzedaży Anwilu czy Pokomtela.



Police (Redukuj)

Cena bieżąca: 6,3 PLN

Cena docelowa: 5,9 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 824,2	2 403,6	31,8%	1 581,4	-34,2%	1 441,6	-8,8%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	235,1	230,1	-2,1%	-184,7		110,5		MC (cena bieżąca)	472,5
marża EBITDA	12,9%	9,6%		-11,7%		7,7%		EV (cena bieżąca)	733,0
EBIT	187,5	164,0	-12,5%	-264,8		25,5		Free float	26,2%
Zysk netto	204,0	28,7	-85,9%	-248,1		8,9			
P/E	2,3	16,4				53,3		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	1,9	5,0				5,0		Zmiana ceny: 6m	22,6%
P/BV	0,5	0,5		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-37,6%
EV/EBITDA	1,4	2,1				5,7		Max (52 tyg.)	10,4
Dyid (%)	6,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



W październiku mimo pozytywnej decyzji PKO BP w sprawie kredytu i porozumienia Zarządu ze związkami zawodowymi akcje Polic nie odstawały od szerokiego indeksu. Tymczasem w naszej opinii kolejnych pozytywnych informacji ze Spółki w najbliższych miesiącach nie należy się już spodziewać, co na pewno nie będzie sprzyjać notowaniom. W 3Q oczekujemy straty operacyjnej na poziomie -49,5 mln PLN, co w kontekście kolejnych obniżek cen nawozów w październiku raczej nie będzie zwiastować szybkiego przekroczenia break even. Ponownie zwracamy uwagę, że obiecany kredyt bankowy na 190 mln PLN praktycznie w całości zostanie wykorzystany na spłatę zaległych zobowiązań (tylko wobec PGNiG przekraczają one 100 mln PLN) i w prawdopodobnym scenariuszu braku poprawy na rynku nawozowym w kampanii wiosennej, Spółka będzie musiała ponownie zwrócić się o wsparcie banków. Z uwagi na obecną cenę rynkową akcji, obniżamy naszą rekomendację do redukuj.

W końcu pozytywna decyzja kredytowa

Zarząd PKO BP zdecydował o przyznaniu Policom kredytu obrotowego w kwocie 190 mln PLN, który zostanie wykorzystany na spłatę zaległych zobowiązań i bieżącą działalność. Uruchomienie finansowania warunkowane jest udzieleniem poręczenia ARP na 150 mln PLN, ustanowieniu zabezpieczeń na majątku Spółki oraz akceptacji przez związki zawodowe planu restrukturyzacji.

Porozumienie ze związkami podpisane

Zarząd Polic ostatecznie porozumiał się ze związkami zawodowymi i plan restrukturyzacyjny został zatwierdzony. Kwota oszczędności jaką ma on zapewnić się nie zmieniła i wynosi 143 mln PLN (na lata 2009-12), w tym 50 mln PLN w 2009 roku. Zarząd zgodził się jednak ograniczyć zwolnienia, a związkowcy żądania płacowe. Wydaje się, że ostatecznie to porozumienie powinno zapewnić uruchomienie obiecanego przez bank finansowania.

Obniżka cen w odpowiedzi na import

ZCH Police zdecydowały się z początkiem października obniżyć ceny swoich nawozów NPK o 35% z uwagi na konkurencję ze strony towarów importowanych. Ta informacja potwierdza tylko słabość tego rynku i wskazuje jak trudno będzie Policom odzyskać rentowność w najbliższych miesiącach. Priorytetem dla Spółki jest teraz płynność, a brak wypłaty kredytu obrotowego wymuszał wyprzedaż magazynów po niskich cenach.

Prolongata spłaty długu wobec PGNiG

PGNiG na wniosek Zarządu Polic udzieliło Spółce prolongaty terminu spłaty zaległych zobowiązań za dostawy gazu ziemnego do 15 listopada. Wcześniejsze uzgodnienia zakładały, że dług który na koniec sierpnia wynosił 84 mln PLN, Police spłacą do 15 października. Prolongata ma związek z oczekiwanym uruchomieniem kredytu na 190 mln PLN z PKO BP w związku z czym nie powinno dojść do działań windykacyjnych ze strony PGNiG. Obecnie zobowiązania wobec PGNiG przekraczają już 100 mln PLN. Potwierdza to naszą tezę, że kredyt z PKO BP zostanie bardzo szybko wykorzystany na spłatę zaległych długów Spółki i w przypadku braku poprawy na rynku nawozowym w przyszłym roku, Police będą zmuszone do zwrócenia się o kolejny kredyt.



ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 75,2 PLN

Cena docelowa: 82,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 503,5	2 413,0	-3,6%	2 148,2	-11,0%	2 370,4	10,3%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	432,8	471,1	8,9%	173,8	-63,1%	234,7	35,1%	MC (cena bieżąca)	1 437,4
marża EBITDA	17,3%	19,5%		8,1%		9,9%		EV (cena bieżąca)	977,1
EBIT	358,7	402,9	12,3%	102,7	-74,5%	156,0	51,8%	Free float	29,2%
Zysk netto	330,8	259,7	-21,5%	127,7	-50,8%	143,8	12,6%		
P/E	4,3	5,5		11,3		10,0		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	3,6	4,4		7,2		6,5		Zmiana ceny: 6m	-9,4%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	32,6%
EV/EBITDA	2,1	1,5		5,6		4,5		Max (52 tyg.)	90,5
Dyid (%)	2,3	5,7		5,5		2,7		Min (52 tyg.)	38,1



W październiku akcje ZAP zachowywały się gorzej od indeksu WIG (-2,6% vs. +2,3%), co prawdopodobnie wynikało z obaw inwestorów o wyniki kwartalne oraz brak pozytywnych sygnałów z rynku nawozowego. Według naszych prognoz ZA Puławy w 1Q'2009/10 zanotują stratę operacyjną -33,8 mln PLN (już po uwzględnieniu zysków z hedgingu na poziomie 12 mln PLN), co rzeczywiście po okresie dobrych rezultatów może wprowadzić dodatkową nerwowość na kursie akcji. W naszej opinii ewentualna przecena może stanowić okazję do akumulowania walorów Spółki w kontekście spodziewanych w kolejnych kwartałach istotnych przychodów ze sprzedaży uprawnień do emisji NOx oraz lekkiej poprawy rentowności w związku ze wzrostem cen melaminy i pełnego już wykorzystania mocy przerobowych w kaprolaktamie (w 1Q'0910 instalacja była remontowana). Aktualnie utrzymujemy jednak neutralną rekomendację.

Otwarcie kopert z aplikacjami do Zarządu

W piątek 2 października upłynął termin składania aplikacji przez kandydatów do nowego Zarządu ZAP. Start w konkursie potwierdziła większość obecnych członków ścisłego kierownictwa Spółki, w tym Prezes Paweł Jarczewski oraz Andrzej Kopeć i Zenon Pokojski. Członkiem Zarządu wybranym przez załogę będzie Wojciech Kozak (obecnie w Radzie Nadzorczej), który zastąpi Mieczysława Wiejaka.

Dotacja unijna na odsiarczanie

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu, ZA Puławy otrzymały unijną dotację 20 mln PLN na projekt budowy instalacji odsiarczania, która łącznie ma kosztować 250 mln PLN. Realizacja projektu ma potrwać około 3 lata. Dotacja unijna będzie pojawiać się na rachunku wyników w pozostałych przychodach operacyjnych zgodnie z okresem amortyzacji instalacji, ale od momentu zrealizowaniu inwestycji. ZAP w innych projektach inwestycyjnych liczą na kolejne 20 mln PLN unijnego dofinansowania.

Górnictwo węgla



LW Bogdanka (Trzymaj)

Cena bieżąca: 75,5 PLN

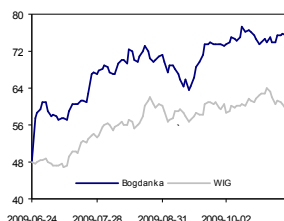
Cena docelowa: 68 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	862,5	1 033,3	19,8%	1 163,0	12,6%	1 184,0	1,8%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	243,4	339,6	39,5%	385,9	13,6%	377,9	-2,1%	MC (cena bieżąca)	2 566,3
marża EBITDA	28,2%	32,9%		33,2%		31,9%		EV (cena bieżąca)	2 390,1
EBIT	121,4	203,5	67,7%	236,3	16,2%	189,1	-20,0%	Free float	33,0%
Zysk netto	94,1	156,0	65,8%	184,1	18,0%	141,9	-22,9%		
P/E	18,4	11,1		13,9		18,1		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	8,0	5,9		7,7		7,8		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	7,2	5,1		6,2		6,9		Max (52 tyg.)	
Dywidenda (%)	2,9	0,3		3,5		0,7		Min (52 tyg.)	



Publikacja nowej prognozy nie powinna być dla inwestorów zaskoczeniem, a więc nie ma również wpływu na kurs. Przed inwestorami kilka słabszych kwartałów, co będzie efektem niższych cen węgla oraz wyższego kosztu jednostkowego, co jednak również nie powinno zaskakiwać. Wyrażna poprawa wyników nastąpi w 2011 roku co oznacza, że przez najbliższe miesiące kurs powinien oscylować na poziomie bieżącej ceny.

Inwestycje w ceramikę

Bogdanka dopuszczona do due diligence zakładu ceramiki Markowicze. Oprócz Bogdanki do due diligence dopuszczone zostały: Leier Polska, Przedsiębiorstwo Ceramiki Budowlanej "Odonów", Mostostal Met i Cegielnia Markowicze. Spółka nie informowała wcześniej o tego typu planach. Biorąc jednak pod uwagę efekty synergii takiego przedsięwzięcia (wykorzystanie odpadów górniczych do produkcji) wydaje się ono ciekawym rozszerzeniem działalności. Mając na uwadze skalę projektu bez wpływu na kurs.

Wyższa prognoza zarządu

LWB podwyższyła prognozy wyników na 2009 roku. Przychody spółki mają wynieść 1,14 mld PLN, EBIT 222,5 mln PLN, a zysk netto 178 mln PLN. Zgodnie z zapowiedzią zarządu w br. spółka sprzeda cały wyprodukowany węgiel. Osiągnięte ceny sprzedaży są wyższe niż pierwotnie planowano, co jest powodem podwyższenia prognozy. W prospekcie emisyjnym spółka prognozowała, że osiągnie w 2009 roku 1,09 mld PLN przychodów, 178,3 mln PLN zysku operacyjnego i 140,6 mln PLN zysku netto. Informacja jest zgodna z oczekiwaniami inwestorów i naszymi szacunkami (odpowiednio: 1,16 mld PLN, 236 mln PLN i 184 mln PLN). W 3Q2009 spółka powinna osiągnąć zysk netto na poziomie 56 mln PLN (139 mln PLN narastająco od początku roku, co oznacza wykonanie starej prognozy zarządu).

Telekomunikacja

UKE podtrzymuje plan obniżki MTR-ów w lipcu 2010 roku

Prezes UKE podtrzymała plany wprowadzenia kolejnej obniżki stawek za zakańczanie połączeń głosowych w sieciach mobilnych w lipcu 2010 roku. Do końca 2009 roku urząd przedstawi skalę planowanego zmniejszenia MTR-ów. Wcześniej Prezes UKE deklarowała, że do takiej obniżki mogłoby dojść pół roku później. Biorąc pod uwagę poziom MTR w Polsce nie oczekujemy równie spektakularnych obniżek jak te w 1H2009 (-51%). Podtrzymujemy opinię, że dla operatorów zasiedziały nie jest groźna, a już na pewno w skali -10-15% obniżka MTR, ale asymetria stawek w stosunku do P4. Tegoroczne działania UKE istotnie rozszerzyły tę asymetrię. W Polsce jest ona dwukrotnie wyższa niż w kolejnym kraju UE.

Polkomtel na GPW?

Polkomtel pracuje nad prospektem. Jeżeli akcjonariusze tak zdecydują, spółka jest przygotowana, by realizować kalendarz wejścia spółki w I kwartale 2010 roku na giełdę. Ostateczna decyzja zależy od Vodafone, które posiada prawo pierwokupu. Nie wykluczamy jednak takiego scenariusza a wręcz staje się on coraz bardziej prawdopodobny. Jeżeli Vodafone nie posiada środków na wykupienie polskich udziałowców to wejście na giełdę pozwala inwestorowi zachować kontrolę – przy rozdrobnionym akcjonariacie mniejszościowym a tym samym „pozbycie” się często niewygodnych współwłaścicieli (pomysły o konsolidacji sektora, odkupienie przez Polkomtela Dialogu, etc...). Nie można wykluczyć rozwiązania mieszanego, tj. zwiększenia udziału Vodafone do ok. 50% i sprzedaży pozostałych udziałów na GPW.

Aero2 ma częstotliwości 2570-2620 MHz

UKE wybrał ofertę spółki Aero2 w przetargu na rezerwację częstotliwości z zakresu 2570-2620 MHz, na obszarze całego kraju, przeznaczonych do świadczenia usług telekomunikacyjnych, w sieciach szerokopasmowego dostępu bezprzewodowego, w służbie ruchomej. Rezerwacja będzie uprawniała do wykorzystywania zarezerwowanych częstotliwości do 31 grudnia 2024 roku. Właścicielem Aero2 jest Z. Solorz-Żak. Przypominamy, że firma ta wcześniej kupiła udziały operatora Mobyland (jedna z firm, które w 2007 roku wygrały częstotliwości 1800 MHz). Ponadto spółka w listopadzie ubiegłego roku wygrała przetarg na częstotliwości 900 MHz, płacąc za nie ponad 200 mln PLN. Z pewnością Solorz będzie starał się wykorzystać synergie z telekomunikacją (szczególnie szerokopasmowym Internetem) w ramach kontrolowanych przez siebie aktywów (Cyfrowy Polsat, Polsat TV). Na obecną chwilę nie jest to istotne zagrożenie dla największych operatorów i wymaga ze strony Aero2 ogromnych nakładów inwestycyjnych. Biorąc jednak pod uwagę dotychczasowe dokonania głównego właściciela nie bagatelizujemy projektu, jak miało to miejsce w przypadku np. Mobylandu i Pana Karkosika.

Naciski na dystrybutorów pre-paid trwają

Ruch wypowiedział P4, umowę w zakresie dystrybucji doładowań pre-paid. Powodem odmowy przyjęcia przez Ruch nowych warunków handlowych proponowanych przez operatora sieci Play jest zbyt wysoki poziom obniżki rabatów na doładowania. Wcześniej, umowę dotyczącą doładowań pre-paid wypowiedziała Ruchowi PTC, warunki negocjuje również Centertel. Efekty działań operatorów powinny być widoczne w 4Q2009. Bez wpływu na kursy spółek telekomunikacyjnych.

Rating kredytowy dla Polkomtela

Agencja ratingowa Standard & Poor's Ratings Services przyznała długoterminowy rating podmiotu BBB+ oraz krótkoterminowy rating A-2 Polkomtelowi. Perspektywę ratingu określono jako stabilną. Z wyjątkiem akwizycji operator nie potrzebuje istotnie zwiększać zadłużenia. Naszym zdaniem Polkomtel potencjalnie mógłby być zainteresowany kupnem spółek posiadających infrastrukturę światłowodową. Wśród celów można wymienić Exatel czy Netię. W wersji ekstremalnej nie należy wykluczyć wykupienia P4 (Play działa na umowie roamingowej z Polkomtelem).



Netia (Trzymaj)

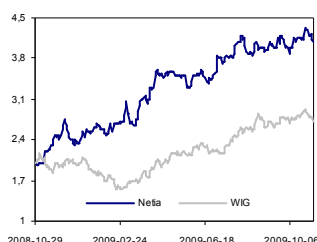
Cena bieżąca: 4,1 PLN

Cena docelowa: 4,1 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	838,0	1 112,4	32,7%	1 487,6	33,7%	1 524,0	2,4%	Liczba akcji (mln)	389,2
EBITDA	170,7	170,6	0,0%	274,1	60,6%	287,1	4,7%	MC (cena bieżąca)	1 595,6
marża EBITDA	20,4%	15,3%		18,4%		18,8%		EV (cena bieżąca)	1 432,5
EBIT	-103,8	-99,7	-4,0%	-15,7	-84,3%	1,3		Free float	100,0%
Zysk netto	-268,9	230,6		-22,7		8,9			
P/E		6,9				179,7		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	283,0	3,2		6,0		5,4		Zmiana ceny: 6m	16,8%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	107,1%
EV/EBITDA	9,6	8,2		5,2		4,8		Max (52 tyg.)	4,3
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Miniony miesiąc przyniósł pozytywne informacje dla spółki: wzrost liczby użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu – z danych TP wynika, że głównie w oparciu o LLU – oraz pozyskanie prestiżowego kontraktu na sieć IPVPN dla NBP (wartość poniżej 2 mln PLN). Wyniki spółki za 3Q nie powinny zaskoczyć i istotnie odbiegać od poprzednich kwartałów. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Dobre wyniki sprzedaży internetu

Netia ma 500 tys. abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu. Dziennie pozyskuje 500 nowych. Do końca roku zarząd planował zwiększenie bazy abonenckiej do 510 tys. Wynik sprzedaży internetu w 3Q2009 jest pozytywnym zaskoczeniem. Spółka pozyskała netto ok. 34 tys. nowych linii, co jest najlepszym wynikiem kwartalnym w tym roku (17,6 tys. w 2Q, 27,6 tys. w 1Q) i to osiągnięciem w okresie letnim. Wszystko wskazuje na to, że tegoroczne plany zostaną istotnie przekroczone, a nasz sceptycyzm był nieuzasadniony.

Kolejne przejście sieci - zapowiadane

Z wypowiedzi Prezesa wynika, że pod koniec roku spółka powinna dokonać kolejnej akwizycji sieci ethernetowej (bez podania szczegółów). Spółka od dłuższego czasu nie informowała o przejściach lokalnych dostawców internetu, co rodzi obawy o wykonanie tegorocznych planów (wzrost bazy do 510 tys. użytkowników). Naszym zdaniem zarząd będzie zwlekał z transakcją do czasu, kiedy będzie wiadome jak wygląda organiczny wzrost bazy abonenckiej. Słabszy wynik (prawdopodobne) zostanie „dopchnięty” akwizycją tak, aby plan został przekroczony. Nadal uważamy, że liczba użytkowników nie jest wyznacznikiem sukcesu, ale FCF i ROIC generowany przez działalność podstawową.



TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,5 PLN

Cena docelowa: 19,2 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-30

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 244,0	18 165,0	-0,4%	16 660,4	-8,3%	16 163,2	-3,0%	Liczba akcji (mln)	1 335,6
EBITDA	7 721,0	7 630,0	-1,2%	6 460,2	-15,3%	6 494,2	0,5%	MC (cena bieżąca)	22 038,2
marża EBITDA	42,3%	42,0%		38,8%		40,2%		EV (cena bieżąca)	27 854,8
EBIT	3 282,0	3 313,0	0,9%	2 245,4	-32,2%	2 416,0	7,6%	Free float	46,0%
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	-3,7%	1 435,7	-34,4%	1 654,8	15,3%		
P/E	10,2	10,3		15,4		13,3		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	3,4	3,5		3,9		3,8		Zmiana ceny: 6m	-6,8%
P/BV	1,3	1,3		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-19,5%
EV/EBITDA	3,7	3,7		4,3		4,1		Max (52 tyg.)	21,0
Dyid (%)	11,5	10,3		9,1		9,1		Min (52 tyg.)	14,4



Pomimo rozczarowania wynikami za 3Q2009 podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji TP SA. Podzielamy opinię zarządu, że średnioterminowe perspektywy TP są lepsze niż jeszcze kilka tygodni temu. W ocenie porozumienia z UKE inwestorzy koncentrują się przede wszystkim na wyższym CAPEX, nie dostrzegając pozytywów płynących dla TP z uregulowania kwestii dostępu do jej infrastruktury na poziomie hurtowym (odejście od metodologii: stawka detaliczna TP minus, a przejście na koszty plus), co naszym zdaniem pozwoli TP na bardziej efektywne konkutowanie w segmencie szerokopasmowego dostępu do internetu (największe rozczarowanie 3Q). W przyszłym roku spodziewamy się zawężenia asymetrii stawek MTR, co jest kluczowym elementem konkurencji z P4 w pre-paid (słabe wyniki sprzedażowe Centertel). Ponadto naszym zdaniem cel stawiany przez zarząd wygenerowania w br. 3 mld PLN wolnych przepływów gotówkowych zostanie osiągnięty. Przed TP dopasowanie kosztów do obecnych realiów rynkowych, co powinno być widoczne z każdym kolejnym kwartałem.

Wyniki za 3Q2009

Przy przychodach na poziomie 4,06 mld PLN (-10,4% r/r) spółka wypracowała 1,577 mld EBITDA (marża: 38,8%, -20,2% r/r) i zysk netto w wysokości 327 mln PLN (-48,1% r/r). Wyniki te są gorsze od konsensusu oczekiwań odpowiednio o: 1,5%, 0,1%, 8%.

Wolne przepływy gotówkowe

Po wynikach za 3Q2009 największe obawy inwestorów pojawiły się na poziomie przepływów pieniężnych, które są podstawą do prognozowania przyszłych dywidend. Zarząd deklaruje, że w br. wolne przepływy netto wyniosą 3 mld PLN, podczas gdy po dziewięciu miesiącach to załedwie 2,1 mld PLN. Zwracamy uwagę, że podobnie jak w zeszłym roku, również w 2009 przed 4Q operator zmniejszał poziom zobowiązań z tytułu inwestycji oraz zobowiązań handlowych, co zwiększyło kapitał obrotowy aż o 1,37 mld PLN. W 4Q w związku z cyklem inwestycyjnym spodziewamy się odwrotnego zjawiska, dzięki czemu - mimo zwiększonego CAPEXU do ok. 850 mln PLN - spółka wygeneruje 1,0 mld PLN gotówki osiągając cel zarządu.

Jest ostateczne porozumienie

UKE porozumiał się z TP w sprawie stawek hurtowych, inwestycji w linie telekomunikacyjne oraz podziału spółki na część hurtową i detaliczną. Dokument w tej sprawie został podpisany w 22 października. TP zobowiązała się do budowy i modernizacji 1,2 mln linii telekomunikacyjnych (w tym 1 mln o przepustowości 6 Mb/s i 200 tys. o przepustowości poniżej 6 Mb/s). Spółka wybuduje 500 tys. nowych linii i unowocześni 700 tys. już istniejących. Porozumienie zakłada, że UKE nie obniży stawek hurtowych, które inni operatorzy płacą TP za korzystanie z jej infrastruktury telekomunikacyjnej. Prezes UKE potwierdziła, że jak TP będzie wywiązywać się z realizacją porozumienia nie będzie podziału. Zaproponowana Karta Równoważności przewiduje m.in. traktowanie innych operatorów na równi z tą częścią TP, która dotyczy sprzedaży detalicznej, poprawę jakości usług hurtowych, monitoring usług oraz szkolenia pracowników TP.

Niższe F2M

TP obniża o 20% stawki F2M za połączenia do sieci komórkowych Era, Orange i Plus. Jednocześnie operator ujednolicił ceny połączeń do Play. Po obniżce klienci indywidualni i biznesowi TP za minutę połączenia do Orange, Plus i Ery zapłacą 32 gr z VAT. Stawka za minutę połączenia do Play została ujednoliconą do 72 gr z VAT. Informacja jest zgodna z decyzją Prezesa UKE. TP informowała, że od listopada stawki detaliczne w usługach stacjonarnych zostaną dostosowane do obniżonych stawek hurtowych w telefonii mobilnej.

Media

Budżety domów mediowych

Zgodnie z raportem ZenithOptimedia, tylko dwa domy mediowe w H1 2009 obsłużyły budżety klientów warte powyżej 1 mld PLN. W ubiegłym roku były to 4 domy mediowe. Punkt krytyczny na rynku reklamy został już jednak osiągnięty. Sytuacja rynkowa wymusiła na mediach znaczne, dochodzące nawet do 45-50% obniżki cen, co miało wpływ na obroty domów mediowych. W Q3 2009 właściciele mediów, w szczególności telewizji, zaczęli powoli powracać do podwyżek cenników reklam. Zdaniem prezesa ZenithOptimedia w Polsce, zlecniodawcy obecnie skłaniają się ku większym oszczędnościom, aby móc sobie pozwolić na zwiększenie wydatków w 2011 roku, roku poprzedzającym Euro 2012. To pierwszy rok, kiedy jego zdaniem wydatki we wszystkich kategoriach mediów zaczną rosnąć. Według firmy rynek reklamy w Polsce skurczy się w 2009 roku o 6% i będzie wart 7,29 mld PLN. Starlink przewiduje spadek o 8,2-9,4% (do 7,06 – 7,11 mld PLN), CR Media Consulting zaś spadek aż o 14,7%, do 6,36 mld PLN. Według przedstawiciela firmy Universal McCann, wyliczenia ZenithOptimedia mogą być przeszacowane, bo w rzeczywistości domom mediowym udało się negocjować jeszcze większe rabaty na reklamy, a więc zarządzane przez firmy budżety spadły jeszcze bardziej. Zdaniem przedstawiciela firmy rok 2010 przyniesie pewną korektę – media przestaną udzielać ad hoc rabatów na reklamy i będą precyzyjniej planować politykę cenową.



Agora (Akumuluj)

Cena bieżąca: 18,8 PLN

Cena docelowa: 24,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 272,3	1 277,7	0,4%	1 138,0	-10,9%	1 148,3	0,9%	Liczba akcji (mln)	52,4
EBITDA	198,6	128,4	-35,3%	125,3	-2,4%	158,1	26,2%	MC (cena bieżąca)	983,2
marża EBITDA	15,6%	10,0%		11,0%		13,8%		EV (cena bieżąca)	880,4
EBIT	120,3	44,6	-62,9%	41,1	-7,9%	73,6	79,1%	Free float	64,1%
Zysk netto	100,3	23,4	-76,7%	33,9	44,9%	61,9	82,6%		
P/E	10,3	44,0		29,0		15,9		Zmiana ceny: 1m	-12,0%
P/CE	5,8	9,6		8,3		6,7		Zmiana ceny: 6m	27,2%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-3,8%
EV/EBITDA	4,2	7,2		7,0		5,1		Max (52 tyg.)	25,4
Dyid (%)	1,8	0,0		1,7		3,1		Min (52 tyg.)	11,0



W ciągu kilku dni spółka pokaże wyniki finansowe, które będą naszym zdaniem na granicy rentowności netto. Notowaniom spółki nie pomagają w ostatnim czasie spekulacje na temat wypadnięcia z indeksu WIG20. Stabilizacja rynku reklamowego w przyszłym roku i kontynuacja oszczędności kosztowych stwarzają naszym zdaniem potencjał wzrostowy od obecnej wyceny. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Sprzedaż Gazety w sierpniu na poziomie 356 tys. sztuk

Rozpowszechnianie płatne razem "Gazety Wyborczej" wyniosło w sierpniu 2009 roku 356,3 tys. egzemplarzy i było o 9,8% niższe niż rok wcześniej wynika z danych Związku Kontroli Dystrybucji Prasy. Rozpowszechnianie płatne razem "Gazety Wyborczej" w sierpniu 2009 roku było wyższe o 2,3%, w stosunku do lipca 2009 roku. Z kolei rozpowszechnianie płatne razem "Dziennika" wyniosło w sierpniu 82,2 tys. egzemplarzy i było niższe niż rok wcześniej o 47,98%. Wobec lipca 2009 roku sprzedaż wzrosła o 1,49%. Rozpowszechnianie płatne razem "Rzeczpospolitej" w sierpniu wyniosło 136,8 tys. sztuk, co oznacza spadek rok do roku o 9,73%. Miesiąc do miesiąca sprzedaż wzrosła natomiast o 1,9%.

Rezygnacja z GDR-ów

Spółka poinformowała o wypowiedzeniu umowy depozytowej i wycofania swoich globalnych kwitów depozytowych z notowań na londyńskiej giełdzie. Motywacją dla decyzji jest niemal całkowity zanik obrotu kwitami. Decyzję uważamy za dobrą, aczkolwiek nie ma ona istotnego wpływu na działalność spółki. Rezygnacja z utrzymywania kwitów będzie się wiązała co prawda z pewnymi oszczędnościami związanymi z wygaśnięciem umowy z depozytariuszem i koniecznością utrzymywania GDR-ów jednak koszty te nie są znaczące w skali działalności spółki.



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

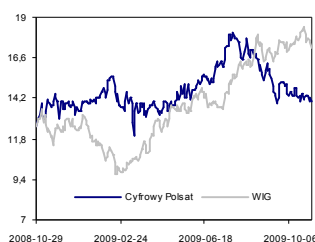
Cena bieżąca: 14,1 PLN

Cena docelowa: 14,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	796,7	1 136,3	42,6%	1 314,3	15,7%	1 380,8	5,1%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	165,9	347,8	109,6%	304,5	-12,5%	395,8	30,0%	MC (cena bieżąca)	3 770,0
marża EBITDA	20,8%	30,6%		23,2%		28,7%		EV (cena bieżąca)	3 597,2
EBIT	145,1	324,3	123,4%	265,5	-18,1%	353,2	33,0%	Free float	31,8%
Zysk netto	113,4	269,8	137,8%	226,8	-15,9%	289,0	27,4%		
P/E	33,2	14,0		16,6		13,0		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	28,1	12,9		14,2		11,4		Zmiana ceny: 6m	-1,1%
P/BV	61,7	12,7		11,7		8,2		Zmiana ceny: 12m	6,7%
EV/EBITDA	21,9	10,6		11,8		8,8		Max (52 tyg.)	18,1
Dyid (%)	0,0	1,0		5,3		4,0		Min (52 tyg.)	12,0



Najbliższe miesiące mogą okazać się ciężkie dla Cyfrowego Polsatu ze względu na zaostrzającą się konkurencję na rynku płatnej telewizji. Większe zagrożenie widzimy przy tym ze strony zorientowanej na wzrost za wszelką cenę platformie 'n' niż startującej platformie telewizji publicznej. W przypadku tej drugiej widzimy prawdopodobieństwo, że pomysł umrze śmiercią naturalną po odejściu byłego prezesa, a sam biznes plan platformy TVP wydaje się niedopracowany. Mimo to wzrost konkurencji wydaje się być faktem i mimo poprawy sytuacji od strony kursów walutowych otoczenie gospodarcze pozostaje dla spółki bardzo niesprzyjające. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Przyszłoroczne inwestycje wyniosą 60 mln PLN

Przyszłoroczne inwestycje Polsatu wyniosą 5% przychodów, czyli około 60 mln PLN. Będą to inwestycje przede wszystkim w IT i call center.

Rozwój nowych usług

Cyfrowy Polsat w listopadzie rozpocznie testy usługi radiowego dostępu do internetu w zakresie częstotliwości 850-900 MHz. W Q1 2010 spółka uruchomi komercyjnie ofertę telewizji, internetu i telefonii mobilnej, jeszcze w przyszłym roku będzie mogła się ona poszerzyć o telefonię stacjonarną. W efekcie, w Q1 2010 Cyfrowy Polsat będzie pierwszą platformą cyfrową sprzedającą usługi wiązane. Wcześniej przedstawiciele spółki mówili o planach wdrożenia internetu we współpracy ze Sferią, która ma częstotliwość 850 MHz. Częstotliwościami 900 MHz dysponuje m.in. Aero 2, kojarzone wg. prasowych doniesień z Zygmuntem Solorzem-Żakiem, większościowym akcjonariuszem Cyfrowego Polsatu i Sferii. W lutym Sferia podpisała z Aero 2 umowę w sprawie budowy sieci radiowej.

Umowa z Eutelsat

Cyfrowy Polsat podpisał trzy wieloletnie umowy z Eutelsat. Przedmiotem każdej z umów jest kontynuacja wynajmu transponderów na satelicie HotBird 8. W wyniku podpisanych umów, spółka dysponuje pojemnością satelitarną na 4 transponderach HotBird 8 i 9. Wartość umów wyrażona jest w EUR, po przeliczeniu na PLN po kursie = 4,264 z dnia 9 października, wartość umów to 340 mln PLN (8,8% wartości kapitalizacji spółki).

Podpisanie listu intencyjnego o współpracy z Info-TV-FM

Cyfrowy Polsat porozumiał się z Info-TV-FM w sprawie współpracy w pilotażu projektu telewizji mobilnej. Pilotaż ma pozwolić określić potencjał rynkowy związany z usługami telewizji mobilnej, po zanalizowaniu, którego Cyfrowy Polsat podejmie decyzję w sprawie kontynuacji współpracy. Telewizja mobilna jest konkurencyjnym w stosunku do platform cyfrowych środkiem dystrybucji treści telewizyjnych. Udział w tym projekcie ma zatem swoje biznesowe uzasadnienie, gdyż w przypadku powodzenia pozwala rozszerzyć zakres usług oraz zablokować tę niszę dla konkurencji. Doświadczenia krajów zachodnich pokazują jednak, że póki co telewizja mobilna nie zyskała sobie dotąd zbyt dużego uznania wśród klientów i sądzimy, że również w Polsce jej rozwój będzie długotrwałym procesem.



TVN (Akumuluj)

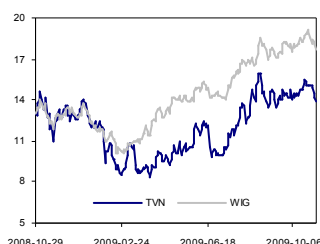
Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 554,7	1 897,3	22,0%	2 102,7	10,8%	2 423,5	15,3%	Liczba akcji (mln)	346,4
EBITDA	552,6	711,4	28,7%	610,5	-14,2%	620,2	1,6%	MC (cena bieżąca)	4 805,0
marża EBITDA	35,5%	37,5%		29,0%		25,6%		EV (cena bieżąca)	7 030,1
EBIT	480,5	631,9	31,5%	428,8	-32,1%	389,3	-9,2%	Free float	40,6%
Zysk netto	241,8	363,7	50,4%	307,4	-15,5%	236,0	-23,2%		
P/E	19,9	13,3		15,6		20,4		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE	15,3	10,9		9,8		10,3		Zmiana ceny: 6m	32,1%
P/BV	3,4	2,9		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m	-0,9%
EV/EBITDA	10,0	8,2		11,5		11,4		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	2,7	2,5		4,2		3,2		Min (52 tyg.)	8,4



Wyniki trzeciego kwartału pokazały, że na dodatnią dynamikę na rynku reklamowym trzeba będzie poczekać przynajmniej do 2Q2010. Mimo słabego rynku i wciąż dalekich od zadowalających wyników platformy 'n' spółka przedstawia jednak pewien potencjał wzrostu biorąc pod uwagę niewielkie dyskonto do spółek porównywalnych z regionu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych we wrześniu

Oglądalność TVN we wrześniu spadła w porównaniu do ubiegłego roku z 18,0% do 16,9%. Dobre wyniki oglądalności zaprezentował Polsat, którego udział w widowni wzrósł z 14,9% do 15,5%. Mocno spadały udziały telewizji publicznej TVP1 (z 21,2% do 19,6%) i TVP2 (z 16,9% do 14,9%). Udział TVN w grupie docelowej spadł z 23,0% do 22,0%. Nieco słabiej spadała oglądalność Polsatu, który stracił 0,4% z 15,0% przed rokiem. W wynikach oglądalności mogących stanowić pierwszą ocenę jesiennej ramówki widać relatywne osłabienie TVN względem Polsatu przy bardzo słabej postawie stacji telewizji publicznej. Miesiące październik i listopad powinny wykazywać podobne trendy.

Wpływy ze sprzedaży czasu reklamowego wzrosły o 0,1% po 3Q

Po trzech kwartałach wpływy głównych telewizji ze sprzedaży czasu reklamowego wzrosły o 3%, licząc wg. danych cennikowych, tzn. bez uwzględnienia rabatów. Liderem, z przychodami 1,77 mld PLN, był TVN (+0,1%). Przychody Polsatu wyniosły 1,73 mld PLN (-9%), TVP 1 1,15 mld PLN (+20%), TVP 2 zaś 754 mln PLN (+18%). W sumie główne stacje uzyskały 5,4 mld PLN (+3%).

ITI znów sprzedaje

Spółka poinformowała, że łączne zaangażowanie w akcje TVN podmiotów kontrolowanych przez ITI Holding spadło w okresie między 11 września a 14 października z 60,49% do 59,48%. Jest to kolejny już pakiet zbyty przez ITI, które jeszcze w połowie maja tego roku miało ponad 211 mln akcji (część zbytego pakietu sprzedana została w trakcie buybacku). Pozyskane ze sprzedaży środki najprawdopodobniej służyć będą finansowaniu bieżących inwestycji holdingu (głównie ITI Neovision), a także obsłudze posiadanego długu.



WSiP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16 PLN

Cena docelowa: 17,2 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(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%	41,2	-17,6%	42,7	3,6%	MC (cena bieżąca)	396,1
marża EBITDA	15,4%	25,2%		21,0%		21,5%		EV (cena bieżąca)	358,0
EBIT	29,8	46,3	55,1%	37,2	-19,7%	38,6	3,8%	Free float	0,0%
Zysk netto	49,2	39,1	-20,5%	30,5	-22,1%	32,0	5,2%		
P/E	8,6	10,1		13,0		12,4		Zmiana ceny: 1m	3,6%
P/CE	7,8	9,3		11,5		11,0		Zmiana ceny: 6m	9,6%
P/BV	3,5	3,6		3,9		3,8		Zmiana ceny: 12m	19,4%
EV/EBITDA	10,2	7,3		8,7		8,4		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	6,6	11,3		9,9		7,7		Min (52 tyg.)	12,6



Publikowane w najbliższych dniach wyników dadzą odpowiedź na ile realne jest wypełnienie całorocznej prognozy zysku netto mówiącej o 30 mln PLN na poziomie jednostkowym. Naszym zdaniem realizacja prognozy w świetle nadspodziewanie wysokich kosztów promocji może okazać się trudna do realizacji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Nikt nie odpowiedział na wezwanie po 15,3 PLN/akcję

Spółka podała w komunikacie, że nikt nie odpowiedział na wezwanie do zapisu na sprzedaż akcji spółki po 15,3 PLN/sztukę. Na początku września spółka ogłosiła wezwanie na zakup 2 875 816 akcji w celu ich umorzenia.

Sektor IT

Duże wahania popytu, mniejszy optymizm spółek

Przedstawiciele firm dystrybucyjnych na łamach prasy wypowiadają się na temat perspektyw branży na najbliższe kwartały z mniejszym optymizmem niż jeszcze kilka miesięcy temu. Dużi gracze są w co prawda lepszej sytuacji niż mniejsze firmy z sektora, ale również zmagają się ze spadkami sprzedaży. Dużym wsparciem popytu, wobec zmniejszenia zamówień od klientów korporacyjnych i administracji publicznej, jest segment detaliczny. Jednocześnie trudno formułować prognozy na kolejne okresy z uwagi na wysokie wahania zamówień w poszczególnych miesiącach.



AB (Kupuj)

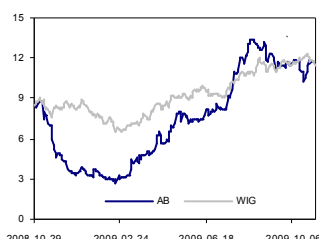
Cena bieżąca: 11,6 PLN

Cena docelowa: 15,13 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-06

(mIn PLN)	2007/08	2008/09P	zmiana	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 012,2	2 929,5	-2,7%	2 788,9	-4,8%	2 866,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	16,0
EBITDA	39,5	88,4	123,9%	40,5	-54,2%	52,0	28,5%	MC (cena bieżąca)	184,2
marża EBITDA	1,3%	3,0%		1,5%		1,8%		EV (cena bieżąca)	359,7
EBIT	35,2	83,1	136,0%	35,0	-57,8%	46,5	32,7%	Free float	41,9%
Zysk netto	16,1	27,7	72,3%	20,0	-27,7%	23,8	18,7%		
P/E	11,4	6,6		9,2		7,7		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	9,0	5,6		7,2		6,3		Zmiana ceny: 6m	44,4%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	34,6%
EV/EBITDA	9,8	4,4		8,9		6,7		Max (52 tyg.)	13,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,7



Po bardzo udanym dla spółki roku obrotowym 2008/2009 bieżący może być nieco słabszy, przede wszystkim ze względu na oczekiwany przez nas trudniejszy okres dla całego sektora dystrybucji. Słabszy okres jest jednak naszym zdaniem uwzględniony w bieżącej wycenie i nawet na niższych od ubiegłorocznych prognozach wyniku netto spółka wyceniana jest bardzo atrakcyjnie na poziomie 9,2 P/E. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



Action (Kupuj)

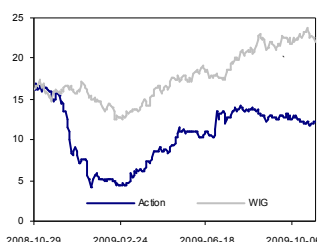
Cena bieżąca: 12,1 PLN

Cena docelowa: 14,59 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-18

(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%	3 136,2	33,8%	2 122,6	-32,3%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	37,7	66,3	75,8%	62,2	-6,2%	42,8	-31,3%	MC (cena bieżąca)	209,2
marża EBITDA	2,1%	2,8%		2,0%		2,0%		EV (cena bieżąca)	315,4
EBIT	30,4	58,3	91,9%	49,2	-15,5%	33,9	-31,2%	Free float	35,9%
Zysk netto	22,0	33,8	53,4%	31,2	-7,6%	21,4	-31,3%		
P/E	9,0	6,2		6,7		9,8		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	6,8	5,0		4,7		6,9		Zmiana ceny: 6m	5,6%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-24,8%
EV/EBITDA	7,1	5,4		5,1		7,5		Max (52 tyg.)	16,6
Dyid (%)	0,0	2,1		11,3		3,0		Min (52 tyg.)	4,1



Spółka jest obecnie nisko wyceniana, a wyniki jakie zaprezentuje za 5 kwartał powinny być bardzo dobre (7 mln PLN wg naszej prognozy, co daje około 0,41 PLN na akcję wg rozwodnionej liczby akcji). Da to 43,6 mln PLN zysku netto za okres ostatnich czterech raportowanych kwartałów, co przekłada się na P/E = 4,72. W dalszej perspektywie wskaźnik ten powinien rosnąć, ale oczekujemy, że nie przekroczy w przyszłym roku wartości 10,0.

Likwidacja Prologic

Walne zgromadzenie wspólników zdecydowało o likwidacji spółki Prologic, w 100% zależnej od Action. Prologic prowadził ok. 20 stoisk handlowych (tzw. wysp) w galeriach handlowych, zajmujących się sprzedażą akcesoriów do drukarek, kopiarek, faksów.. . Likwidacja nie będzie miała wpływu na wyniki Action, jest elementem restrukturyzacji Grupy. Działalność Prologic przejmie inny podmiot z Grupy, Sferis.

Prezes o perspektywach

Prezes Piotr Bieliński w wywiadzie prasowym powiedział, że nie spodziewa się, aby 2010 rok był lepszy pod względem sprzedaży niż obecny, aczkolwiek wg. niego Spółka pokazuje, że jest w stanie sobie radzić w trudnych warunkach. Nadal planuje zwiększać efektywność operacyjną. W najbliższym czasie nie planuje też większych inwestycji, podobnych do tych związanych z uruchomieniem centrum logistycznego, choć nadal poszukuje ciekawych projektów na rynku e-commerce. Nie zamierza też wycofywać się z rynku ukraińskiego, mimo iż tam rynek spadł o 50-60% (ukraińska spółka Action zmniejszyła obroty o 30-40%). Problemy konkurencji otwierają bowiem szanse na szybszy rozwój. Prezes Bieliński wyklucza powrót do rozmów w sprawie zakupu Vobisa.



ASBIS (Trzymaj)

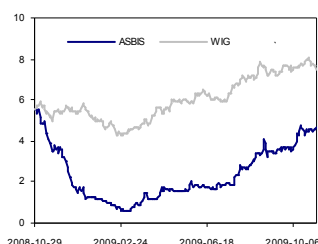
Cena bieżąca: 4,7 PLN

Cena docelowa: 4,33 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-16

(m ln USD)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)
Przychody	1 397,3	1 495,3	7,0%	1 122,4	-24,9%	1 252,6	11,6%	Liczba akcji (mln) 55,5
EBITDA	27,6	18,2	-34,2%	9,9	-45,6%	18,7	89,3%	MC (cena bieżąca) 260,3
marża EBITDA	2,0%	1,2%		0,9%		1,5%		EV (cena bieżąca) 274,6
EBIT	25,7	15,3	-40,4%	6,8	-55,6%	15,6	129,2%	Free float 34,2%
Zysk netto	18,7	4,0	-78,5%	-0,3		7,5		
P/E	4,8	22,2				11,9		Zmiana ceny: 1m 30,6%
P/CE	4,3	13,0		31,8		8,4		Zmiana ceny: 6m 204,5%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m -14,7%
EV/EBITDA	3,2	5,9		9,5		5,3		Max (52 tyg.) 5,5
Dywid (%)	2,9	10,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 0,6



Bieżąca wycena rynkowa dyskontuje naszym zdaniem w pełni zakładana przez nas ścieżkę poprawy wyników w spółce. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji spółki.



Asseco Poland (Kupuj)

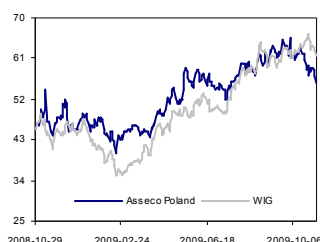
Cena bieżąca: 55,5 PLN

Cena docelowa: 72,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-02

(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%	3 193,7	5,6%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	274,5	591,8	115,6%	643,5	8,7%	681,7	5,9%	MC (cena bieżąca)	4 304,9
marża EBITDA	21,4%	21,2%		21,3%		21,3%		EV (cena bieżąca)	4 625,3
EBIT	236,7	494,3	108,9%	538,3	8,9%	574,9	6,8%	Free float	55,1%
Zysk netto	161,0	321,6	99,7%	349,0	8,5%	366,8	5,1%		
P/E	26,7	13,4		12,3		11,7		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/CE	21,6	10,3		9,5		9,1		Zmiana ceny: 6m	8,8%
P/BV	2,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	20,7%
EV/EBITDA	16,5	7,5		7,2		6,5		Max (52 tyg.)	65,4
Dyid (%)	0,7	1,8		2,4		2,6		Min (52 tyg.)	40,0



Bieżący wskaźnik P/E dla spółki to 12,3 a po uwzględnieniu posiadanych akcji własnych 11,0. Uważamy, że wycena spółki pozostaje atrakcyjna na tle całej branży informatycznej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

W tym roku segment rolniczy z 80 mln PLN przychodów

Według słów wiceprezesa Asseco Pawła Piwowara tegoroczne przychody segmentu rolniczego wyniosą 80 mln PLN przy 72 mln PLN osiągniętych w zeszłym roku. Jednocześnie ABG wygrało przetarg na trzyletnią obsługę serwisową posiadanego przez ARiMR oprogramowania Oracle na kwotę 39,9 mln PLN. Kontrakt ten będzie zaliczony do działalności integracyjnej, a nie rolniczej.

Kontrakt z BOŚ

Asseco podpisało umowę z Bankiem Ochrony Środowiska dotyczącą dostawy i wdrożenia oraz następnego utrzymywania systemu def3000 – kompleksowego systemu informatycznego będącego autorskim rozwiązaniem Asseco dla bankowości. Zakończenie projektu przewidziane jest na drugi kwartał 2012 roku. Wartość brutto podpisanej umowy to 78,3 mln PLN. Kwota kontraktu netto to około 64,2 mln PLN i ta wartość zasili portfel kontraktów kolejnych lat. Należy jednak wziąć pod uwagę, że BOŚ działał dotychczas na systemie def2000, który najprawdopodobniej utrzymywałoby dalej Asseco. Nie można zatem traktować całości kontraktu jako „wartości dodanej” dla Asseco, jedynie tę część dotyczącą wdrożenia (z reguły mniej rentowną) oraz ewentualną różnicę w stawkach za utrzymanie systemów def3000 i def2000.



Komputronik (Trzymaj)

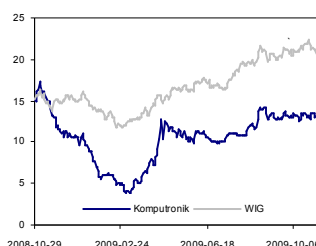
Cena bieżąca: 13,3 PLN

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	15,2	15,4	0,9%	10,5	-31,4%	22,2	110,8%	MC (cena bieżąca)	108,6
marża EBITDA	2,9%	2,0%		1,2%		2,3%		EV (cena bieżąca)	167,5
EBIT	13,5	10,2	-24,3%	4,9	-52,5%	16,4	238,8%	Free float	25,2%
Zysk netto	10,3	5,6	-45,4%	4,1	-27,5%	9,5	131,9%		
P/E	9,6	19,3		26,6		11,5		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/CE	8,2	10,1		11,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	18,5%
P/BV	1,1	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-19,2%
EV/EBITDA	4,4	8,2		15,9		7,8		Max (52 tyg.)	17,2
Dyid (%)	0,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



Trzeci kwartał zakończy się według nas ponownie stratą operacyjną i stratą netto. Oczekujemy, że czwarty kwartał powinien być pierwszym, w którym nastąpi pewna poprawa wyniku operacyjnego w Karenie. Biorąc jednak pod uwagę ryzyko związane z należnościami od Techmexu podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Należności wekslowe Karenu od Techmexu

Karen Notebook, spółka zależna Komputronika (Komputronik posiada 57,27% akcji Karenu), poręcza weksle Techmexu. Zgodnie z raportem za pierwsze półrocze, należności wekslowe Karenu to 5,762 mln PLN (po wyważeniu udziałami Komputronika w Karenie, 3,3 mln PLN, czyli 3% kapitalizacji Komputronika). Techmex to poprzedni właściciel Karenu. Prezes Karenu i jednocześnie wiceprezes Komputronika uważa, że uda się dojść do porozumienia z bankami, weksle nie będą zaś wymagalne. Nie sądzi, aby banki chciałyby doprowadzić do upadłości Techmexu. Sąd wydał postanowienie o otwarciu postępowania likwidacyjnego Techmexu i wyznaczył rozprawę na 19 listopada. DnB Nord, który złożył wniosek o upadłość, to drugi największy kredytodawca Techmexu.

Informacja o przychodach spółki

Przychody Komputronika w Q3 2009 przekroczyły 185 mln PLN i były wyższe r/r o 17%. Po 9 miesiącach przychody Komputronika przekroczyły 535 mln PLN i były wyższe r/r o 22%.



Sygnity (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,8 PLN

Cena docelowa: 15,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-02

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 201,9	995,7	-17,2%	676,4	-32,1%	725,5	7,3%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-16,3	56,6		-50,6		28,6		MC (cena bieżąca)	140,3
marża EBITDA	-1,4%	5,7%		-7,5%		3,9%		EV (cena bieżąca)	158,0
EBIT	-72,0	11,5		-84,6		-2,0	-97,6%	Free float	65,9%
Zysk netto	-65,6	-1,5	-97,7%	-77,1	5095,5%	-9,1	-88,2%		
P/E								Zmiana ceny: 1m	-20,3%
P/CE		3,2				6,5		Zmiana ceny: 6m	-43,0%
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-31,6%
EV/EBITDA		2,8				6,7		Max (52 tyg.)	26,9
Dyid (%)	14,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,5



Wciąż pozostaje nierozstrzygnięta kwestia pozyskania finansowania czy to w postaci emisji, czy też rolowania bieżących transz obligacji. Otoczenie spółki pozostaje trudne i nie przewidujemy by w świetle publikacji wyników zawierających naszym zdaniem stratę operacyjną listopad mógł być przełomem dla notowań spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Umowa z NBP

Sygnity podpisało umowę z Narodowym Bankiem Polskim na świadczenie usług serwisowych dla podsystemów Zintegrowanego Systemu Księgowego. Umowa zawarta została na trzy lata zaczynając od 1 października a jej wartość nie przekroczy 56,6 mln PLN. Kontrakt stanowi kontynuację wcześniejszej umowy łączącej spółkę z NBP, a zatem nie stanowić będzie w przyszłym roku żadnej wartości dodanej w stosunku do bieżącego roku. Z racji tego, że poprzednia umowa wygasła 30 września spółka nie raportowała czwartego kwartału w portfelu zamówień na 2009 rok i w związku z tym jego wartość należy w tej chwili powiększyć o około 4,5 mln PLN. Łączna wartość zamówień na rok przyszły to w tej chwili 125-130 mln PLN.

Plan oszczędnościowy w szczegółach

Sygnity w wywiadzie poinformowało o tym, jak skonstruowany jest pierwszy etap programu oszczędnościowego, przewidziany na Q3 i Q4 2009. Ilość podwykonawców i zewnętrznych konsultantów została zredukowana do minimum, aby chronić własne zasoby kadrowe. Z pozostałymi partnerami negocjowane są stawki. Z końcem września kilkudziesięciu z 2,1 tys. pracowników Sygnity dostało wypowiedzenia. Czasowo obniżone zostały wynagrodzenia. Średnia pensja pracownika spadła o kilkanaście procent. Redukcje nie ominęły zarządu, który przez najbliższe 3 miesiące będzie zarabiał o 20% mniej. Większe oszczędności przyniesie zamrożenie premii. Sygnity nie wypłaci ich za Q3 i Q4, jedynymi wyjątkami będą nieliczni, naprawdę wyróżniający się pracownicy. Zamrożenie premii przyniesie kilka mln PLN oszczędności kwartalnie. Spółka wprowadziła też bezpłatne urlopy dla części załogi. Kilkadziesiąt osób będzie w skali miesiąca przebywać 2-3 dni na bezpłatnym urlopie.

Spółka z Grupy zbuduje system bankowości korporacyjnej

Polsoft z grupy Sygnity podpisał z BZ WBK umowę na budowę systemu bankowości korporacyjnej. Umowa ma zostać zrealizowana w trakcie najbliższych kilkunastu miesięcy i obejmuje swym zakresem budowę systemu oraz wdrożenie go u ponad 4 tys. klientów banku. PB Polsoft będzie również świadczył usługi utrzymania i serwisowania systemu. Umowa jest elementem kontynuacji wieloletniej współpracy pomiędzy BZ WBK i spółką Projekty Bankowe Polsoft. Relacje inwestorskie spółki informują, że wartość kontraktu to około kilku mln PLN. Głównym celem komunikatu prasowego jest poinformowanie o ponownym nawiązaniu współpracy z BZ WBK.

Sprzedaż obligacji za 3,8 mln PLN

Sygnity sprzedało obligacje o wartości 3,8 mln PLN. Data wykupu obligacji to 20 stycznia 2010 roku. Wartość zobowiązań z tyt. obligacji na koniec września wynosiła 39,97 mln PLN, z tytułu kredytów zaś 54,77 mln PLN. Obecnie wartość wyemitowanych obligacji to 42,76 mln PLN.

Oszczędności wyniosą 15 mln PLN w H2 2009 i 40 mln PLN w skali roku

Zarząd Sygnity poinformował, że wdrożony pierwszy etap programu oszczędnościowego pozwoli zredukować koszty o 40 mln PLN w skali roku i o 15 mln PLN już w drugim półroczu. Jeśli chodzi o drugi etap programu, zapowiedziano wchłonięcie wszystkich podmiotów zależnych w ciągu 3 lat. Wcześniej dla wszystkich firm z grupy zostanie ujednolicona administracja. Prezes Kardach przypomina, że na sprzedaż nadal jest spółka Geomar świadcząca usługi geodezyjne. Na razie zarząd Sygnity nie otrzymał jednak żadnych ofert

Metale



Kęty (Trzymaj)

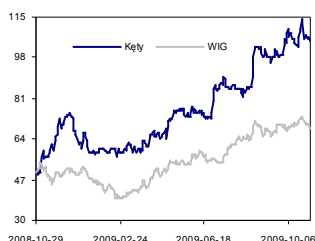
Cena bieżąca: 105 PLN

Cena docelowa: 109,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 253,0	1 183,5	-5,5%	982,3	-17,0%	1 139,5	16,0%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	194,0	190,2	-2,0%	170,3	-10,5%	181,7	6,7%	MC (cena bieżąca)	968,6
marża EBITDA	15,5%	16,1%		17,3%		15,9%		EV (cena bieżąca)	1 273,8
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	9,9	15,3		15,0		12,5		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	6,5	7,7		7,6		7,0		Zmiana ceny: 6m	38,2%
P/BV	1,4	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	110,0%
EV/EBITDA	6,8	7,0		7,5		6,7		Max (52 tyg.)	113,8
Dyield (%)	3,8	4,3		0,0		4,6		Min (52 tyg.)	49,9



Mimo osłabienia koniunktury na rynku artykułów aluminiowych spółka w 3Q utrzymała zbliżony do zeszłorocznego poziom sprzedaży (-2,7% R/R). Dzięki procesowi restrukturyzacji zakładów w grupie marża EBITDA wzrosła 1,2% r/r i wyniosła 18,2%. Zysk netto wzrósł o 43,5% głównie dzięki mniejszym odsetkom od kredytów, dodatniego wpływu transakcji zabezpieczających i dodatniej wycenie zadłużenia. Mimo, że na rynku wciąż ma miejsce dekonunktura, spółce udało się wygenerować dodatni, lepszy od zeszłorocznego wynik operacyjny (5,6% r/r). Jak na razie brak jest bardziej istotnych symptomów ożywienia, ale wygląda na to, że Grupa Kęty jest dobrze przygotowana na kryzys w branży. Biorąc pod uwagę bieżącą cenę akcji obniżamy naszą dotychczasową rekomendację inwestycyjną z kupuj do trzymaj.

Porządki w grupie

Firma sprzedała na rzecz spółki zależnej Alupol 69,7 tys. udziałów w Alupol Packaging Kęty. Pakiet stanowiący 34,82% kapitału tego podmiotu został wyceniony na 34,98 mln PLN. Transakcja jest częścią porządkowania grupy kapitałowej zapowiadanej przez zarząd. Celem ma być wyodrębnienie spółki odpowiedzialnej za produkcję opakowań giętkich, co umożliwi ewentualne odsprzedaż tej działalności inwestorowi zewnętrznemu.

Weryfikacja prognozy na 2009 rok

Lepsze niż oczekiwano wyniki operacyjne poszczególnych segmentów przyczyniły się do rewizji prognozy dotyczącej wyników za 2009 rok z lutego bieżącego roku. Zarząd dodatkowo skorygował wartość spodziewanych przychodów za 2009 roku (1075 mln PLN). Na wyższe niż się wcześniej oczekiwano zmieniono wielkość zysku operacyjnego (124 mln PLN), EBITDA (186 mln PLN) oraz zysku netto (67 mln PLN).



KGHM (Redukuj)

Cena bieżąca: 94,8 PLN

Cena docelowa: 73 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 183,0	11 302,9	-7,2%	10 231,8	-9,5%	10 212,6	-0,2%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 034,0	4 077,7	-19,0%	3 283,4	-19,5%	2 514,8	-23,4%	MC (cena bieżąca)	18 960,0
marża EBITDA	41,3%	36,1%		32,1%		24,6%		EV (cena bieżąca)	18 146,9
EBIT	4 682,0	3 596,4	-23,2%	2 744,9	-23,7%	1 974,1	-28,1%	Free float	36,0%
Zysk netto	3 799,0	2 910,4	-23,4%	2 285,6	-21,5%	1 839,5	-19,5%		
P/E	5,0	6,5		8,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	4,6	5,6		6,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	45,0%
P/BV	2,1	1,8		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	221,4%
EV/EBITDA	3,3	4,2		5,5		7,0		Max (52 tyg.)	102,0
Dyid (%)	17,9	9,5		12,3		4,8		Min (52 tyg.)	22,4



Ze względu na sytuację na „realnym” rynku miedzi (opisaną poniżej) zachowanie się cen metalu i kursu KGHM w krótkim okresie jest nieprzewidywalne i sprowadza się do spekulacji. Jak na razie nie realizuje się nasz scenariusz zakładający spadek cen w drugiej połowie roku, pomimo szeregu rozczarowujących danych makroekonomicznych. Ostateczna weryfikacja tezy powinna nastąpić od drugiej połowy listopada, kiedy światowy popyt wchodzi w słabszy sezonowo okres – ze szczególnym uwzględnieniem grudnia. W tym czasie produkcja górnicza powinna notować maksymalne wykorzystanie mocy wytwórczych. Podtrzymujemy negatywne nastawienie inwestycyjne w średnim okresie.

Rynek miedzi

W październiku średnia cena miedzi wyniosła 6 330 USD/t i była o 8% wyższa niż w 3Q2009. Po uwzględnieniu kursu PLN, cena metalu wzrosła a analogicznym okresie o 5%. W przypadku srebra zmiany wynoszą odpowiednio: 16,4 i 13%. Zapasy na COMEX, LME i SHP wyniosły łącznie 440 tys. ton i były o 37 tys. ton wyższe niż na koniec września. Wg. danych ISCG w pierwszych siedmiu miesiącach br. światowy popyt na miedź obniżył się o 1,3%, z czego w Chinach wzrósł o 47%, w pozostałych krajach spadł o 19,5%. Największe spadki notują kraje wysoko-uprzemysłowione: Japonia (-36%), USA (-23%) i UE (-24%). W tym okresie produkcja górnicza zwiększyła się o 2,4% a produkcja miedzi rafinowanej spadła o 1,1%. Dane nie wykazują istotnej zmiany w stosunku do poprzednich miesięcy. Wyraźnie widać, że światowy popyt jest nadal słaby a wysokie ceny metalu na LME są konsekwencją „gry” pod słabego USD oraz zakupów strategicznych robionych przez chińskie SRB. Ponieważ drugi element jest całkowicie nieprzewidywalny analiza fundamentalna tego rynku mija się z celem. Jeżeli SRB zamierza kupić kolejne 0,5 mln ton metalu do ceny np. 8 tys. USD/t to czeka nas kolejna fala wzrostu cen na LME, bo na rynku w kolejnych miesiącach będzie pojawiał się zwiększony popyt z odbudowujących się gospodarek krajów rozwiniętych. Dodatkowo pojawiają się komentarze, że w poprzednim cyklu gospodarczym zapasy miedzi wzrosły do 1,7 mln ton, a obecnie do zaledwie 450 tys. Ton. Jeżeli jednak wkrótce chińczycy przestaną kupować, w popycie powstaje ogromna luka (kilkaset tys. ton), co bardzo szybko odłoży się na zapasach. W krótkim okresie rynek ten pozostanie bardzo spekulacyjny.

Prezes o 3Q

Wg. prezesa spółki w 3Q2009 wynik na podstawowej działalności operacyjnej KGHM był lepszy niż w poprzednim kwartale, natomiast zysk netto pogorszył się q/q ze względu na wysoką bazę 2Q (dywidenda z Polkomtela – 300 mln PLN). Zdaniem prezesa, dodatkowo negatywny wpływ na wynik na pozostałej działalności operacyjnej miała wycena transakcji zabezpieczających w związku ze wzrostem cen miedzi oraz ujemne różnice kursowe z tytułu umocnienia PLN. Wypowiedź prezesa może wprowadzać w błąd inwestorów a zabezpieczenia traktujemy jako działalność operacyjną. Wynik na poziomie EBIT powinien być o 300 ml PLN niższy q/q, co oznacza, że lepszy wynik na bieżącej działalności został skonsumowany przez zabezpieczenia, a różnicą jest dywidenda z Polkomtela. Na poziomie netto oczekujemy zysku w wysokości 524 mln PLN.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej we wrześniu

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

Budownictwo drogowe

Podwykonawcy budujący drogi będą upadać?

Wojciech Malusi z Ogólnopolskiej Izby Drogownictwa ostrzega, że walka cenowa generalnych wykonawców o kontrakty drogowe może wywołać lawinę upadłości wśród polskich przedsiębiorców. Według szacunków izby przy dużych budowach utrzymuje się w Polsce ponad 200 średnich i małych firm budowlanych. Eksperti szacują, że upaść może nawet co czwarta firma. Oferty w okolicy 50% kosztorysu pozbawiają je zysku, gdyż duże firmy nie zakontraktują żadnej usługi i dostawy materiału, jeśli będą musiały dołożyć do całej inwestycji. Takie podejście skazuje mniejszych graczy na redukcję marży, nawet do zera. Były szef GDDKiA, p. Kotlarek, przypomina, że podobna sytuacja miała miejsce w latach 2003-2005, gdy niewielka liczba ogłaszanych przetargów spowodowała, że „padali jak muchy”.

Emisja obligacji drogowych na 1,8 mld PLN

BGK sprzedał na aukcjach zorganizowanych przez NBP papiery o wartości 2,6 mld PLN. W całym Q4 2009 wartość emisji obligacji ma wynieść 7,25 mld PLN. W Q3 2009 BGK sprzedał jeszcze transzę o wartości 600 mln PLN za pośrednictwem Banku Handlowego.

Rozstrzygnięcia kolejnych przetargów na odcinki A4

Dragados złożył najkorzystniejszą ofertę na budowę kolejnego odcinka autostrady A4 o długości 13 km. Wartość oferty to 543 mln PLN. Złożonych zostało 7 ofert. Najniższą ofertę na budowę odcinka o długości 20,9 km złożyło konsorcjum firm NDI i SB Granit z Macedonii. Ciągłe czekają nas zgodnie z naszą analizą rozstrzygnięcia na kwotę 5,1 mld PLN w ciągu najbliższych 6 miesięcy.

Prezes Strabagu o segmencie drogownictwa

Portfel zleceń firmy Strabag wynosi 8 mld PLN. Spółka złożyła oferty za kolejne kilka mld PLN. Efektywność składanych przez spółkę ofert to 15%. Gdyby udało ją się zwiększyć do 20%, cały potencjał spółki (ludzie, sprzęt i ponad 40 wytwórni mas bitumicznych) byłby wykorzystany. Obecnie spółka wykorzystuje go w 75%. W tym roku spółka chce uzyskać z budowy dróg i mostów 2,6 mld PLN, cel na rok 2010 to 1 mld EUR. Jeszcze w tym roku mają rozstrzygnąć się przetargi na budowę kilku odcinków autostrady A1 i A4. Poza tym jest sporo ogłoszeń o budowie dróg ekspresowych i obwodnic. Zdaniem prezesa Strabagu, firmy dziś kalkulują marże operacyjne na poziomie 0-2% rocznie. W przyszłości nastąpi naturalna selekcja wykonawców – znikną z rynku ci, którzy dziś dają najniższe ceny. Zagrożeniem dla sektora jest dopuszczanie udziału zagranicznej konkurencji do rynku.

Budownictwo kolejowe

Pozytywne wiadomości z rynku kolejowego

Prezes PKP PLK poinformował, że spółka ma już potwierdzone 3,7 mld PLN środków na inwestycje w budowę i modernizację sieci w 2010 roku. Są to środki krajowe. W Centrum Unijnych Środków Transportowych spółka ma jeszcze potwierdzone dofinansowanie w kwocie 500 mln PLN. To daje razem 4,2 mld PLN. Wraz z dodatkowymi wnioskami, które spółka planuje złożyć, powinno to dać budżet 2010 roku w wysokości 5 mld PLN. Kolejne lata mają przynieść wyższe wydatki inwestycyjne, ze szczytem w latach 2011-2014. W 2009 roku wydatki inwestycyjne PKP PLK mają wynieść 3,05 mld PLN. W pierwszych miesiącach 2010 roku PKP PLK ma ogłosić przetargi na kilka dużych projektów modernizacyjnych na linii Warszawa – Gdańsk i Warszawa – Łódź. Do końca Q1 2010 PKP PLK chce zakontraktować wszystkie przetargi na linii Warszawa – Gdańsk – Gdynia. Istotnym przetargiem, który już został ogłoszony, jest drugi etap modernizacji linii Warszawa – Łódź na odcinku Warszawa – Skierniewice (1,5 mld PLN). W przygotowaniu są jeszcze dwa zadania na odcinku łódzkim, przetargi powinny być ogłoszone w pierwszej połowie 2010 roku. Przetargi na odcinku łódzkim obejmują modernizację stacji Łódź Widzew i budowę podziemnego dworca w Łodzi wraz z nadbudową łączącą go z miastem. Na kilku liniach, takich jak Toruń – Bydgoszcz, Opole – Gliwice, Skarżysko – Sandomierz rozpoczną się też prace modernizacyjne mające przywrócić te linie do pierwotnych parametrów. Nie będzie to tak głęboka modernizacja jak w przypadku projektów unijnych. Będzie też ogłaszany przetarg na projekt, a następnie budowę linii Warszawa – Radom.

Sytuacja w ramach inwestycji na kolei

Z trzech wniosków o dofinansowanie kolejowych projektów indywidualnych, PKP PLK złożyły tylko jeden – informuje dyrektor Centrum Unijnych Projektów Transportowych. Chodzi o modernizację 58 km linii kolejowej z Wrocławia do granicy woj. Dolnośląskiego. Janusz Piechociński z sejmowej Komisji Infrastruktury przyznaje, że PKP PLK ma kłopoty z realizacją dużych inwestycji, a kilkanaście projektów wciąż nie może przebrnąć etapu przygotowań. Prezes PKP PLK obiecuje przyspieszenie prac nad inwestycjami, oczekuje, że PKP PLK do końca roku złoży co najmniej 10 wniosków o dofinansowanie. Do końca Q1 2010 mają być podpisane umowy na dofinansowanie wszystkich odcinków linii z Warszawy do Gdyni. Premier Tusk powołał kolejarzom do pomocy rządowy zespół. W skład jego weszli m.in. wiceministrowie resortów infrastruktury, rozwoju regionalnego i ochrony środowiska. Zespół zajmie się m.in. ustaleniem stawek za dostęp do torów.

Budownictwo energetyczne

4 konsorcja dopuszczone do składania ofert na budowę bloku na Siekierkach

Przedstawicielka biura prasowego Vattenfalla poinformowała, że 4 konsorcja przeszły prekwalifikację i zostały dopuszczone do składania ofert na budowę nowego bloku energetycznego na Siekierkach. Termin składania wstępnych ofert został wydłużony do końca listopada. Do etapu tego mogą przystąpić konsorcja z udziałem firm giełdowych takich jak Budimex (w konsorcjum z Foster Wheeler), Mostostal Warszawa (w konsorcjum z Rafako), i Polimex Mostostal. Wstępne oferty mają potwierdzić warunki specyfikacji technicznej i jeszcze nie będzie w nich brana pod uwagę cena. Dopiero pod koniec grudnia tego roku, kiedy prawdopodobnie odbędzie się 2-gi etap negocjacyjny, oferty będą już zawierały cenę. Wartość inwestycji jest szacowana na 800 mln EUR.

Enea może ogłosić przetarg na dwa bloki 1000 MW

Prezes Enei poinformował, że spółka może jeszcze w tym roku ogłosić przetarg na budowę 2 bloków energetycznych o mocy 1000 MW każdy. Obecnie rozstrzygany jest przetarg na wybór doradcy prawnego i technicznego dla tego projektu. Prezes nie wykluczył, że ogłoszone zostaną 2 odrębne przetargi dla każdego bloku. Szacunkowy koszt inwestycji to 10 mld PLN dla obu bloków. Enea szacuje, że do roku 2015-2020 będzie potrzebować 15-20 mld PLN na inwestycje w Elektrowni Kozienice i w odnawialne źródła energii. Do 2030 roku kwota ta może sięgać nawet 40 mld PLN.

ABM Solid

Q3 2009 przyniesie poprawę wyników

Prezes ABM Solid przyznaje, że w Q3 i Q4 2008 powinna nastąpić poprawa wyników finansowych Grupy. Przyszłoroczny portfel zleceń już w tej chwili przekracza 200 mln PLN, marże na nowych zleceniach powinny być „na zadowalającym poziomie”. ABM Solid w przeszłości uzyskiwał 50% sprzedaży z budownictwa przemysłowego, w tej dziedzinie jednak kryzys spowodował zawieszenie wielu inwestycji. Obecnie zdaniem prezesa kontrahenci znów wracają do spółki, aby powrócić do realizowanych projektów. Prezes zakłada, że przełom w branży powinien przynieść przyszły rok. W przyszłym roku ABM Solid chce też rozpoznać w wynikach sprzedaż większości ze 150 mieszkań, które powstają przy ul. Modlińskiej w Warszawie. Właśnie dzięki temu przyszłoroczne wyniki mają być udane. Prace w zakresie fuzji ze spółką zależną Resbud mają zakończyć się dopiero w przyszłym roku.

Elektrotim

Q3 nie gorszy r/r, Q4 już słabszy

Prezes poinformował, że wyniki Q3 2009 są nie gorsze r/r, jednak już Q4 2009 może być słabszy. Cały rok 2009 na poziomie wyników powinien ukształtować się na poziomie roku 2008. Przychody i zysk operacyjny powinny być na poziomie porównywalnym r/r, na wynik netto może też mieć wpływ wycena finansowych inwestycji długoterminowych.

Energomontaż Południe

16 mln PLN jednostkowego zysku netto po trzech kwartałach

Prezes Energomontażu Południe szacuje, że wyniki jednostkowe za trzy kwartały bieżącego roku wyniosą ponad 200 mln PLN przychodów ze sprzedaży i około 16 mln PLN zysku netto. Prezes nie podejmuje się na razie szacowania wyników skonsolidowanych, przyznaje jednak, że będą one gorsze od wyniku jednostkowego, ze względu na brak uwzględnienia dywidendy otrzymanej w Q1 2009 od Amontexu. Realny poziom przychodów na rok 2009 to 315 mln PLN. Obecnie w portfelu zleceń znajdują się kontrakty o wartości 598 mln PLN, co po uwzględnieniu tegorocznych oczekiwań oznacza, że na rok 2010 i 2011 pozostają kontrakty na kwotę powyżej 265 mln PLN. W oparciu o posiadane kontrakty, prezes szacuje, że przychody mogłyby w przyszłym roku wynieść nawet 400 mln PLN. Spółka przygotowuje się do emisji akcji, z której część obejmie PBG, część zaś prezes Hołda. Może do niej dojść w styczniu 2010 roku. PBG i

Energomontaż do końca roku mogą powalczyć o 4 kontrakty energetyczne. Są to: inwestycja w Elektrowni Jaworzno (600 mln PLN), budowa bloku opalanego biomasą dla Elektrociepłowni Elbląg (80 mln PLN), budowa kotłów olejowo-gazowych dla Elektrociepłowni Zielona Góra (80 mln PLN) oraz układ transportowania i magazynowania biomasy w PGE Elektrowni Bełchatów (150 mln PLN).

Kontrakt na konstrukcje stalowe na stadion w Gdańsku

Energomontaż Południe w konsorcjum z PBG Technologie podpisał kontrakt ze spółką PBG na prefabrykację, wykonanie i montaż konstrukcji stalowej dachu stadionu w Gdańsku. Wartość kontraktu to 93 mln PLN (29% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów spółki w wysokości 319 mln PLN). Udział Energomontażu w konsorcjum to 98%. Wartość kontraktu może ulec zmniejszeniu o około 8 mln PLN, w przypadku rezygnacji zlecającego z części prac. Po podpisaniu kontraktu portfel Energomontażu wzrósł do 598,1 mln PLN. Prezes Hołda szacuje, że portfel zamówień spółki może wzrosnąć do końca roku nawet do 700 mln PLN, gdyż spodziewa się on podpisania kontraktów na 100 mln PLN. Z 700 mln PLN około 400 mln PLN przypadałoby na kolejne lata (2010+).

Energomontaż Północ

Komentarz zarządu do wyników Q3 2009

Dyrektor finansowy Energomontażu przyznaje, że utrzymanie marż na dotychczasowym poziomie w kolejnych miesiącach może być trudne. Szczególnie zauważalny jest spadek rentowności w ramach produkcji i usług serwisowych. Rosną za to marże na montażach. Wartość portfela zleceń na rok 2010 to 175 mln PLN. Przed rokiem znajdujące się w portfelu umowy na rok 2009 miały wartość 209 mln PLN. W tym roku nie ma tak dużych jednostkowych zleceń, które pozwoliłyby w ten sposób jak w roku ubiegłym zwiększyć obłożenie portfela na rok 2010. Spółka mimo to zakłada zdobycie w najbliższej przyszłości zleceń wypełniających portfel zamówień na rok 2010. Energomontaż złożył oferty za 1,75 mld PLN, a pozyskiwalność kontraktów wynosi średnio 15-20%.

Energopol Południe

Portfel zamówień Energopolu

Prezes zarządu przyznał, że portfel zamówień spółki na rok 2010 wynosi 100 mln PLN. W portfelu nie ma zleceń drogowych. Energopol pracuje obecnie nad kilkoma przetargami, jedno zlecenie dotyczy drogi lokalnej. Gdyby udało się je pozyskać, byłby to największy kontrakt w historii spółki. Rozstrzygnięcia prezes spodziewa się w przyszłym roku. Gdyby akwizycja poszła z planem, przychody z drogownictwa w przyszłym roku odpowiadałyby za 30% przychodów spółki. Pomimo strat w pierwszym półroczu, prezes przekonany jest, że wynik na koniec roku będzie dodatni.

Mostostal Płock

Portfel na rok 2010 wypełniony w połowie

Portfel zamówień Mostostalu na rok 2010 wypełniony jest w prawie 50%. Teraz spółka pracuje nad zamówieniami na drugą połowę roku 2010. Prezes nie ujawnia jednak, jaka jest wielkość kontraktów przewidzianych do realizacji w 2010 roku i jakie na rok 2010 przewidziane są przychody. W związku z kończącymi się programami inwestycyjnymi w polskich rafineriach, spółka zamierza zintensyfikować wysiłki mające na celu pozyskanie zleceń eksportowych. W połowie listopada zarząd spółki wybiera się na targi podwykonawcze do Francji, co może zaowocować nowymi zleceniami. Zapowiada się też walka o zlecenia rafinerii w Możejkach, jeśli zdecyduje się ona na realizację planów inwestycyjnych. Zarząd wycofuje się z wcześniejszych zapowiedzi wzięcia udziału w modernizacji stadionu we Wrocławiu. Powodem są nie satysfakcjonujące ceny. Wyniki Q3 2009 były lepsze od oczekiwań zarządu. Zarząd podtrzymał opinię, że spółka w 2009 roku osiągnie wyniki co najmniej porównywalne z wynikami roku 2008.

Pol-Aqua

Przejęcie Pol-Aqua przez Dragados pomoże Pol-Aqua w rozwoju

Prezes Chelkowski nie wyobraża sobie, aby dynamika przychodów i wyniku netto była niższa od zakładanej na ten rok (+20% przychody i wynik netto). Z Dragadosem Pol-Aqua zamierza startować w przetargach wartych kilka mld PLN. Dragados jest częścią grupy ACS, która w segmencie budownictwa w 2008 roku wygenerowała 6,6 mld EUR przychodów oraz 275 mln EUR zysku netto. W niektórych przetargach Pol-Aqua nie może startować sama, ze względu na brak zaplecza technologicznego, finansowego, czy referencji. Dzięki współpracy z Dragadosem spółka będzie w stanie startować w konsorcjach liczących mniej firm, co obniży ryzyko, a tym samym umożliwi oferowanie niższych cen. W ciągu dwóch ostatnich miesięcy Grupa podpisała umowy na kwotę 400 mln PLN. Obecnie w portfelu spółki znajdują się zlecenia na kwotę 1,8 mld PLN (rok temu: 1,2 mld PLN). Obecnie spółka ma skoncentrować się na pozyskiwaniu



zleceń o wyższej rentowności i krótszym czasie realizacji. W przypadku kontraktu na budowę Mostu Północnego, prezes przyznaje, że kontrakt nigdy nie był kalkulowany bez marży, zaś dzięki bieżącym oszczędnościom kosztowym, wynik na kontrakcie powinien być lepszy niż pierwotnie zakładano.

Sukces wezwania na akcje Pol-Aqua

Wezwanie na akcje Pol-Aqua zakończyło się sukcesem. Objęto wszystkie 18 mln akcji.

Projprzem

Nadal brak poprawy w pomostach przeładunkowych

Prezes przyznaje, że wciąż nie ma przełomu w zamówieniach na pomosty przeładunkowe. W tym roku w Europie ilość zamówień spadła o 2/3, o tyle też spadnie wynik Projprzemu w stosunku do wcześniejszych oczekiwań (prezes spodziewał się 50 mln PLN przychodów ze sprzedaży pomostów w tym roku). Nadal źle wygląda sytuacja w ramach budownictwa przemysłowego. Jest mało zamówień, konkurencja jest duża, kontrakty przestają być rentowne. Lepiej wygląda segment konstrukcji stalowych – tu spółka posiada zamówienia do końca roku. Prezes liczy, że cały rok zakończy się jednak na plusie.



Budimex (Trzymaj)

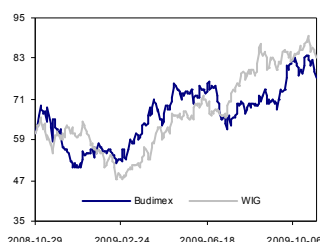
Cena bieżąca: 77,6 PLN

Cena docelowa: 82,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-29

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 075,9	3 350,0	8,9%	3 315,8	-1,0%	4 105,8	23,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	51,7	134,2	159,8%	225,3	67,9%	262,9	16,7%	MC (cena bieżąca)	1 981,1
marża EBITDA	1,7%	4,0%		6,8%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 057,8
EBIT	28,0	112,2	300,1%	203,4	81,3%	240,7	18,3%	Free float	26,7%
Zysk netto	15,1	104,7	595,1%	172,1	64,3%	188,4	9,5%		
P/E	131,5	18,9		11,5		10,5		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	51,2	15,6		10,2		9,4		Zmiana ceny: 6m	7,2%
P/BV	3,7	3,1		3,0		2,3		Zmiana ceny: 12m	17,6%
EV/EBITDA	33,7	12,2		9,1		7,9		Max (52 tyg.)	83,8
Dyid (%)	0,0	0,0		7,5		0,0		Min (52 tyg.)	50,7



Wyniki Q3 2009 były bardzo dobre, bez zawiązanych rezerw i pozostałych przychodów operacyjnych, wynik netto mógłby wynieść nawet 150 mln PLN. W przypadku zawiązanych rezerw, sądzimy, że mogą być one w przyszłości przynajmniej częściowo rozwiązane. Mieszane uczucia budzą w nas zmiany strategiczne zachodzące w Grupie. Negatywnie oceniamy planowaną transakcję zakupu pozostałych 50% udziałów w spółce Budimex Nieruchomości. Uważamy, że warunki jej nie są atrakcyjne (wycena gruntów jest uczciwa, podczas gdy na rynku można uzyskać dyskonto), obawy nasze zaś budzi powiązane z nią zmniejszenie zasobów gotówkowych Budimexu o 385 mln PLN. Spadek gotówki w spółce to redukcja możliwości rozwoju działalności deweloperskiej i budowlanej. Stosunkowo negatywną wiadomością jest również zapowiedź możliwości niepowodzenia budowy odcinka Stryków – Pyrzowice w systemie PPP przez konsorcjum z udziałem Budimexu. Podsumowując, nie wykluczamy, że polityka strategiczna Ferrovialu może zakładać sprzedaż udziałów w Budimexie, prawdopodobieństwo transakcji oceniamy na 40%. Na razie polityka Grupy Ferrovial wobec Budimexu zakłada naszym zdaniem ograniczenie wydatków kapitałowych (kontrakt PPP) i przesunięcia gotówki wewnątrz grupy od spółek posiadających jej nadmiar (Budimex) do spółek z deficytem środków pieniężnych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Q3 2009: pod wpływem zdarzeń jednorazowych

Przychody były zgodne z oczekiwaniami naszymi i oczekiwaniami rynku. Znacznie niższa od oczekiwań okazała się marża brutto na sprzedaży (3,5%, prognoza: 8,3%). Niższa rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży wynika z utworzonych w Q3 2009 rezerw na straty na kontraktach w wysokości 146,7 mln PLN oraz rezerw na naprawy gwarancyjne na 12,2 mln PLN. Zgodnie z informacjami pozyskanymi ze spółki, rezerwy na straty na kontraktach dotyczą głównie nowych kontraktów drogowych projektuj i buduj (D&B), podpisanych w tym roku. Gdyby saldo rezerw i saldo na naprawy gwarancyjne nie wzrosło, wynik brutto na sprzedaży w Q3 2009 wyniósłby aż 20,9%. Budimex wykazał 31,0 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych, z czego większość to pozycje takie jak przychody z odszkodowań (12,8 mln PLN), zmniejszenie odpisu na aktualizację należności (12,8 mln PLN), zmniejszenie odpisu na kary i odszkodowania (7,8 mln PLN). Prawdopodobnie, część zmniejszonych w Q3 2009 odpisów dokonana została w Q2 2009, zmniejszenie zaś związane jest z otrzymaniem płatności lub ściąganiem zabezpieczenia należności. Zysk operacyjny ostatecznie wyniósł 53,8 mln PLN, zysk netto zaś 52,5 mln PLN (konsensus: 45,9 mln PLN). Rentowność grupy byłaby bardzo wysoka, gdyby nie utworzone rezerwy na kontrakty. Wynik netto w samym Q3 2009 wyniósłby ponad 150 mln PLN.

Komentarz do poczynionych rezerw w Q3 2009

Prezes Budimexu przyznał, że istotny wzrost poziomu rezerw w Q3 2009 wynika ze stosowanego przez Budimex od lat bardzo ostrożnego i konserwatywnego podejścia do wyceny spodziewanych marż na kontraktach i uwarunkowane jest podpisaniem kontraktów o długim okresie realizacji i dużej wartości, takich jak A1 Pyrzowice – Piekary Śląskie, czy A2 Stryków – Konotopa. Rezerwy te będą rozwiązywane w kwotach adekwatnych do realizowanej na kontraktach sprzedaży.

Prezes o wynikach finansowych Budimexu

Nowy prezes Budimexu uważa, że w całym 2009 roku przychody Grupy mogą spaść o 3-4% r/r. Stopa wzrostu przychodów w 2010 roku powinna być jednocyfrowa. Marża zysku brutto przed opodatkowaniem wzrośnie do 5-6% w tym roku i pozostanie na tym poziomie przez co najmniej dwa lata. Obecnie w portfelu zleceń Budimexu znajdują się kontrakty o wartości 4,7 mld PLN, 70% z tego to drogownictwo. Do końca roku wartość portfela wzrośnie do 5 mld PLN. Do końca roku spółka zawrze umowy na 1,5 mld PLN. W wyliczeniach wielkości portfela zleceń nie jest

brany kontrakt na budowę odcinka autostrady A1, gdyż obarczony jest on bardzo dużym ryzykiem. Szansę na realizację kontraktu o wartości 3-4 mld PLN prezes szacuje na 50%. Ocenia, że zamknięcie finansowania na ustalonych warunkach do końca 2009 roku jest trudne. Gdyby kontrakt udało się pozyskać, sprzedaż w 2010 roku mogłaby wzrosnąć nawet o 30%. Prezes Budimexu, Dariusz Blocher, szacuje, że Budimex może mieć nawet 1 mld PLN środków pieniężnych na koniec 2009 roku (połowa roku: 704,3 mln PLN). Prezes Budimexu przyznaje, że kontrakty podpisane w tym roku realizowane będą na niższych marżach niż ubiegłoroczne. Jest jednak spokojny, nawet gdy dojdzie do wzrostu cen materiałów budowlanych i usług. W najbliższej przyszłości wzrosty mogą wynieść 5-10%, nie powtórzy się jednak sytuacja z lat 2006-2007, gdy wyniosły one 30-40% - mówi prezes. W razie wzrostu cen zdaniem prezesa problemy będą miały głównie małe firmy, które często realizują kontrakty na niskich marżach.

Budimex rozważa nabycie udziałów w Budimex Nieruchomości

W komunikacie bieżącym Budimex poinformował o tym, że rozważa możliwość nabycia 50% udziałów w spółce Budimex Nieruchomości od firmy Grimaldi Investments (z Grupy Ferrovial). W związku z tym Budimex złożył niewiążącą ofertę nabycia tych udziałów. Zarząd uzależnia podpisanie umowy nabycia udziałów od uzyskania potwierdzenia prawidłowości wyceny udziałów. W przypadku pozytywnego wyniku analizy, zawarcie umowy przewiduje się do dnia 5 listopada 2009 roku. Ustalona przez strony cena nabycia udziałów wynosi 385 mln PLN. Termin płatności ustala się do 16 listopada 2009 roku.

Niepewności wokół budowy odcinka autostrady A1

Do końca roku firma Autostrada Południe ma pozyskać finansowanie na budowę odcinka autostrady A1 Stryków – Pyrzowice. Chętnych do sfinansowania inwestycji jest wielu, sfinansowanie około 50% wartości inwestycji zapowiedział EBI, bliski decyzji jest Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, a także niemal 30 banków komercyjnych, wśród których finansowanie organizują Unicredit i Societe Generale. Mimo to, w wywiadzie z prezesem Budimexu pojawiło się ostrzeżenie, że ryzyko braku realizacji wynosi 50%, warunkiem koniecznym jest zaś udzielenie przez stronę rządową gwarancji. Chodzi tutaj o gwarancje dla banków komercyjnych, co pozwoliłoby na redukcję kosztu finansowania i ponowny wzrost opłacalności inwestycji.

Konsorcjum z udziałem Budimexu żąda 1,1 mld PLN od PPL

Konsorcjum firm Ferrovial Agroman, Estudio Lamela i Budimex wezwało do próby zawarcia ugody w sprawie postępowania o budowę Terminala na Okęciu. Jednocześnie konsorcjum zwiększyło kwotę roszczeń w stosunku do Przedsiębiorstwa Państwowego Porty Lotnicze. Jest to obecnie aż 1,1 mld PLN, z czego 40% przypada na Budimex. Wzrost wartości sporu wynika z tego, że obecnie wartość przedmiotu sporu powiększono o wartość rynkową wykonanego przez konsorcjum Terminala na dzień 9 listopada 2007 roku oraz pomniejszono o wypłacone z tego tytułu wynagrodzenie umowne. Do tej pory konsorcjum domagało się ponad 200 mln PLN. Kwotę żądań zwiększył też PPL (z 135,7 mln PLN do 280 mln PLN).

Wizja rozwoju w segmentach budownictwa

Prezes Budimexu spodziewa się, że do 2012 roku za wzrosty sprzedaży w Grupie odpowiadać będzie głównie część drogowa, od 2013 roku zaś mniejszą ilość kontraktów drogowych mają kompensować przychody z budownictwa energetycznego i kolejowego. Prezes spodziewa się, że liczba nowych kontraktów w drogownictwie w latach 2011-2012 spadnie o 50%. Celem jest osiągnięcie z segmentu drogowego i energetyki 0,8-1 mld PLN przychodów w 2012 roku. Obecnie Budimex pracuje nad konsorcjum, które powalczy o wyceniany na 10 mld PLN kontrakt na budowę dwóch bloków energetycznych w Elektrowni Opolo. Budimex w konsorcjum będzie miał około 40%-owy udział. Spółka startuje też w przetargu na LNG. Przetargi kolejowe na dużą skalę powinny być ogłaszane do końca 2010 roku. Rentowność brutto tych kontraktów sięga 6-8%. Wyższa jest w energetyce.

Problemy z jakością wybudowanej obwodnicy Wyszkowa

Pomimo, że oficjalne oddanie do ruchu obwodnicy Wyszkowa odbyło się niespełna rok temu, trasie już grozi popękanie. GDDKiA winą obarcza wykonawcę, czyli konsorcjum Budimex Dromex i Mosty Łódź. Z opinii Dyrekcji wynika, że „Na obwodnicy (...) zostały wykryte istotne błędy w sztuce budowlanej. (...) nawierzchnia ułożona na obwodnicy jest niejednorodna w składzie w warstwie ścieralnej, wiążącej, jak i w podbudowie, czyli w całym przekroju drogi. Odchylenia od normy sięgają nawet 28%”. Te części wynagrodzenia, które jeszcze nie zostały spółkom wypłacone mają zostać zatrzymane, na pokrycie kosztów usunięcia wad. GDDKiA żądać też będzie, aby wykonawca wydłużył gwarancje z 2 lat do 6 lat. Prezes spółki przyznaje, że jeśli okaże się, że spółka popełniła błędy w budowie, naprawi szkody na własny rachunek. Spółka ma utworzone rezerwy na tym kontrakcie, więc nie wpłynie to na wyniki finansowe Budimexu. Udział Budimexu w wartości kontraktu wyniósł 140 mln PLN. Dalej prezes tłumaczy, że kontrakt dla spółki w ogóle był stratny. O aż 1,5 roku opóźniły się wykupy gruntów pod drogę, inwestycja zaś była w efekcie prowadzona w innym terminie, gdy podrożały materiały



budowlane i robocizna. Budimex w związku z tym walczy w sądzie o 26 mln PLN tytułem rekompensaty.

Kontrakt za 794,5 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na zaprojektowanie i wykonanie autostrady A4 Rzeszów – Korczowa na odcinku Jarosław „Węzeł Wierzbna” (bez węzła) – Radymno (z węzłem). Wartość kontraktu to 794,5 mln PLN (24% prognozowanych na ten rok przychodów). Termin zakończenia prac to 30 kwietnia 2012 roku.

Nowe mniejsze kontrakty budowlane

Budimex podpisał z Zarządem Miejskich Inwestycji Drogowych w Warszawie kontrakt za 63,06 mln PLN (1,9% prognozowanych przychodów na rok 2009) na budowę ciągu ulic 17 Stycznia - Cybernetyki. Prace mają potrwać 12 miesięcy. Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę na rozbudowę Szpitala Uniwersyteckiego w Bydgoszczy. Wartość kontraktu to 51 mln PLN (1,5% prognozowanych na ten rok przychodów). Partnerem w konsorcjum jest Ferrovial Agroman. Budimex Dromex zbuduje węzeł drogowy Parłówko z obwodnicą Truszcyna i Ostroń na drodze krajowej nr 3. Wartość kontraktu to 84,13 mln PLN netto (2,5% prognozowanych na ten rok przychodów Grupy). Budowa ma się rozpocząć w ciągu 30 dni od daty podpisania umowy. Budimex 4 listopada 2009 roku w konsorcjum z Cadaqua ma podpisać kontrakt z Chorzowsko – Świętochłowickim Przedsiębiorstwem Wodociągów i Kanalizacji o modernizację oczyszczalni ścieków Klimzowiec i gospodarkę osadem ściekowym. Wartość kontraktu to 88,5 mln PLN (około 2,6% prognozowanych na ten rok przychodów Budimexu). Termin rozpoczęcia robót przypada na listopad 2010 roku.



Elektrobudowa (Trzymaj)

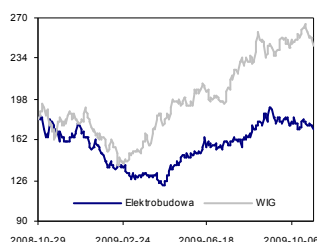
Cena bieżąca: 171 PLN

Cena docelowa: 170,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	679,6	811,0	19,3%	819,9	1,1%	800,9	-2,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,6	79,0	59,3%	71,1	-10,1%	60,4	-15,0%	MC (cena bieżąca)	811,8
marża EBITDA	7,3%	9,7%		8,7%		7,5%		EV (cena bieżąca)	741,9
EBIT	44,2	71,3	61,1%	61,6	-13,6%	50,7	-17,6%	Free float	39,1%
Zysk netto	34,7	60,3	73,7%	52,5	-12,9%	47,4	-9,7%		
P/E	20,8	13,5		15,5		17,1		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE	18,0	11,9		13,1		14,2		Zmiana ceny: 6m	19,6%
P/BV	6,5	3,3		2,9		2,6		Zmiana ceny: 12m	-6,1%
EV/EBITDA	14,6	9,2		10,4		11,8		Max (52 tyg.)	191,0
Dyid (%)	1,2	1,5		2,1		1,9		Min (52 tyg.)	121,0



Z uwagi na wysoką wycenę spółki, trudno nam zauważyć czynniki, które mogłyby wpłynąć na podwyższenie naszej rekomendacji. Ryzyko erozji rekordowo wysokich poziomów rentowności nadal występuje i będzie obecne przez cały 2010 roku, ze względu na słabość rynku inwestycyjnego. Uważamy, że rynek inwestycji przemysłowych w 2010 roku ciągle będzie słaby, co będzie oddziaływało na Elektrobudowę (produkcja rozdzielnic). W zakresie budowy instalacji elektrycznych, rok 2010 będzie naszym zdaniem pod znakiem wstrzymanych budów kubaturowych w 2009 roku. Nie przewidujemy też znacznej poprawy w ramach usług dla energetyki (nowe inwestycje przerodzą się w kontrakty dla spółki dopiero w 2012/2013 roku). Stosunkowo najlepsze mogą okazać się kontrakty eksportowe, ich wartość będzie jednak ograniczona. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wywiad z prezesem

Prezes Faltynowicz przyznał, że wynik netto z prognozy zostanie prawdopodobnie przekroczony o kilka mln PLN. Planowanych 806 mln PLN raczej jednak nie da się osiągnąć, z powodu przesunięć terminów zawieranych kontraktów. Obecnie portfel zamówień Grupy to 520 mln PLN, pod koniec roku powinien on oscylować wokół 500 mln PLN. Q3 2009 był słaby pod względem kontraktacji, jednak poprawę przyniesie październik, w którym spółka podpisze więcej kontraktów niż w całym Q3 2009. Spółka ma na oku trzy potencjalne kontrakty w Arabii Saudyjskiej o wartości kilku mln PLN, nie wiadomo jednak, kiedy zostaną one zawarte. Lista rozpoznanych kontraktów jest znacznie dłuższa. W tym roku Elektrobudowa podpisze też umowę, która rozszerzy o jedną trzecią kontrakt w fińskiej elektrowni jądrowej wart 34 mln EUR. Realizacja rozpocznie się najwcześniej w przyszłym roku. Spółka zawarła też porozumienie, w sprawie wykonania oświetlenia na jednym ze stadionów. Wartość potencjalnego zlecenia to kilkanaście mln PLN. Spółka nadal chce walczyć o zlecenia przy budowie warszawskiego metra. Prezesa Faltynowicza niepokoi za to zastój na rynku rosyjskim, który uderza w dwie spółki zależne, które mimo to w 2009 roku przyniosą zyski. W długim terminie perspektywy rynku prezes widzi pozytywne, w kontekście roku 2010 są one jednak neutralne bądź pesymistyczne.

Kontrakt z PKN Orlen na 18,3 mln PLN

Elektrobudowa podpisała z PKN Orlen kontrakt na wykonanie robót branży elektrycznej, teletechnicznej, budowlanej i automatyki w ramach przebudowy Bloków Wodnych Rafinerii. Wartość kontraktu to 18,3 mln PLN (2,2% prognozowanych na ten rok przychodów spółki). Termin zakończenia prac przypada na 31 lipca 2010 roku.



Erbud (Akumuluj)

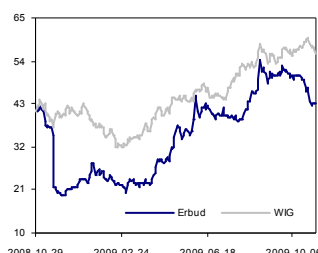
Cena bieżąca: 42,9 PLN

Cena docelowa: 49,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	663,1	1 059,0	59,7%	900,0	-15,0%	1 090,0	21,1%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	34,6	71,3	106,0%	55,9	-21,7%	56,3	0,8%	MC (cena bieżąca)	539,3
marża EBITDA	5,2%	6,7%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	436,0
EBIT	32,8	64,8	97,7%	49,5	-23,6%	49,9	0,8%	Free float	21,0%
Zysk netto	31,8	10,4	-67,4%	40,5	289,6%	42,6	5,2%		
P/E	16,9	51,9		13,3		12,7		Zmiana ceny: 1m	-14,2%
P/CE	16,0	31,8		11,5		11,0		Zmiana ceny: 6m	19,0%
P/BV	2,8	2,7		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	3,1%
EV/EBITDA	13,6	7,4		7,8		7,6		Max (52 tyg.)	54,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,9



pozytywnie postrzegamy zdobyty kontrakt mieszkaniowy za 86,2 mln PLN. Zwracamy uwagę, że zarząd Erbudu przyznaje, że nie zmienił kryteriów pozyskiwania kontraktów, tzn. nie obniżył oczekiwanych poziomów marż. Podtrzymujemy wcześniejszą opinię o dobrej jakości zdobytych w połowie roku kontraktów. Zwracamy uwagę na przekraczające 80% zapełnienie portfela zamówień w ramach segmentu generalnego wykonawstwa w kraju. Uważamy, że Erbud będzie w stanie skorzystać na „odblokowaniu” nowych inwestycji mieszkaniowych i komercyjnych, nie w takim jednak stopniu jak małe firmy (ze względu na konserwatywną politykę pozyskiwania nowych zleceń). Inwestycje w segmencie energetycznym mogą być dobrym pomysłem, pod warunkiem atrakcyjnej ceny przejęcia. Podnosimy naszą rekomendację do akumuluj. Głównym powodem rewizji zalecenia inwestycyjnego jest spadek kursu Erbudu o ponad 10% w ciągu miesiąca.

Duży kontrakt budowlany za 86,2 mln PLN

Erbud podpisał kontrakt budowlany z firmą Quattro Towers na budowę kompleksu mieszkaniowego w Gdańsku o wartości 86,2 mln PLN (7,9% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Realizacja prac potrwa 22 miesięcy.

Objęcie udziałów w JF Inwestycje

Erbud objął 69,7% nowo utworzonych udziałów w spółce JF Inwestycje, działającej w branży energetycznej. Wartość transakcji to 1,49 mln PLN. Głównym aktywem spółki są udziały w firmie PPU Elektro. 90% udziałów w spółce posiada PKE, 10% zaś JF Inwestycje. Spółka PPU Elektro prowadzi prace remontowe dla PKE.

Erbud myśli o kolejnych przejęciach spółek związanych z energetyką

Józef Zubelewicz, członek zarządu, poinformował, że Erbud nie wyklucza kolejnych akwizycji w segmencie budownictwa energetycznego. Obecnie spółka prowadzi rozmowy z kilkoma podmiotami. W pierwszej kolejności spółka będzie finansować akwizycje ze środków własnych, dopiero w dalszej kolejności może sięgnąć po dług lub kolejne emisje akcji. Spółka chce dążyć do zwiększenia udziału przychodów z segmentu budownictwa energetycznego. Obecnie, wliczając prace prowadzone na eksporcie, jest to 5-7% przychodów, planem zaś jest osiągnięcie poziomu 20-30% przychodów Grupy w ciągu 3-5 lat.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 66 PLN

Cena docelowa: 84,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(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%	2 925,1	7,9%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	78,5	136,3	73,7%	202,0	48,2%	162,4	-19,6%	MC (cena bieżąca)	1 320,0
marża EBITDA	4,1%	6,3%		7,5%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 148,5
EBIT	58,9	113,4	92,6%	178,3	57,2%	138,4	-22,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	52,9	72,6	37,2%	123,4	69,9%	106,8	-13,4%		
P/E	24,9	18,2		10,7		12,4		Zmiana ceny: 1m	-13,0%
P/CE	18,2	13,8		9,0		10,1		Zmiana ceny: 6m	22,2%
P/BV	4,6	4,0		3,0		2,7		Zmiana ceny: 12m	32,1%
EV/EBITDA	14,5	8,6		5,7		7,0		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	0,1	0,0		2,8		4,7		Min (52 tyg.)	36,3



Mostostal Warszawa pozostaje obok Polimexu Mostostalu najtańszą dużą spółką budowlaną na GPW. Przyznajemy, że Mostostal Warszawa, w przeciwieństwie do wybranych konkurentów, nie odniósł ostatnio spektakularnych sukcesów w pozyskiwaniu kontraktów, przypominamy jednak, że kontraktów ciągle na rynku powinno być dużo. Spodziewamy się rozstrzygnięć przetargów drogowych o wartości 5 mld PLN w ciągu najbliższego pół roku. Pierwsze rozstrzygnięcia mogą się pojawić także w przypadku przetargów energetycznych, w tym przetargu na budowę nowego bloku w EC Siewierki. Drugą przyczyną nie najlepszego zachowania kursu mogą być obawy co do kontraktu stadionowego. Zwracamy mimo to uwagę, że po pierwsze wielkość udziału Mostostalu w kontrakcie jest ograniczona (300 mln PLN). Po drugie, ryzyko konsorcjanta (J&P Avax) jest ograniczane przez to, że całość płatności inwestora przepływa najpierw przez Mostostal. Uważamy, że jeżeli na kontrakcie może wystąpić ryzyko, leży ono głównie po stronie terminowości, a tutaj nie ma na razie przekonujących dowodów na duże potencjalne opóźnienia w momencie zakończenia prac. Podnosimy naszą rekomendację do kupuj.

Dwa małe kontrakty

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras podpisał kontrakt z Gminą Miasto Elbląg na Odbudowę Ratusza Staromiejskiego w Elblągu. Termin zakończenia prac to 30 września 2010 roku. Wartość kontraktu to 14,47 mln PLN. Konsorcjum złożone z firm Mostostal Warszawa i Navimor – Invest podpisało kontrakt na modernizację małej elektrowni wodnej Janowice na rzece Odrze. Termin zakończenia prac to 30 czerwca 2011 roku. Wartość prac to 17,68 mln PLN. Wartość obu kontraktów, czyli 32,15 mln PLN, to 1,2% prognozowanych na rok 2009 przychodów.

Kontrakt za 63 mln PLN

Mostostal Warszawa, jako lider konsorcjum w składzie: Mostostal Warszawa, Acciona Infraestructuras, Autorska Pracownia Architektury - Kuryłowicz & Associates, zawarła z Uniwersytetem Śląskim umowę na realizację kontraktu pn. "Opracowanie projektu wykonawczego oraz realizacja budowy obiektu pod nazwą "Śląskie Międzyuczelniane Centrum Edukacji i Badań Interdyscyplinarnych". Wartość przedmiotu umowy wynosi 63,39 mln PLN brutto (2,3% prognozowanych na ten rok przychodów spółki). Termin realizacji umowy Strony określiły na 30 miesięcy od daty podpisania umowy.



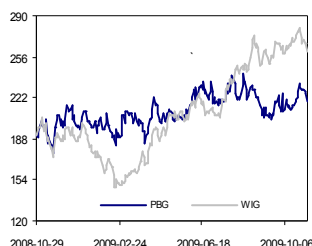
PBG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 218,8 PLN Cena docelowa: 224,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(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%	3 457,4	19,1%	Liczba akcji (mln)	13,4
EBITDA	138,2	270,3	95,6%	350,1	29,5%	377,7	7,9%	MC (cena bieżąca)	2 938,5
marża EBITDA	10,0%	12,9%		12,1%		10,9%		EV (cena bieżąca)	3 536,8
EBIT	109,4	223,4	104,3%	299,1	33,9%	326,5	9,1%	Free float	53,0%
Zysk netto	102,1	158,0	54,9%	202,5	28,1%	229,6	13,4%		
P/E	28,8	18,6		14,5		12,8		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	22,5	14,3		11,6		10,5		Zmiana ceny: 6m	7,0%
P/BV	3,9	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	9,4%
EV/EBITDA	23,8	14,0		10,1		8,1		Max (52 tyg.)	242,9
Dyid (%)	0,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	175,3



Uważamy, że przy obecnej cenie, możliwość zdobycia nowych kontraktów i przekroczenia prognozy przychodów jest już w cenie. Nasza bieżąca wycena nie gwarantuje już potencjału wzrostowego. Reakcja na wyniki Q3 2009 może być mieszana. Po pierwsze, przewidujemy, że Grupa PBG będzie w stanie wreszcie wypracować dodatni cash flow operacyjny. Z drugiej jednak strony, w Q3 2009 zgodnie z prognozą nastąpi spadek rentowności brutto na sprzedaży do poziomu 11,5%, tzn. poniżej poziomu prognozowanego dla PBG w długim terminie. Spadek rentowności brutto na sprzedaży ma uzasadnienie (brak zakontraktowania wszystkich podwykonawców na stadionach powoduje rozliczanie tych kontraktów na minimalnych marżach, zmiana systemu księgowania kosztów finansowych). Mimo to, uważamy, że pewne uzasadnienie dla obaw istnieje, zważywszy, że PBG generuje dwukrotnie wyższe rentowności niż pozostałe duże spółki budowlane i można zastanawiać się, czy ten poziom rentowności zostanie w przyszłości utrzymany. Obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

Wyniki finansowe i portfel zamówień

Pan Krzyżaniak z PBG szacuje, że w 3 kwartałach zysk netto PBG wyniesie 100-120 mln PLN. Oznaczać to będzie realizację całorocznej prognozy w wysokości 63%. Sądzi on, że całoroczna prognoza zostanie przekroczona, jednak nie wiadomo, czy o więcej niż 10% (wymagałoby to korekty prognozy całorocznej). W ciągu kilku tygodni spółka będzie dysponować danymi, które pozwolą rozważyć rewizję prognoz. Marże PBG nie powinny w najbliższym czasie istotnie odbiegać od notowanych obecnie. Spółka realizuje kontrakty pozyskane w roku zeszłym oraz na początku tego, czyli w szczycie cen materiałów i usług budowlanych. Obecnie PBG nie ma przymusu pozyskiwania kontraktów, które nie zapewniłyby satysfakcjonującej marży. Grupa wybiera kontrakty atrakcyjne i pozwalające utrzymać marże na dotychczasowym poziomie. Jeśli marże będą się zmieniać, to w nieznacznym stopniu. Obecne poziomy rentowności Grupy to marża EBIT w wysokości 11% i marża netto w wysokości 8%. Portfel zamówień Grupy sięga 5,7 mld PLN. Wartość zleceń, o które ubiega się Grupa, to 20 mld PLN. Wiceprezes PBG ocenia, że być może z zysku za rok 2009 będzie wypłacona dywidenda, nie będzie ona jednak duża. Do tej pory spółka nie wypłacała dywidendy, gdyż inwestowała w rozwój. Niedługo pojawią się jednak dodatnie przepływy operacyjne. Grupa będzie mogła więc sama inwestować w projekty długoterminowe, nie tylko wykonawcze, ale i operatorskie, zapewniające w długim terminie stabilny cash flow.

Wizja rozwoju PBG w segmentach działalności

Zdaniem wiceprezesa PBG, najbardziej perspektywicznym rynkiem rozwoju dla spółki jest branża energetyczna, a akwizycja Energomontażu Południe pozwoli się PBG przygotować do dużej liczby przewidywanych przetargów. Już w tym roku część drogowa Grupy może wypracować 300 mln PLN przychodów. W ciągu kilku miesięcy istnieje możliwość budowy portfela zamówień, który pozwoli w przyszłym roku osiągnąć 500 mln PLN przychodów w segmencie. Wiceprezes spodziewa też się rekordowych zamówień z segmentu gazu i ropy naftowej. Z jednej strony będzie to terminal gazowy, z drugiej – modernizacja i rozbudowa sieci gazociągów przesyłowych. Ponadto PGNiG planuje stały wzrost wydobycia ropy i gazu w kraju, co będzie wymagało dużych inwestycji w budowę nowych kopalni gazu, czy magazynów gazu. W ramach segmentu ekologicznego konkurencja faktycznie wzrosła, jednak Grupa PBG jest do tego przygotowana. Ma bowiem w swoich strukturach spółki wykonawcze o niskich kosztach – bez żadnych struktur inżynierskich czy administracji. Z drugiej strony, w branży ogłaszane są ciągle przetargi, gdzie konkurencja jest ograniczona, gdzie trzeba posiadać odpowiednią technologię (budowa kolektorów w dużych oczyszczalniach ścieków, budowa spalarni śmieci). Dzisiaj praktycznie każde duże miasto przygotowuje się do budowy spalarni śmieci. Wartość tego rynku szacowana jest w najbliższym czasie na co najmniej 2 mld PLN.



Inwestycja deweloperska na Ukrainie ruszy w I poł. 2010 roku

Okolo 50 mln USD (ponad 140 mln PLN) ma pochłoniąć realizacja I etapu inwestycji w centrum Kijowa. Budowa kompleksu biurowo-mieszkaniowego rozpocznie się w I połowie 2010 roku. Spółka wysyła w ten sposób popyt na Ukrainie. Obecnie PBG jest dobrej myśli, gdyż w pobliżu działki PBG, niedawno rozpoczęta inwestycja, została już w 80% sprzedana.

Sprzedaż spółek zależnych

Spółka zależna Infra sprzedała dwie spółki – Pris za 1,65 mln PLN oraz Wiertmar za 4,3 mln PLN. W obu podmiotach Infra miała około 51% udziałów.

Wygrany przetarg na 35,8 mln PLN

Hydrobudowa 9 z grupy PBG wygrała przetarg na budowę przepompowni ścieków „Hetmańska” wraz z rurociągami tłocznymi w Poznaniu. Wartość kontraktu netto to 35,83 mln PLN (1,2% prognozowanych na ten rok przychodów PBG, 2,4% prognozowanych na ten rok przychodów Hydrobudowy Polska).



Polimex Mostostal (Kupuj)

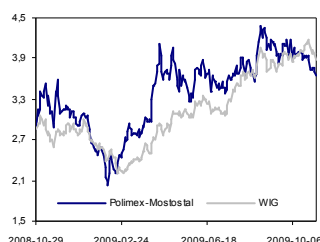
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(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%	335,6	12,4%	327,8	-2,3%	MC (cena bieżąca)	1 744,8
marża EBITDA	5,5%	6,9%		6,8%		7,4%		EV (cena bieżąca)	2 367,8
EBIT	160,4	228,1	42,2%	254,4	11,5%	226,5	-11,0%	Free float	58,8%
Zysk netto	100,1	120,1	20,0%	158,8	32,2%	151,7	-4,5%		
P/E	17,4	14,5		11,0		11,5		Zmiana ceny: 1m	-7,8%
P/CE	12,0	9,2		7,3		6,9		Zmiana ceny: 6m	1,9%
P/BV	1,8	1,7		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,8%
EV/EBITDA	10,9	7,7		7,1		6,6		Max (52 tyg.)	4,4
Dyid (%)	0,5	0,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Polimex Mostostal obok Mostostalu Warszawa jest najtańszą dużą spółką budowlaną dostępną na GPW. Nie spodziewamy się dużych zaskoczeń po wynikach Q3 2009, uważamy jednak, że konsensus prognoz wyników spółki w 2010 roku może zostać przekroczony. Rentowność w segmencie produkcyjnym utrzymuje się wysoka, pomimo słabego pod względem inwestycyjnym okresu. Rynek inwestycji przemysłowych nie podniesie się jeszcze w 2010 roku, spółka jednak broni duży udział eksportu w produkcji, w tym na potrzeby niemieckiej energetyki. Uważamy, że nowe moce produkcyjne, uruchomione pod koniec roku, powinny być przez Polimex stopniowo zapełniane. Nie wykluczamy pozytywnych zaskoczeń po stronie kontraktów energetycznych. Polimex złożył już najkorzystniejszą cenowo ofertę na budowę elektrociepłowni w Bielsku-Białej (o wartości około 500 mln PLN). Zwracamy uwagę na duży udział specjalistycznego podwykonawstwa w przychodach spółki, co broni naszym zdaniem Polimex przed ryzykiem erozji rentowności na kontraktach długoterminowych. Podnosimy rekomendację do kupuj.

Polimex powiększył zysk netto w Q3 2009

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Jaskóły, Polimex zwiększył w Q3 2009 wynik netto. Jednocześnie, prezes podtrzymał plan wygenerowania w 2009 roku 15% wzrostu zysku netto i 10% wzrostu przychodów. Przychody w 2010 roku mają być zbliżone do tegorocznych, ale ze względu na konsolidację spółek zależnych poprawi się wynik na poziomie netto (marża = 4%). Na początku listopada Polimex otworzy w Siedlcach nowy zakład, który przy pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych mógłby pozwolić na zwiększenie przychodów z produkcji wyrobów stalowych z 600 mln PLN obecnie do 900-950 mln PLN. W listopadzie powinna pojawić się publikacja parytetu połączeniowego Polimexu i wybranych spółek zależnych. Portfel Polimexu to obecnie około 7 mld PLN, z czego około połowa przypada na rok 2010. Spółka nie analizowała jeszcze kwestii dywidendy z zysku za rok 2009, ale dywidenda przeważnie jest wypłacana przez Polimex.

Najkorzystniejsza oferta na budowę odcinka autostrady

Polimex Mostostal w konsorcjum z firmą Doprastav i Metrostav złożył najkorzystniejszą cenowo ofertę na budowę odcinka autostrady A4 Szarów – Brzesko o długości 23 km. Wartość oferty to 780 mln PLN (15,9% prognozowanych na rok 2009 przychodów Polimexu, bez uwzględnienia udziałów konsorcjantów). Kolejna pod względem ceny była oferta spółki Dragados (815 mln PLN). W sumie ofert złożyło 7 konsorcjów, najdroższa oferta opiewa na 995 mln PLN. Otwarcie kolejnych ofert na odcinki autostrady A4 od długości 20,8 km i 12,9 km ma nastąpić w najbliższym czasie.

Polimex złożył najtańszą ofertę na budowę EC Bielsko Biała

Prezes Jaskóła przyznał, że portfel zamówień Polimexu sięga obecnie 7 mld PLN, ale wkrótce może wzrosnąć o kolejne 0,5 mld PLN dzięki kontraktowi w segmencie energetycznym. Prezes przyznaje, że niedawno oferta spółki została uznana za najkorzystniejszą pod względem cenowym w przetargu o wartości 0,5 mld PLN w segmencie energetycznym. Prezes Polimexu podtrzymał wcześniejsze szacunki wzrostu przychodów w 2009 roku o 10%. W przyszłym roku przychody mają być na tegorocznym poziomie, ze względu na różnice w konsolidacji. Prezes uważa, że rentowność w Grupie w tym roku powinna wynieść 3,2-3,3%, w roku kolejnym zaś, po inkorporacji spółek zależnych, zbliży się do 4%. Termin rozstrzygnięcia, segment działalności oraz wartość kontraktu wskazują na to, że chodzi tu o przetarg na generalne wykonawstwo bloku ciepłowniczego w Bielsku Białej. Zgodnie z informacjami branżowymi, nie jest pewne, że po otwarciu kopert nastąpi wybór oferty Polimexu, a następnie podpisanie kontraktu. Podobno w PKE pierwszeństwo mają sprawy związane z blokami opalany biomasą, inwestycja w blok ciepłowniczy w Bielsku może zostać opóźniona o 8 miesięcy.



Polimex rolluje obligacje z wyprzedzeniem

Polimex Mostostal nabył trzy transze obligacji wyemitowanych przez spółkę w 2006 roku. Termin zapadalności obligacji przypadał na styczeń 2010 roku. Wartość skupionych obligacji to 144,5 mln PLN. Jednocześnie spółka wyemitowała nową transzę obligacji z termin zapadalności 16 października 2012 roku i o wartości 194,5 mln PLN.

W poszukiwaniu inwestora zainteresowanego Hotelem Warszawa

Polimex Mostostal poszukuje inwestora, który będzie współfinansował modernizację Hotelu Warszawa lub odkupi projekt. Do końca roku Polimex zamierza ustalić warunki współpracy. Nieruchomość spółka nabyła pod koniec października 2005 roku za 26,5 mln PLN. Spółka ciągle nie dysponuje pozwoleniem na budowę, które pozwoliłoby na modernizację obiektu. W lipcu 2008 Polimex otrzymał decyzję odmowną, którą zaskarżył. W lipcu tego roku Wojewódzki Sąd Administracyjny uznał, że urząd popełnił błąd. Teraz spółka czeka na decyzję wojewody, czy odwoła się on od wyroku WSA. Jeśli odwołanie nie nastąpi, firma powinna uzyskać pozwolenie na realizację inwestycji.



Rafako (Kupuj)

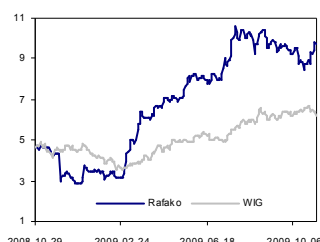
Cena bieżąca: 9,8 PLN

Cena docelowa: 11,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-25

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 137,5	1 125,6	-1,1%	1 049,5	-6,8%	1 310,2	24,8%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	35,1	76,1	116,8%	70,1	-7,9%	84,4	20,4%	MC (cena bieżąca)	680,0
marża EBITDA	3,1%	6,8%		6,7%		6,4%		EV (cena bieżąca)	471,4
EBIT	22,1	60,8	175,6%	54,3	-10,6%	68,2	25,4%	Free float	19,5%
Zysk netto	12,2	-11,6		34,2		55,8	63,2%		
P/E	55,8			19,9		12,2		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	26,9	181,3		13,6		9,4		Zmiana ceny: 6m	38,6%
P/BV	2,0	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	113,8%
EV/EBITDA	12,9	5,7		6,7		5,1		Max (52 tyg.)	10,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,8



Uważamy, że wyniki Q3 2009 mogą spotkać się z pozytywnym odbiorem inwestorów, nie zagwarantujemy jednak osiągnięcia w tym roku rezultatów w wysokości przynajmniej 50 mln PLN zysku netto. Pozostajemy optymistyczni jednak w przypadku wyników przyszłego roku. Spółka stosuje konserwatywną politykę księgową, tzn. w dużym uproszczeniu rozpoznaje wyższą rentowność wraz z postępem zaawansowania kontraktu. W 2009 roku nie zakończył się żaden istotny kontrakt, podczas gdy w 2010 roku z dużych kontraktów finalizowanych w 2010 roku wygenerowane zostanie około 580 mln PLN przychodów. W efekcie, pozostajemy spokojni o wynik 2010 roku, nie wykluczamy nawet zaskoczeń pozytywnych. Czekamy też na kolejne przetargi energetyczne, szczególnie na zlecenia mniejsze i modernizacyjne (w tym modernizacja 5 kotłów, 5 elektrofiltrów, 5 kompletów rurociągów,... w Elektrowni Bełchatów o wartości łącznie 2 mld PLN). Uważamy, że spółka może być bardzo dobrą inwestycją na rok 2010 (wtedy pojawią się oczekiwane przetargi i poprawa wyników). Portfel na rok 2010 to już około 1,1 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację do kupuj.

Kontrakt w Serbii na 10,8 mln EUR

Rafako podpisało kontrakt z Delegaturą Unii Europejskiej w Republice Serbii i Electric Power Industry of Serbia na modernizację elektrofiltrów Bloku A6 i B2 w Elektrociepłowni Nikola Tesla – Obrenovac. Wartość umowy to 10,8 mln EUR (3,3 mln PLN, 4,3% prognozowanych na ten rok przychodów).

Rafako nie osiągnie raczej rentowności 4% netto w 2009 roku?

Kilka miesięcy temu prezes Rafako przyznał, że chciałby, aby rentowność Rafako na poziomie netto wzrosła do 4% na koniec roku. Obecnie nie chciałby już takiej oficjalnej deklaracji składać. Przychody ze sprzedaży w Q3 2009 będą niższe r/r. Portfel zamówień spółki jest niższy niż 2 mld PLN, natomiast jeszcze w tym roku może ten poziom przekroczyć. Spółka zamierza jeszcze w tym roku zdobyć 2-3 większe umowy, w tym jedna o wartości nawet kilkuset mln PLN. Prezes przyznaje, że na rynku Bałkańskim spółka wygrała kolejną dużą umowę, która jednak wejdzie w życie dopiero w momencie pozyskania przez inwestora finansowania. Kwestia pozyskania odszkodowania z Ukrainy prawdopodobnie przeciągnie się, gdyż Wyższy Sąd Gospodarczy Ukrainy nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy. Do końca roku Rafako też nie planuje dokonania przejęć.

Rafako może być celem przejęcia?

W Parkiecie pojawiły się spekulacje nt. ewentualnego przejęcia Rafako przez francuską firmę CNIM oraz czeski holding J&T Group. Firma CNIM jest największym w Europie producentem kotłów do spalania odpadów. J&T Group to holding firm, głównie o charakterze finansowym. Mimo to, J&T posiada akcje SES Tlmace, producenta kotłów, oraz 3 innych, prawdopodobnie mniejszych, firm wykonawczo-produkcyjnych z segmentu energetycznego. Zygmunt Solorz – Żak, główny akcjonariusz Elektrimu i Laris Investment nie chce składać żadnych deklaracji, czy akcje Rafako zostaną sprzedane, czy nie. Toczą się różne procesy, które mogą potrwać kilka miesięcy, ale również rok czy dwa. Jeśli sytuacja się wyklaruje, sprzedaż akcji Rafako będzie rozważana. Prezes Rafako przyznaje, że pogłoski o sprzedaży akcji Rafako są mu znane, jednak nie będzie ich komentował. Szef CNIM Babcock Polska stwierdził w wywiadzie, że obecnie nie będzie inwestować w akcje Rafako, przyznaje jednak, że jest zainteresowany współpracą ze spółką. Obie firmy już współpracują razem w Azerbejdżanie. Sprzedaż akcji Rafako może być utrudniona ze względu na niejasną sytuację prawną pakietu akcji będącego w posiadaniu Laris Investment. Papiery te zostały przywłaszczone przez spółkę od Elektrimu, w zamian za udzieloną pożyczkę w wysokości 51 mln PLN. Do sądu trafił pozew zarządcy majątku Elektrimu, który dochodzi uznania za bezskuteczne przywłaszczenia akcji przez Laris. Zgodnie z prawem, operacje przeprowadzone w czasie 12 miesięcy przed ogłoszeniem



upadłości mogą zostać anulowane, jeśli naruszają interesy wierzycieli. Jeśli sąd przyzna rację zarządcy, akcje trafią z powrotem do Elektrimu. Wtedy zarządca, chcąc sprzedać walory, będzie musiał uzyskać zgodę sędziego-komisarza.

Zmiany w statucie na NWZA

NWZA przegłosuje zmiany w statucie Rafako. Najistotniejsza z nich to zmiana przedmiotu działalności spółki. Pojawiają się tutaj nowe pozycje takie jak wytwarzanie i przesyłanie energii elektrycznej, a także dystrybucja i handel energią elektryczną. Przyszły program budowy spalarni śmieci przewiduje budowę obiektów w systemie koncesyjnym. Nie wykluczone jest, że Rafako, jako potencjalny wykonawca inwestycji, będzie brał udział w konsorcjum którego celem będzie sfinansowanie budowy, a następnie operatorstwo spalarni śmieci. Na razie jednak brak jest precyzyjnych ustaleń w tym zakresie.



Trakcja Polska (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,8 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-08-14

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	646,8	794,6	22,9%	879,4	10,7%	892,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	35,6	60,9	71,0%	83,3	36,8%	66,8	-19,9%	MC (cena bieżąca)	600,4
marża EBITDA	5,5%	7,7%		9,5%		7,5%		EV (cena bieżąca)	348,9
EBIT	29,6	53,0	79,3%	66,9	26,2%	50,6	-24,4%	Free float	38,8%
Zysk netto	28,7	54,7	90,7%	64,6	18,2%	50,1	-22,5%		
P/E	17,0	11,0		9,3		12,0		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	14,0	9,6		7,4		9,0		Zmiana ceny: 6m	-10,3%
P/BV	3,4	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-21,9%
EV/EBITDA	11,8	4,7		4,2		5,2		Max (52 tyg.)	4,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,4



W ciągu miesiąca Trakcja Polska pozyskała nowe kontrakty o wartości 40 mln PLN od spółki Tchas, realizującej w konsorcjum modernizację LCS Ciechanów. W efekcie, portfel zamówień na rok 2010 wzrósł z 220 mln PLN do około 260 mln PLN. W najbliższym czasie można spodziewać się kolejnych zleceń od Tchasu, na kwotę do 100 mln PLN. Niestety, przetargi w PKP PLK ulegają dalszemu opóźnieniu. Termin otwarcia kopert w przypadku przetargu na modernizację LCS Działdowo został wyznaczony na 18 listopada. Na 24 listopada wyznaczono termin złożenia ofert w przetargu na modernizację linii Warszawa Zachodnia – Skierniewice. O ile przetarg na LCS Działdowo może być faktycznie rozstrzygnięty do końca roku, w przypadku drugiego przetargu można spodziewać się opóźnienia. Generalnie, sytuacja na rynku inwestycji kolejowych poprawia się i liczymy, że spółka będzie w stanie z tego skorzystać, pozyskując nowe zlecenia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Prezes dostrzega ożywienie na rynku

Prezes Radziwiłł widzi pewne oznaki ożywienia w gospodarce i spodziewa się wkrótce serii nowych kontraktów ogłaszanych przez PKP PLK. W tym roku przychody spółki sięgną 740-750 mln PLN, zaś w 2010 roku mogą wynieść 1 mld PLN, o ile nastąpi wzrost zamówień na rynku kolejowym. Obecnie portfel zamówień spółki na rok 2009 wynosi 735 mln PLN, zaś na rok 2010: 350 mln PLN. Z wypowiedzi prezesa PKP PLK wynika, że w 2010 roku kolej przeznaczy na inwestycje 3,7 mld PLN, a do końca roku może rozpocząć się około 50 nowych przetargów, które byłyby realizowane w 2010 roku. Kalkulacja dotycząca portfela zamówień na rok 2010 uwzględnia pozyskanie kontraktu na podwykonawstwo przy budowie LCS Ciechanów (140 mln PLN to przewidywana wartość kontraktu).

Umowy na podwykonawstwo w ramach budowy LCS Ciechanów na 40,4 mln PLN

Trakcja Polska zawarła z Tchas Polska 3 umowy na usługi w ramach budowy LCS Ciechanów z Tchas Polska. Wartość umów to łącznie 40,4 mln PLN (4,6% prognozowanych na rok 2009 przychodów).



Ulma Construcccion Polska (Redukuj)

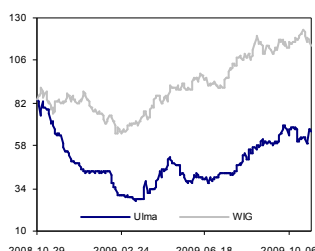
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-10-05

Cena bieżąca: 65,6 PLN

Cena docelowa: 58,8 PLN

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	222,6	241,5	8,5%	182,3	-24,5%	198,0	8,6%	Liczba akcji (mIn)	5,3
EBITDA	108,4	103,4	-4,7%	69,8	-32,4%	81,5	16,7%	MC (cena bieżąca)	344,8
marża EBITDA	48,7%	42,8%		38,3%		41,2%		EV (cena bieżąca)	471,7
EBIT	66,6	40,9	-38,5%	17,8	-56,4%	29,4	64,5%	Free float	24,5%
Zysk netto	50,9	25,9	-49,2%	4,7	-81,6%	15,8	233,2%		
P/E	6,8	13,3		72,6		21,8		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	3,7	3,9		6,1		5,1		Zmiana ceny: 6m	39,9%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-12,9%
EV/EBITDA	3,8	5,1		6,8		5,4		Max (52 tyg.)	82,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0



Podtrzymujemy opinię, że wyniki Q3 2009 nie przyniosą pozytywnego zaskoczenia. Spodziewamy się wyniku netto zbliżonego do zera. Podtrzymujemy opinię z poprzedniego przeglądu miesięcznego, że Ulma notowana jest z blisko 35% premią do wartości księgowej. Ulma to firma majątkowa (nie usługowa, jak firmy budowlane), w efekcie, aby uzasadnić premię do wartości księgowej, należy mieć silne przekonanie dotyczące możliwego wysokiego zwrotu na posiadanym majątku. Na razie tego przekonania nie mamy. Uważamy, że w roku kolejnym może wzrosnąć wykorzystanie sprzętu, nie wzrosną jednak stawki dzierżawy. W okresie boomu w budownictwie wszystkie firmy rozbudowały swoją bazę sprzętową, szalunków na rynku jest więc dużo. Niski wskaźnik EV/EBITDA i wysokie przepływy pieniężne wynikają z charakteru działalności firmy (dzierżawa majątku o 8-letnim czasie amortyzacji). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.



Unibep (Trzymaj)

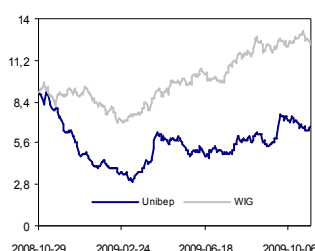
Cena bieżąca: 6,7 PLN

Cena docelowa: 6,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-11-04

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	407,5	502,9	23,4%	436,4	-13,2%	593,5	36,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	16,7	33,4	99,6%	26,5	-20,7%	25,1	-5,3%	MC (cena bieżąca)	226,3
marża EBITDA	4,1%	6,6%		6,1%		4,2%		EV (cena bieżąca)	232,5
EBIT	15,8	31,8	101,3%	22,0	-30,7%	20,1	-8,9%	Free float	23,0%
Zysk netto	11,7	27,6	135,3%	17,5	-36,6%	15,4	-12,4%		
P/E	15,5	8,2		12,9		14,7		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/CE	14,3	7,7		10,3		11,1		Zmiana ceny: 6m	12,1%
P/BV	11,0	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-22,4%
EV/EBITDA	10,0	5,1		8,8		9,7		Max (52 tyg.)	9,0
Dyid (%)	0,2	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,0



Dokonałiśmy rewizji założeń dotyczących wyników z realizowanych przedsięwzięć deweloperskich oraz wyników w działalności budowlanej i skłoniło to nas do rewizji prognoz wyników spółki. W efekcie, wycena spółki wzrosła o 50 groszy, czyli 8%. Projekt Osiedle Santorini, przejęty od SIM Ursynów w zamian za należności, okazuje się obecnie najbardziej rentownym przedsięwzięciem spółki. Marża w przypadku II i III etapu wyniesie już około 22%, ze względu na niższy koszt budowy. Oddania mieszkań z tych etapów poprawią wyniki 2010 i 2011 roku. Pozytywnie oceniamy pozyskanie kontraktu o wartości 90,6 mln PLN od Dom Development. Inwestor jest w pełni bezpieczny, jednak wysoka jakość obiektu i niska cena budowy (3180 PLN/PUM) nie pozwoli wygenerować na zleceniu wysokiej marży brutto na sprzedaży (szacujemy, że będzie to około 5%). Uważamy, że spółka będzie zdobywała kolejne kontrakty mieszkaniowe i korzystała z poprawy sytuacji na rynku, obawiamy się jedynie, że kontrakty mogą być pozyskiwane zbyt agresywnie (niskie marże). Nadal znakiem zapytania jest dla nas rynek rosyjski, zauważamy jednak poprawę klimatu inwestycyjnego także na tym rynku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Unibep ma kontrakt z Dom Development na 90,6 mln PLN

Unibep podpisał kontrakt z Dom Development na budowę zespołu mieszkaniowego przy ul. Bora Komorowskiego. Wartość kontraktu to 90,6 mln PLN (17% prognozowanych na rok 2010 przychodów). Realizacja prac rozpocznie się w październiku 2009 roku, zakończy zaś w październiku 2011 roku. W ramach kontraktu powstaną 2 fazy 1 etapu Osiedla Saska Kępa (projekt „Goślaw”) liczące łącznie 472 mieszkania. 1 faza, wprowadzona obecnie do sprzedaży, liczy 327 mieszkań, 2 faza licząca 145 mieszkań powinna zostać wprowadzona do sprzedaży za pół roku. Projekt ma liczyć około 28,5 tys. PUM.

Unibep stara się o kolejne zlecenia

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy Unibep podpisał 7 umów o łącznej wartości 240 mln PLN. 6 z tych inwestycji już uruchomiono. Wszystkie kontrakty dotyczą tańszego segmentu warszawskiego rynku mieszkaniowego. Wciąż w negocjacji znajdują się kolejne zlecenia. O kilku nowych spółka poinformuje jeszcze w tym roku. Zarząd rozmawia z mniejszymi deweloperami mającymi problem ze sfinansowaniem inwestycji. Prezes nie zdradza szczegółów, jak spółka pomaga mniejszym deweloperom, powołując się na tajemnicę handlową. Jeszcze w tym roku mogłaby rozpocząć się realizacja dużej inwestycji w Petersburgu. Chodzi o budowę obiektu hotelowo-biurowego o wartości ponad 50 mln EUR (210 mln PLN). Budowa jest już przygotowana, brakuje jednak finansowania. Prezes Unibepu przyznaje, że wstępnie banki są jednak „na tak”, Spółka inwestycję prowadzić ma w konsorcjum, którego będzie liderem. W ramach Osiedla Santorini Unibep sprzedał już 130 ze 160 mieszkań. W październiku do oferty trafił drugi etap projektu. W ramach fabryki konstrukcji lekkich, w listopadzie zrealizowane ma zostać pierwsze zlecenie. W tym roku sprzedaż domków ma dodać 10 mln PLN przychodów.

Umowa na budowę Międzynarodowego Centrum Kultur w Kielcach

Unibep podpisał kontrakt na budowę Międzynarodowego Centrum Kultur w Kielcach. Spółka występuje w konsorcjum z firmą Unimax, która ma 50% udziału w konsorcjum. Wartość kontraktu to 55,74 mln PLN, z czego 50% przypadnie na Unibep (około 5% prognozowanych na ten rok przychodów Grupy). Termin realizacji to 24 miesiące od daty podpisania umowy.

Umowa na budowę drogi powiatowej za 14,0 mln PLN

Unibep podpisał z Powiatowym Zarządem Dróg w Ostrowi Mazowieckiej umowę na budowę drogi powiatowej Andrzejewo - Chmielewo o długości 27 km. Wartość kontraktu to 13,95 mln PLN, czyli 2,5% prognozowanych na ten rok przychodów. Termin realizacji kontraktu to koniec maja 2010 roku.



Umowa na zaprojektowanie i budowę aquaparku w Rosji

Unibep podpisał kontrakt z firmą Inter-Socinwest na zaprojektowanie i budowę aquaparku w mieście Orzeł w Rosji. Wartość kontraktu to 13,95 mln EUR (58,9 mln PLN, 10,9% prognozowanych na rok 2009 przychodów). Termin realizacji prac to 24 miesiące. Kontrakt będzie finansowany w 15% ze środków własnych inwestora, w pozostałej zaś części z kredytu ubezpieczonego w KUK. Kontrakt wchodzi w życie po pozyskaniu przez inwestora finansowania.

Unibep dłużej zaczeka na kredyt dla inwestora rosyjskiego

Unibep podpisał protokół do umowy na budowę 1 etapu osiedla domów jednorodzinnych pod Moskwą. W ramach protokołu termin na zdobycie finansowania został przesunięty z 30 września 2009 roku na 31 grudnia 2009 roku. Pozostałe warunki umowy nie ulegają zmianie. Kontrakt na budowę 1 etapu osiedla domów jednorodzinnych Witaland został podpisany 3 kwietnia 2009 roku z firmą OOO Witaland. Wartość kontraktu to 52,6 mln EUR (236,0 mln PLN wg. kursu z dnia zawarcia umowy).

Deweloperzy

Segment mieszkaniowy

Wyniki sprzedaży mieszkań Q3 2009

W Q3 2009 firma J.W. Construction sprzedała 257 mieszkań (bez uwzględnienia rezygnacji). Sprzedaż w Dom Development przekroczyła 200 mieszkań netto. Polnord sprzedał 116 mieszkań (uwzględniając 39 rezygnacji), Gant 115, Wikana 82, Ronson 79, Marvipol 61, Atlas Estates 42. Przedstawiciele firm deweloperskich przyznają, że końcówka roku powinna być lepsza niż Q3 2009. W tym zakresie są zgodni przedstawiciele J.W. Construction i Dom Development. Rezygnacje w Polnordzie w Q3 2009 dotyczyły głównie spółki Fadesa Polnord (skutek sprzedaży w systemie 10/90). Rezygnują głównie inwestorzy z Hiszpanii, którym lokale były sprzedawane po stosunkowo niskich cenach. Wprowadzając te mieszkania po raz kolejny na rynek, spółka zarabia o kilkanaście procent więcej – mówi prezes J.W. w ciągu 6 najbliższych miesięcy chce ruszyć z dwoma projektami na Białotę oraz kameralnymi inwestycjami w Łodzi i Katowicach. Dwa nowe projekty uruchomił Dom Development, spółka myśli o kolejnych inwestycjach. Zaawansowane negocjacje w sprawie współfinansowania projektów w Warszawie i we Wrocławiu prowadzi Gant. Z 5-6 projektami, które powiększyłyby ofertę spółki o 300-500 mieszkań, chce także wystartować Ronson. Problemem jest zdobycie finansowania. Ronson przyznaje, że rozważa niewielkie podniesienie cen mieszkań na wybranych inwestycjach.

Propozycje zmian w programie „Rodzina na Swoim”

W resorcie infrastruktury trwają prace nad zmianą programu „Rodzina na Swoim”. Kiedy koncepcje wejdą w życie – nie wiadomo. Jednym z pomysłów jest wyłączenie mieszkań z rynku wtórnego z programu Rodzina na Swoim. Innym pomysłem jest rezygnacja z „Rodziny na Swoim”, a wprowadzenie w jej miejsce programu, w ramach którego najemca budowanego przez spółdzielnię czy dewelopera lokalu, po wpłacie 30% ceny mieszkania, przez 10 lat miałby spłacać czynsz i kredyt, aby po tym czasie stać się właścicielem lokalu. Kredyt gwarantowany przez Państwo dostałby deweloper, spółdzielnia, lub TBS. Mieszkania muszą być poniżej pewnego ustalonego pułapu cenowego. Drugi z pomysłów jest mocno krytykowany przez branżę.

Wzrost liczby transakcji na rynku mieszkaniowym

Zgodnie z danymi z systemu MLS, obejmującego kilkanaście procent transakcji na rynku nieruchomości, we wrześniu wzrosła liczba transakcji m/m, wzrosły też m/m ceny sprzedanych mieszkań. Zdaniem przedstawiciela Agencji Akces, transakcji we wrześniu było o 50% więcej niż w sierpniu. Zdaniem przedstawicielki Home Brokers, transakcji jest obecnie nawet 30% więcej niż wiosną. Największym zainteresowaniem cieszą się lokale małe, których nawet brakuje. Większych lokali, 80 m²+, jest nadpodaż, a transakcje są sporadyczne.

Ceny mieszkań zaczną rosnąć od H2 2010?

Zdaniem przedstawicielki firmy Home Broker, ceny mieszkań pozostaną na dotychczasowym poziomie do połowy 2010 roku, a następnie zaczną rosnąć. Wynikać będzie to ze spadku liczby nowych mieszkań na rynku.

Banki niechętnie kredytują zakup „dziury z ziemi”

Zgodnie z najnowszym raportem Open Finance, banki niechętnie kredytują zakup mieszkania, jeśli zaawansowanie inwestycji jest mniejsze niż 20-30%. Banki przyglądają się nie tylko projektom, ale i realizującym je firmom. Gdy deweloper zbankrutuje, pieniądze wpłacone na zakup lokalu przepadają, a wraz z nimi zabezpieczenie kredytu. Noble Bank wymaga, aby budowa była zaawansowana co najmniej w 45%. Polbank oczekuje 30% lub 50% dla wykonawców nie mających osobowości prawnej. Polbank oczekuje też gwarancji, że inwestycja będzie zakończona maksymalnie w ciągu 12 miesięcy od momentu analizy wniosku kredytowego. W Nordei, która kredytuje tylko deweloperów mających formę spółki z o.o. lub akcyjnej, wykonawca musi mieć w dorobku co najmniej 3 porównywalne inwestycje. Bank robi wyjątek, jeśli deweloper jest jego klientem korporacyjnym, a firma wykonawcza jest znana, bo np. jest notowana na GPW. DnB Nord deklaruje, że udzieli kredytu tylko na zakup nieruchomości położonej w jednej z preferowanych gmin. Ponadto deweloper musi być na liście preferencyjnej banku, a budynek musi być gotowy przynajmniej w stanie surowym. BZ WBK wymaga ukończenia projektu w co najmniej 30%. Deweloper też musi znaleźć się na liście banku. Jeśli deweloper się na niej nie znajduje, kredyt można będzie uzyskać dopiero po uzyskaniu przez dewelopera pozwolenia na użytkowanie obiektu.

Segment komercyjny

Union Investment pozytywnie o polskich nieruchomościach komercyjnych

Zdaniem przedstawiciela funduszy nieruchomości, należących do Union Investment, polski

rynek nieruchomości oferuje najlepsze okazje w Europie Środkowo-Wschodniej, jeśli chodzi o nieruchomości komercyjne. Członek zarządu funduszu uważa, że jest w stanie wyobrazić sobie wejście w inwestycje na przykład w Warszawie. Union Investment Real Estate zarządza poprzez 6 funduszy aktywami o wartości 16,8 mld EUR (wycena na koniec Q2 2009), w tym 12 mld EUR w Europie i 130 mln EUR w Polsce. Union Investment, po Deku, to druga w Niemczech pod względem aktywów firma inwestująca w nieruchomości. W skali globalnej fundusze wydały do tej pory 1 mld EUR i oczekują, że do końca roku wartość ta wzrośnie do 1,5-2 mld EUR. W 2010 roku cel inwestycyjny nieznacznie przekroczy 2 mld EUR. Celem funduszy nie są zakupy zagrożonych aktywów, korzystnym byłby jednak scenariusz kupna aktywów zagrożonych o jednocześnie wysokiej jakości. Takich ofert nie ma jednak zbyt wiele. Członek zarządu przyznał też, że nie oczekuje wyjątkowo korzystnych wycen. W połowie września Deku Immobilien zapowiedział, że w 2009 i 2010 roku na nieruchomości w Polsce i w Czechach wydane zostanie 750 mln EUR. Fundusze Deku zarządzają aktywami o wartości 19 mld EUR.

Grunt

Przecena działek pod inwestycje komercyjne

Zgodnie z raportem firmy Colliers, ceny działek pod obiekty komercyjne spadły od kilku % do 50%. Inwestorzy nadal wstrzymują się jednak z zakupem, oczekując na dalsze obniżki cen. Tymczasem, zdaniem Colliers, najbliższe miesiące to najlepszy okres do zakupu. Ceny powinny osiągnąć minimum na przełomie 2009 i 2010 roku. Średnia cena działek pod zabudowę mieszkaniową w największych miastach spadła w ostatnich 12 miesiącach o około 12%. Ceny za tereny pod inwestycje biurowe w centrum Warszawy spadły o 17% w ciągu 12 miesięcy. Spadki cen gruntów pod inwestycje biurowe w pozostałych miastach wyniosły odpowiednio: 23% w Krakowie, 22% w Łodzi, 29% w Poznaniu, 19% na Śląsku, 33% w Trójmieście, 24% we Wrocławiu. Spadki cen gruntów pod obiekty logistyczne i produkcyjne wyniosły od kilku % do 30%. Zdaniem przedstawiciela firmy Colliers, zawarcie istotnych transakcji zakupów gruntów oraz poprawa dostępu deweloperów do finansowania mogłyby zahamować spadki cen działek.

Echo Investment

Kredyt na 100 mln EUR

Spółki zależne Echo Investment pozyskały kredyt na łączną kwotę 100 mln EUR (417,8 mln PLN) od banku Eurohypo AG z siedzibą w Niemczech. Kredyt będzie uruchamiany w 2 transzach do dnia 31 marca 2012 roku. Ostateczny termin spłaty kredytu to 31 marca 2020 roku. Pozyskane środki zostaną przeznaczone na finansowanie kosztów rozbudowy centrum handlowo – rozrywkowego Galeria Echo w Kielcach. Całkowita powierzchnia najmu po rozbudowie wyniesie 67 tys. m² (obecnie: 26 tys. m²). Echo Investment zawarł umowę na rozbudowę Galerii Echo. Wykonawcą została spółka Eiffage Budownictwo Mitex. Wartość kontraktu to 161,3 mln PLN netto.

Echo Investment wybuduje w Kijowie biura

Echo Investment opublikowało wiadomość o przejęciu spółki na Ukrainie, która ma nabyć grunt w Kijowie o powierzchni 43 tys. m². Cena nabycia udziałów w spółce wyniosła 73 mln PLN (w przeliczeniu z USD), przy czym cena ta będzie pomniejszona o równowartość ceny wykupu prawa własności nieruchomości oraz ewentualne niezaspokojone zobowiązania spółki. Obecnie Echo poinformowało, że na nabytej działce planuje budowę kompleksu biurowego o powierzchni 100 tys. m². Koszt inwestycji wyniesie 150 mln EUR. Z wstępnych szacunków Echo Investment wynika, że inwestycja może być podzielona na 5 etapów po 30 mln EUR. Prace projektowe rozpoczną się jeszcze w tym roku. Początek budowy pierwszego etapu planowany jest na Q1 2011, a zakończenie ma nastąpić w Q2 2012.

Plany rozwoju w segmencie mieszkaniowym

Echo Investment zamierza w ciągu 2-3 miesięcy ponownie uruchomić wstrzymany projekt mieszkaniowy przy ul. Kazimierzowskiej (mały projekt, 5300 PUM). Spółka zamierza wkrótce uruchomić kolejny etap osiedla Naramowice w Poznaniu (9300 PUM). Wkrótce spółka zamierza też odrodzić projekt w Poznaniu przy ul. Wojskowej (17 200 PUM). Zdaniem prezesa, Warszawa i Poznań to rynki, na których warto budować. W 2010 roku spółka chciałaby ruszyć z szeregiem projektów. Wiosną ma się rozpocząć sprzedaż działek w okolicach Lasu Młocińskiego. W Krakowie w 2010 roku powinna się rozpocząć sprzedaż lokali z 5 projektów – Bronowicka, Czarodziejska, Krasickiego, Korzeniowskiego, Kilińskiego (łącznie 17700 PUM). Spółka chce ruszyć także z 2 projektami w Łodzi (łącznie 71 200 PUM, projekty prawdopodobnie będą po etapowane) oraz sprzedaż działek pod Kielcami. Skala działalności spółki w segmencie mieszkaniowym znacząco zwiększy się, wszystko zależy jednak od popytu.

Wywiad z prezesem

Prezes Echo Investment deklaruje, że w 2010 roku spółka powinna rozpocząć budowę I etapu łódzkiego kompleksu Aurus. Powinny ruszyć też projekty w Katowicach i Krakowie. Spółka

szuka finansowania dla galerii handlowych w Słupsku i Łomży. Przynajmniej pierwszy z wymienionych projektów powinien ruszyć w I poł 2010. W II poł 2010 roku powinna ruszyć budowa galerii w Kaliszu. Poznański projekt Metropolis ruszy najwcześniej w 2011 roku. W sumie, włączając segment mieszkaniowy, przyszłoroczne wydatki inwestycyjne Echo mają wynieść 700 mln PLN. Prezes nie oczekuje znaczących korekt w dół wartości nieruchomości przy okazji wyników za Q3 i Q4 2009. Przypada też, że spadek stawek czynszów został skompensowany przez spadek kosztów budowy, w efekcie rentowność nowych projektów wcale nie jest gorsza.

Zmiany umów kredytowych z Pekao S.A.

Na podstawie aneksu do umowy o kredyt z Pekao S.A., kwota kredytu w rachunku bieżącym uległa zmniejszeniu do kwoty 30 mln PLN. Kredyt został udzielony na finansowanie działalności spółki, z wyjątkiem finansowania działalności spółek zależnych. Zgodnie z postanowieniami innego aneksu do umowy z Pekao S.A., wartość kredytu uległa zwiększeniu do 100 mln PLN. Środki pieniężne zostały udzielone na finansowanie celowe zakupu nieruchomości i gruntów związanych z nowymi projektami inwestycyjnymi. Kredyt został wydłużony też do 30 czerwca 2010 roku.

Gant Development

Nawet do 65 mln PLN z emisji akcji?

Oprócz planowanej emisji publicznej akcji, deweloper negocjuje z inwestorem prywatnym objęcie 800 tys. walorów. Cena sprzedaży akcji wyniosłaby 22 PLN/sztukę. Intencją spółki jest, aby inwestor mógł wziąć udział w publicznej ofercie spółki. Z emisji akcji i obligacji Gant chce pozyskać 80 mln PLN (65 mln PLN z emisji akcji). Pozyskane środki mają być wykorzystane na uruchomienie 1 etapu inwestycji w Warszawie przy ul. Sokołowskiej (300 mieszkań), inwestycji na wrocławskich Stabłowicach (160 mieszkań) oraz na realizację projektów w Poznaniu, Gdańsku i Krakowie.

Marvipol

Emisja akcji za 33 mln PLN

Deweloper przeprowadzi prywatną emisję akcji. Na sprzedaż trafi do 3 mln nowych akcji, które będą oferowane po 11 PLN/sztukę. Pozyskane środki zostaną wykorzystane na zakup działek pod budowę mieszkań. Bieżące inwestycje posiadają już finansowanie. Kolejny nowy projekt Marvipolu, I etap inwestycji przy ul. Bernardyńskiej na Mokotowie, może ruszyć jeszcze w tym roku. Inwestycja New Hill Park na Młocinach rozpocznie się w 2010 roku. Emisja akcji zwiększy płynność papierów dewelopera na GPW (w ramach nowej emisji liczba akcji zwiększy się do 8,4%). Zarząd Marvipolu będzie chciał wykorzystać 33 mln PLN, jakie planuje pozyskać z emisji akcji, jako wkład własny do kredytów na zakupy kilku warszawskich nieruchomości za 60-100 mln PLN. Udział własny spółki ma być niższy niż 50%. Zakupów wszystkich działek w tym roku deweloper nie sfinalizuje, natomiast powinien podpisać umowy przedwstępne.

Orco Property Group

Ochrona przed wierzycielami wydłużona o 6 miesięcy

Paryski Sąd Handlowy zdecydował o wydłużeniu procedury ochronnej przed wierzycielami dla Orco Property Group na 6 miesięcy. W związku z tym, zarząd podjął decyzję o przesunięciu w czasie NWZA wyznaczonego na 20 października 2009 roku. Akcjonariusze zostaną ponownie zaproszeni do udziału w walnym zgromadzeniu po indywidualnych konsultacjach z obligatariuszami oraz po przedstawieniu przez zarząd Orco nowego planu.

Postępy w restrukturyzacji

Orco zamierza zwiększyć zaangażowanie w spółce Orco Germany z 58% do 65%. Orco Germany nie będzie musiało spółce matce spłacić długu w wysokości 17,5 mln EUR, w zamian za co otrzyma akcje. Orco obejmie akcje po 1,6 EUR/sztukę, podczas gdy NAV spółki na akcję w czerwcu 2009 roku wynosiła 1,69 EUR/sztukę. Spółce uda się też odzyskać część długu od firmy Hospitality Invest, firmy, której 50% udziałów zostało sprzedane funduszowi AIG Global Real Estate. Firma Hospitality Invest jest winna Orco 46 mln EUR. Na mocy porozumienia z AIG Global Real Estate, AIG GRE przekaże Hospitality Invest 10 mln EUR, które firma ta odda Orco. Kolejne 10 mln EUR wierzytelności zostanie zamienione na akcje Hospitality Invest. Zamknięcie transakcji i wpłaty będą miały miejsce „wkrótce”. Refinansowanie portfela nieruchomości Hospitality Invest zostało zakończone (łącznie zrefinansowano 81,9 mln EUR). Orco zdecydowało się sprzedać salon i serwis samochodowy znajdujący się na warszawskim Targówku za 3,7 mln EUR. Przeniesienie własności powinno mieć miejsce w grudniu 2009 roku. Spółka pozyskała także kredyt od UniCredit Bank, który pozwoli na ukończenie projektów Vaci1 i Paris Department Store w Budapeszcie. W wyniku podpisanych umów bank sfinansuje 75% kosztów budowy. Vaci1 jest galerią handlową o powierzchni 10 tys. m². Planowana data ukończenia to wiosna 2010 roku. Paris Department Store to budynek biurowo-handlowy klasy A o powierzchni 6 tys. m².

Ronson Development

Ronson będzie starał się o pozyskanie kapitału

Zarząd podjął decyzję o rozpoczęciu poszukiwań możliwości finansowania spółki, w szczególności za pośrednictwem emisji akcji. Sprzedano 22,7 mln nowych akcji po cenie 1,6 PLN za sztukę. Pozyskane wpływy posłużą do sfinansowania 7 nowych projektów deweloperskich, w których powstanie 548 mieszkań. Część środków pozyskanych z emisji posłuży do spłaty kredytów.

Triton Development

Plany dot. nowych inwestycji i spłaty kredytu

Z końcem września minął termin spłaty kredytu w PKO BP na 100 mln PLN (z tego wykorzystane jest około połowy). Bank przedłużył termin spłaty kredytu o 2 miesiące (aneks techniczny). Rozmowy nt. docelowego przedłużenia kredytu ciągle są prowadzone. Zakończenie budowy Triton Park przewidziane jest na koniec roku. W ofercie zostało mniej niż 300 mieszkań na 597 lokali w projekcie. Spółka nadal podtrzymuje cenę za m2, bierze nawet pod uwagę jej podwyżkę. Triton planuje kolejne inwestycje. W przypadku niewielkiego apartamentowca na Saskiej Kępie, sytuacja opóźnia się, gdyż spółka złożyła odwołanie od niekorzystnej decyzji konserwatora zabytków. Rozstrzygnięcia sprawy można spodziewać się w perspektywie miesięcy. Spółka składa obecnie wniosek o pozwolenie na budowę pierwszego etapu osiedla Triton Winnica na Białoleścu. Łącznie w 3 fazach powstanie tam około 200 mieszkań. W ciągu 2 miesięcy spółka złoży też wnioski w zakresie budowy pierwszego etapu osiedla domów pod Kampinosem.



Dom Development (Akumuluj)

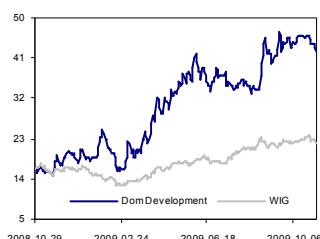
Cena bieżąca: 42,6 PLN

Cena docelowa: 49,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	878,8	698,2	-20,6%	634,5	-9,1%	462,3	-27,1%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	243,2	168,1	-30,9%	114,1	-32,1%	27,5	-75,9%	MC (cena bieżąca)	1 046,3
marża EBITDA	27,7%	24,1%		18,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	1 073,7
EBIT	241,0	165,7	-31,2%	111,7	-32,6%	25,1	-77,5%	Free float	20,0%
Zysk netto	200,6	136,9	-31,7%	90,0	-34,3%	25,0	-72,2%		
P/E	5,2	7,6		11,6		41,9		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	5,2	7,5		11,3		38,2		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	161,5%
EV/EBITDA	4,3	7,8		9,4		40,0		Max (52 tyg.)	47,0
Dyid (%)	0,0	4,8		1,9		0,6		Min (52 tyg.)	14,8



Podtrzymujemy wycenę z raportu sektorowego z września, zwracamy jednocześnie uwagę, że zgodnie z nowymi wiadomościami ze spółki, część założeń przez nas przyjętych okazała się zbyt konserwatywna. Powierzchnia 1 etapu osiedla Saska Kępa okazała się wyższa niż szacowaliśmy (28,5 tys. PUM, szacowaliśmy 24,75 tys. PUM). Zgodnie z informacjami publicznymi, cena sprzedaży mieszkań ma być o 15,5% wyższa niż szacowaliśmy (6700 PLN/PUM). Niższe niż szacowaliśmy mogą okazać się też koszty budowy (3400 PLN/PUM w miejsce 3600 PLN/PUM). Zwracamy uwagę, że wynik sprzedaży w wysokości ponad 200 sprzedanych lokali jest bardzo dobry. Nominalnie jest on na poziomie zbliżonym do Q3 2008, ale biorąc pod uwagę niższą wielkość oferty dewelopera, możemy powiedzieć, że jest on zbliżony nawet do Q2 2008, kiedy deweloper sprzedał aż 366 mieszkań, ale i oferta składała się z ponad 1,5 tys. mieszkań (obecnie oferta i sprzedaż jest o 45% niższa). Pozytywnie oceniamy plany wydania 100-150 mln PLN na nowe grunty, gdyż pozwoli to na rozwój działalności spółki na dalszą dywersyfikację działalności i jednocześnie uruchomienie większej ilości projektów. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki sprzedaży Q3 2009

Dom Development w Q3 2009 sprzedał ponad 200 mieszkań netto, czyli więcej niż w Q2 2009 (156 lokali, uwzględniając rezygnacje) i tylko nieznacznie mniej niż w Q3 2008. Początek Q4 2009 pokazuje utrzymanie pozytywnych tendencji z Q3 2009.

Dom Development rozpoczyna sprzedaż mieszkań w projekcie Derby 9

Dom Development wprowadził do oferty 234 mieszkań w ramach projektu Derby 9.

Rozpoczęcie nowej inwestycji: osiedle Saska Kępa

Dom Development zdecydował się na rozpoczęcie kolejnego projektu. Pierwszy etap osiedla położonego na granicy dzielnic Saska Kępa i Gocław będzie liczył 472 mieszkania (całość: 1550 lokali; faza I, obecnie skierowana do sprzedaży: 320 mieszkań). Wartość projektu liczona wg. cen sprzedaży to 150 mln PLN. Spółka podpisała kontrakt budowlany z Unibepem. Wartość kontraktu to 90,6 mln PLN (3180 PUM, przy czym budowa infrastruktury na osiedlu zostanie objęta odrębną umową). Powierzchnia obiektu to 28,5 tys. m². Deweloper poinformował, że średnia cena m² w projekcie Saska Kępa na Gocławiu to 7,75 tys. PLN.

100-150 mln PLN na nowe grunty, plany budowy nowych obiektów

Prezes Dom Development przyznał, że w 2010 roku chce wydać na zakup nowych działek 100-150 mln PLN. Ceny na rynku nieco spadły, zawieranych transakcji jest bardzo mało. Prezes przyznaje, że do rozpoczęcia nowej inwestycji skłoniły go dobre wyniki przedsprzedaży. Ceny mieszkań nie tylko przestały spadać, ale nawet rosną w przypadku dobrych lokalizacji. W przyszłym roku Dom Development może rozpocząć kilka nowych inwestycji.

Pozew o wykonanie przedwstępnej umowy sprzedaży

Dom Development został doręczony pozew o wykonanie przedwstępnej umowy sprzedaży z dnia 4 stycznia 2008 roku. W ramach umowy Dom Development od spółki Erabud miał nabyć za 64,8 mln PLN nieruchomość w Józefosławiu (gmina Piaseczno) o powierzchni 88 495 m². Zarząd Dom Development uważa pozew za bezpodstawny, spółka skutecznie odstąpiła od umowy w dniu 17 września 2008 roku. Po odstąpieniu od umowy Dom Development rozpoczął procedurę odzyskiwania zapłaconej Erabud kwoty w wysokości 22,67 mln PLN. Z wniosku Dom Development komornik prowadzi obecnie przeciwko Erabud postępowanie egzekucyjne dotyczące zwrotu kwoty w wysokości 22,67 mln PLN.



J.W. Construction (Kupuj)

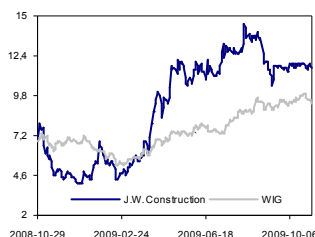
Cena bieżąca: 11,6 PLN

Cena docelowa: 13,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	781,1	721,4	-7,6%	846,6	17,4%	1 029,9	21,7%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	211,9	158,5	-25,2%	213,4	34,7%	322,7	51,2%	MC (cena bieżąca)	626,7
marża EBITDA	27,1%	22,0%		25,2%		31,3%		EV (cena bieżąca)	868,1
EBIT	198,6	141,1	-28,9%	193,0	36,7%	301,7	56,3%	Free float	18,0%
Zysk netto	148,1	100,9	-31,9%	159,1	57,7%	253,2	59,2%		
P/E	4,1	6,2		3,9		2,5		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	3,8	5,3		3,5		2,3		Zmiana ceny: 6m	0,3%
P/BV	1,1	1,9		1,3		0,8		Zmiana ceny: 12m	52,9%
EV/EBITDA	5,3	8,0		4,1		1,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,0



Podtrzymujemy rekomendację i wycenę z raportu sektorowego z września. Uważamy, że opóźnienia w przekazywaniu mieszkań i wycofania klientów m.in. w ramach projektu Górczewska Park, nie zagrażą spółce. Ze względu na dużą skalę realizowanych inwestycji, pojawienia się środków na nowe inwestycje spodziewamy się dopiero w połowie 2010 roku. Zwracamy uwagę, że pomimo dużego zadłużenia, z wyjątkiem 17,5 mln PLN (na grunty) i 108 mln PLN (dług TBS, quasi hipoteka), jest to zadłużenie na projekty w toku. Wraz z oddaniami mieszkań, spodziewamy się redukcji zadłużeniu grupy. W efekcie, sytuacja bilansowa J.W. jest naszym zdaniem korzystna, spółka nie wymaga dokapitalizowania. Zakończenie bieżących projektów i rozpoznanie ich w wynikach finansowych spowoduje, że wskaźnik P/BV dla dewelopera na koniec 2010 roku wyniesie 0,8. W efekcie, firma będzie jednym z tańszych deweloperów na GPW, będzie posiadała dobrą strukturę finansową oraz atrakcyjne aktywa pod nowe inwestycje (bank ziemi zbudowany po atrakcyjnych cenach). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Czy przekazania mieszkań z projektu Górczewska Park mogą być problemem?

Pomimo tego, że 80% lokali z liczącego 886 mieszkań projektu jest już sprzedanych, oddania lokali mogą być problematyczne. Spółka otrzymuje podania od klientów, proszących o odroczenie przekazania lokali, ze względu na brak finansowania (dotyczy umów w systemie 10/90). Ponadto, część klientów może zdecydować się na wycofanie się, gdyż podobne lokale są dostępne na rynku po niższych cenach.

J.W. Construction sprzedał 257 mieszkań brutto

J.W. Construction w Q3 2009 sprzedał 257 lokali brutto. Liczba rezygnacji nie jest znana.



Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 34,7 PLN

Cena docelowa: 45 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-28

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	131,5	391,1	197,4%	256,8	-34,3%	349,4	36,1%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	33,0	108,7	229,0%	43,4	-60,1%	33,0	-23,9%	MC (cena bieżąca)	767,1
marża EBITDA	25,1%	27,8%		16,9%		9,5%		EV (cena bieżąca)	1 037,7
EBIT	31,4	106,7	239,8%	41,4	-61,2%	31,1	-25,0%	Free float	36,0%
Zysk netto	98,8	77,8	-21,2%	21,7	-72,1%	4,2	-80,5%		
P/E	5,0	8,1		35,4		181,3		Zmiana ceny: 1m	-4,4%
P/CE	4,9	7,9		32,4		123,3		Zmiana ceny: 6m	12,6%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	19,0%
EV/EBITDA	23,6	11,2		23,9		31,3		Max (52 tyg.)	49,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,8



Podtrzymujemy rekomendację i wycenę z raportu sektorowego z września. Spodziewamy się, że Polnord może pozyskać nawet więcej niż 100 mln PLN z emisji obligacji zamiennych. Jednocześnie, nasze wcześniejsze szacunki dotyczące ceny konwersji na poziomie 45 PLN mogą okazać się zbyt optymistyczne – obecnie przychylamy się do oczekiwań ceny na poziomie 40 PLN. Jednocześnie, podtrzymujemy pozytywną opinię na temat strategii przyjętej przez spółkę. Uważamy, że pod koniec 2011 roku, Polnord będzie prowadził powtarzalną działalność w segmencie mieszkaniowym, rozpoczęty zostanie proces inwestycyjny w przypadku wybranych inwestycji komercyjnych. Wraz ze sprzedażą części gruntów (pod drogi) oraz realizacją wybranych inwestycji rozpoczynanych obecnie, deweloper będzie w stanie spłacić znaczącą część kredytów zaciągniętych na zakup gruntów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wywiad z prezesem: wyniki finansowe Q3 2009

Prezes Polnordu spodziewa się, że zysk spółki za Q3 2009 będzie zbliżony do zysku z całego I półrocza. Sama działalność w ramach budownictwa mieszkaniowego da wynik dodatki w granicach kilku mln PLN, pozostała część wyniku będzie związana z wyceną projektów komercyjnych w toku. W najbliższych kwartałach zysk netto Polnordu może wzrosnąć o kilkadziesiąt mln PLN, ponieważ przeszacowana zostanie część aktywów, których obecna wartość jest niższa od rynkowej. Przykładem jest tanio kupiony grunt w Poznaniu. Przeszacowanie wartości nieruchomości może pojawić się w wynikach Q4 2009 i Q1 2010. Obecnie oferta mieszkań spółki składa się jedynie z 400 lokali, w związku z tym rozpoczęta została budowa 527 nowych mieszkań, głównie w tańszym segmencie. Są to cztery nowe projekty w Gdańsku, Sopocie, Warszawie i Łodzi. Projekty te trafią do oferty jeszcze w tym roku. Marża brutto na projektach powinna przekroczyć 20%. Spółka liczy, że w najbliższym czasie uruchomi 15 projektów o łącznej powierzchni sięgającej 240 tys. m². Nowe projekty Polnord chce realizować z marżą brutto na sprzedaży powyżej 20%. Mieszkania w projektach będą małe i dostosowane do oczekiwań klientów. Spółka prowadzi rozmowy z inwestorami w sprawie emisji obligacji zamiennych na akcje o wartości 200 mln PLN, ale są też inne plany pozyskania kapitału, m.in. dalsza sprzedaż aktywów w Rosji, spłata kredytów i ponowne zadłużenie pod zastaw części gruntów.

Polnord do końca roku chce rozpocząć 7 nowych projektów

Polnord do końca roku planuje rozpocząć 6 nowych projektów liczących łącznie 1000 mieszkań oraz jedną nową inwestycję biurową (biurowiec dla Asseco). Do końca roku ma się rozpocząć inwestycja w Sopocie, na którą spółka z PKO BP pozyskała kredyt na kwotę 23,5 mln PLN. Przed końcem roku ruszą inwestycje w Gdańsku (2 projekty), w Olsztynie oraz Warszawie (3 projekty, w tym jeden w Fadesa Polnord). Inwestycja w Szczecinie za to może się opóźnić. Wkrótce spółka powinna otrzymać pozwolenie na budowę, ale mogą pojawić się odwołania. Trudno powiedzieć, czy projekt uda się uruchomić do końca roku. Prezes Ciurzyński spodziewa się, że wyniki Q3 2009 będą zbliżone do wyników całego pierwszego półrocza. We wrześniu spółka sprzedała 58 mieszkań, prezes uważa, że osiągnięcie sprzedaży miesięcznej na poziomie 60-70 lokali będzie możliwe. Spółka cały czas negocjuje zakup nowych działek, przyznaje jednak, że zakupy idą ciężko, gdyż ceny nie spadły, jak się zarząd spodziewał.

Komunikat o celach emisji obligacji

Polnord opublikował komunikat opisujący cele emisji obligacji. Pozyskane środki mają umożliwić sfinansowanie nowych projektów mieszkaniowych i komercyjnych. Zwiększenie ilości realizowanych projektów ma na celu skorzystanie z wyraźnej poprawy sytuacji na polskim rynku nieruchomości, którą zarząd spółki przewiduje od 2011 roku. W ramach projektów, które będą współfinansowane ze środków pochodzących z emisji obligacji, spółka planuje rozpoczęcie w 2010 roku projektów o łącznej liczbie 3700 mieszkań (bez spółki Fadesa Polnord) i powierzchni

użytkowej około 240 tys. PUM, przy czym realizacja projektów będzie rozłożona na lata 2010-2014. W kolej inwestycje komercyjne obejmują inwestycje biurowe (38 tys. PUM) i handlowe (60 tys. PUM) na terenie Miasteczka Wilanów. W przypadku niższej wartości emisji obligacji, zarząd dokona rewizji celów emisyjnych, koncentrując działalność na projektach o najwyższej rentowności. Rozpoczęcie kolejnych inwestycji biurowych planowane jest na lata 2010 i 2011, centrum handlowego zaś na rok 2011. Zarząd szacuje, że wpływy z obecnych i planowanych projektów, a także sprzedaż gruntów pod drogi o oczekiwanej wartości ponad 200 mln PLN, pozwoli na stopniową spłatę kredytów zaciągniętych pod zakup gruntów. Całkowite saldo zadłużenie, w porównaniu z saldem na koniec Q3 2009, nie powinno do roku 2011 ulec istotnemu zwiększeniu. Od 2012 roku zadłużenie Grupy ma stopniowo obniżyć się. W przypadku opóźnień w przepływach środków z realizowanych projektów i sprzedaży aktywów, zadłużenie może przejściowo rosnąć. W ramach programu inwestycyjnego uwolniona zostanie istotna część aktywów spółki, które obecnie ulokowane są w banku ziemi o szacunkowej wartości rynkowej 1,2 mld PLN. W latach 2010-2014 wartość upłynionych gruntów, w ramach rozpoczęcia nowych projektów oraz sprzedaży części gruntów, ma wynieść 700-800 mln PLN.

Polnord liczy na znaczny wzrost sprzedaży w 2011 roku

Spółka podała w komunikacie, że liczy na znaczny wzrost poziomu przedsprzedaży w 2011 roku, a następnie utrzymanie go w latach kolejnych. Zarząd liczy też na korzystne wyniki brutto na sprzedaży na nowych projektach, ze względu na spadek kosztów budowy i oczekiwany wzrost cen mieszkań w przyszłości.

Wraca temat Wyspy Spichrzów

Środki pozyskane z emisji obligacji mają być wykorzystane m.in. na realizację projektu Wyspy Spichrzów. Umowa z miastem, właścicielem działki, ma być podpisana do 20 listopada b.r. Gdańsk będzie miał 50% udziału w przedsięwzięciu, pozostałe udziały obejmie Polnord, który zapewni też finansowanie oraz zbuduje drogi i Muzeum Bursztynu. Działka ma ponad 2,5 ha. Spółka chce na niej wybudować 20 tys. m² powierzchni użytkowo – mieszkalnej, 10 tys. m² biur i 10 tys. m² części hotelowej. Będą to obiekty z najwyższej półki. Zgodnie z doniesieniami prasowymi, spółka zdobyła już finansowanie projektu, który wart jest około 0,5 mld PLN. Około 40 mln PLN będzie pochodzić ze środków własnych Polnordu, ponadto około 250 mln PLN pożyczyć ma konsorcjum banków PKO BP, Pekao, Nordea i BRE Bank. W przyszłym roku ma rozpocząć się projektowanie, inwestycja zaś ruszy w 2011 roku.

Pozyskanie działki pod inwestycję mieszkaniową

Polnord kupił w Lublinie kolejną działkę. Spółka dysponuje już 1,7 ha z potrzebnych pod inwestycję 2,5 ha. Cały teren wymagany pod inwestycję o wielkości 12 tys. PUM ma zostać nabyty do końca 2009 roku. Osiedle o wielkości 12 tys. PUM ma powstać w 2 etapach. Cała działka ma kosztować 5,5 mln PLN, co przy skali aktywów Polnordu jest wielkością marginalną.

Fadesa Polnord wprowadziła do sprzedaży nowy projekt

Fadesa Polnord wprowadziła do sprzedaży 6-ty etap osiedla Ostoja Wilanów. W ofercie są 262 mieszkania. Najtańsze lokale kosztują 7 257 PLN/m². W budynku najwięcej będzie małych mieszkań.

Handel



Emperia Holding (Trzymaj)

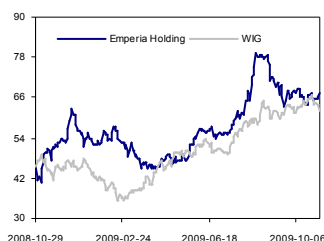
Cena bieżąca: 67,2 PLN Cena docelowa: 70,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-04

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 479,6	5 263,1	17,5%	5 668,9	7,7%	6 046,3	6,7%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	176,2	152,3	-13,5%	194,2	27,5%	220,5	13,6%	MC (cena bieżąca)	1 015,7
marża EBITDA	3,9%	2,9%		3,4%		3,6%		EV (cena bieżąca)	1 291,8
EBIT	136,2	94,9	-30,3%	128,8	35,7%	142,2	10,4%	Free float	71,0%
Zysk netto	88,4	60,1	-32,0%	92,0	53,1%	102,4	11,2%		
P/E	11,5	16,9		11,0		9,9		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	7,9	8,6		6,5		5,6		Zmiana ceny: 6m	37,1%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	58,4%
EV/EBITDA	6,4	8,5		6,7		5,8		Max (52 tyg.)	79,1
Dyiel (%)	2,6	1,3		2,5		3,6		Min (52 tyg.)	40,5



Dla sektora handlu FMCG październik nie był udanym miesiącem jeśli chodzi o notowania na GPW. Akcje Emperii również zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu, na co wpływ mogły mieć sygnały ze spółek z sektora o obserwowanym w 3Q spowolnieniu dynamiki sprzedaży, a w niektórych segmentach nawet spadku przychodów w ujęciu LFL. Takie tendencje mogą przełożyć się na raportowane wyniki w drugiej połowie 2009 roku. Nasze prognozy dla Emperii na 3Q zakładają 23 mln PLN zysku operacyjnego, co na pewno nie jest poziomem pozwalającym na podnoszenie rocznych oczekiwań. Utrzymujemy neutralną rekomendację.



Eurocash (Trzymaj)

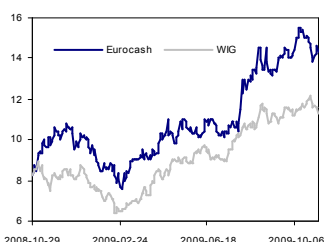
Cena bieżąca: 14,3 PLN Cena docelowa: 9,9 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2009-05-06

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana		
Przychody	4 729,4	6 121,7	29,4%	7 399,4	20,9%	7 877,6	6,5%	Liczba akcji (mln)	130,4
EBITDA	121,9	158,4	30,0%	186,2	17,5%	205,5	10,4%	MC (cena bieżąca)	1 868,0
marża EBITDA	2,6%	2,6%		2,5%		2,6%		EV (cena bieżąca)	1 724,8
EBIT	85,8	115,5	34,7%	127,3	10,2%	142,1	11,6%	Free float	30,0%
Zysk netto	58,9	78,3	33,0%	105,1	34,3%	117,2	11,5%		
P/E	31,1	23,9		17,8		15,9		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	19,3	15,4		11,4		10,3		Zmiana ceny: 6m	31,4%
P/BV	7,8	6,6		4,9		4,2		Zmiana ceny: 12m	68,5%
EV/EBITDA	14,6	11,3		9,3		8,0		Max (52 tyg.)	15,5
Dyiel (%)	1,6	0,6		2,1		2,8		Min (52 tyg.)	7,6



Według naszych prognoz w 3Q'09 Eurocash powinien wypracować aż 57 mln PLN zysku EBITDA, co będzie implikować dynamikę w ujęciu r/r na poziomie prawie 40%. Spółka powinna zaskoczyć poprawą marży EBITDA (malejący udział przychodów ze sprzedaży papierosów) i wyróżnić się na tle branży dynamiką przychodów. W tym kontekście po dwóch słabszych miesiącach, w listopadzie kurs powinien zachowywać się lepiej od szerokiego indeksu.

Inne



Mondi (Trzymaj)

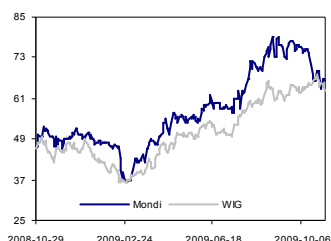
Cena bieżąca: 70 PLN

Cena docelowa: 56 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2009-09-03

(mIn PLN)	2007	2008	zmiana	2009P	zmiana	2010P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 610,4	1 406,3	-12,7%	1 274,3	-9,4%	1 674,1	31,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	299,0	305,5	2,2%	217,1	-29,0%	400,4	84,5%	MC (cena bieżąca)	3 500,0
marża EBITDA	18,6%	21,7%		17,0%		23,9%		EV (cena bieżąca)	4 203,7
EBIT	194,7	194,7	0,0%	97,1	-50,1%	207,1	113,2%	Free float	19,0%
Zysk netto	246,2	141,2	-42,6%	64,1	-54,6%	145,4	126,7%		
P/E	14,2	24,8		54,6		24,1		Zmiana ceny: 1m	-13,0%
P/CE	10,0	13,9		19,0		10,3		Zmiana ceny: 6m	22,2%
P/BV	3,6	3,3		3,0		2,7		Zmiana ceny: 12m	32,1%
EV/EBITDA	11,7	12,4		19,4		10,4		Max (52 tyg.)	79,0
Dyid (%)	7,7	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	36,3



3Q2009, na który przypada „dołek” cen papieru na rynku europejskim, będzie dla spółki najtrudniejszy w roku. Tym niemniej począwszy od 4Q2009 zakładamy, że wyniki na poziomie EBITDA Mondi systematycznie będą się poprawiać, na co wpływ będzie miało uruchomienie nowej maszyny papierniczej (w pierwszej kolejności koszty finansowe i zwiększona amortyzacja) oraz koszty finansowe (dotychczas kapitalizowane). Po publikacji wyników spółki za 3Q2009 zweryfikujemy nasze dotychczasowe prognozy.

Ceny papieru w październiku

W październiku ceny papieru do produkcji tektury falistej nadal rosły. Cena kraftlinera wzrosła o 5,1%, testlinera o 9,5%, a flutingu o 11,3%. Dodatkowo pozytywny wpływ na przychody spółki miało osłabienie PLN w stosunku do EUR o 2%. Średnia cena koszyka produktowego spółki denominowana w PLN jest o 7% wyższa niż średnia za 3Q2009. W 4Q2009 koszyk produktowy spółki będzie się istotnie zmieniał w związku z uruchomieniem nowej maszyny papierniczej, produkującej testliner. Na obecną chwilę trudno jest nam oceniać jak duży wolumen produkcji zostanie wygenerowany w pierwszych tygodniach rozruchu. Docelowo maszyna ma produkować ok. 450 tys. ton papieru CCM, co stanowi połowę obecnej produkcji w tym zakresie. Docelowo testliner powinien stanowić 45% produkcji (obecnie 32%), wypierając kraftliner (obecnie 45%).

Bez dywidendy za 2009

Mondi zawarło porozumienie z bankami na mocy, którego spółka nie wypłaci dywidendy z tegorocznego zysku netto. Informacja jest zgodna z naszymi założeniami. Pierwsza dywidenda może pojawić się z zysku za rok 2010.



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:

CEZ

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2009-08-18
kurs z dnia rekomendacji	155,00
WIG w dniu rekomendacji	34945,56

Erbud

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	22,40	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20	49,00
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12	36009,43

Getin

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9,00
WIG w dniu rekomendacji	37045,62

Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-07	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	34,50	35,99	52,80	52,30	64,30
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	24145,69	29777,06	29887,34	37915,39

Kęty

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2008-08-04
kurs z dnia rekomendacji	79,80
WIG w dniu rekomendacji	42017,93

Lotos

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-03-09	2009-05-28	2009-09-04	2009-09-22
kurs z dnia rekomendacji	11,44	18,25	24,18	24,05
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	29775,36	36009,43	36680,84

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-02-20	2009-03-04	2009-05-22	2009-06-04	2009-08-14	2009-09-09
kurs z dnia rekomendacji	39,00	39,50	54,80	59,10	69,65	77,05
WIG w dniu rekomendacji	22199,49	21999,05	29681,36	31030,61	35998,12	37261,23

PBG

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-03-09	2009-03-09	2009-05-13	2009-06-04	2009-08-14	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	207,00	207,00	208,30	222,00	235,00	210,00
WIG w dniu rekomendacji	22948,51	22948,51	30162,14	31030,61	35998,12	37045,62



ZCH Police

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-03-16	2009-06-04	2009-08-28	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	4,41	6,99	6,73	6,09
WIG w dniu rekomendacji	23176,70	31030,61	37837,39	36009,43

Polimex Mostostal

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-25	2009-08-14	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	2,93	3,88	3,36	3,68	4,11
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29777,06	29399,62	35998,12	36009,43

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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, Mondy, 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, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnia Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Interagroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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