5 listopada 2008

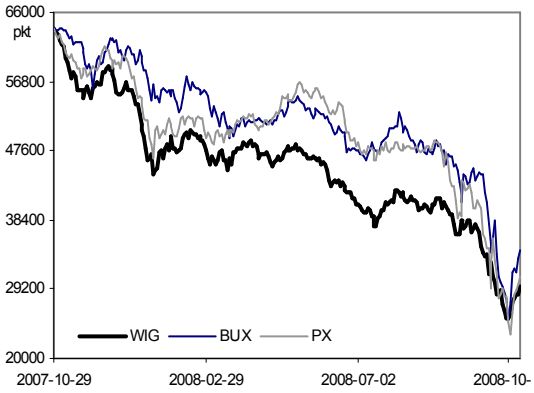
Opracowanie cykliczne

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	**29 601**
Średnie P/E 2008	8,8
Średnie P/E 2009	9,8
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 262 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.jeżewska@dibre.com.pl

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Listopad 2008

Rynek akcji

Rynek nadal będzie wykazywał się dużą zmiennością jeśli nadal będą nadchodziły słabe dane makro i pogarszające się wyniki spółek. Tym niemniej naszym zdaniem przy scenariuszu 3% wzrostu PKB w Polsce w przyszłym roku, WIG20 nie powinien już spadać poniżej 1500 pkt.

Ze spółek

Banki. Oczekujemy wzrostu wyników w 3Q08 o ok. 9% R/R, co wpisuje się w nasze całoroczne oczekiwania wzrostu zysku o ok. 12%. Ostatnio istotnie pogorszyły się perspektywy otoczenia makroekonomicznego, które będą miały bezpośredni wpływ na sytuację banków. Czeka nas okres pogarszających się wyników w bankach. Pozostajemy z defensywnym nastawieniem do sektora.

Rafineryjno-gazowy. Bardzo wysoka jakość wyników za 3Q powinna sprzyjać notowaniom Orlenu. W przypadku Lotosu, mimo sprzyjających warunków makro, górę mogą wziąć znów obawy o straty na hedgingu w kolejnym kwartale. PGNiG po mocnym październiku, w tym miesiącu może zachowywać się gorzej od indeksu.

Telekomunikacja. W okresie dużej niepewności na rynku akcji sektor będzie pełnił rolę defensywnego. Nie wierzymy, że UKE doprowadzi do podziału TPSA. Od 1Q2009 Netia zacznie raportować poprawę wyników r/r.

Media. Wyniki 3Q powinny korzystnie wpływać na notowania TVN i Cyfrowego Polsatu. Z kolei Agora będzie wspierana przez nowy buyback do jakiego Zarząd chce skłonić WZA i w ramach, którego mają zostać zagospodarowane środki niewykorzystane w pierwszym buybacku. Początek roku będzie trudny dla TVN i Agory, na co wpływ będzie miała słabsza dynamika rynku reklamowego.

Informatyczne. Wobec zagrożenia spowolnieniem gospodarczym głównym czynnikiem determinującym bezpieczeństwo spółek IT w tym okresie będzie wielkość portfela długoterminowych kontraktów. Pod tym względem wyróżnić należy Asseco z wieloletnimi umowami z PZU, PKO BP i ZUSem. Najbardziej wystawione na ryzyko dekoniunktury wydają się dystrybutorzy IT.

Metale. Do końca roku należy oczekiwać wzrostu zapasów na światowych giełdach, co jest efektem zwiększonego sezonowo wykorzystania mocy produkcyjnych kopalń. Do tego czasu ceny miedzi i akcje KGHM będą znajdowały się pod presją podaży. Okazja do kupna w średnim horyzoncie czasowym.

Budownictwo. Większość spółek budowlanych będzie generować bardzo dobre wyniki w 2009 roku, natomiast w 2010 roku można spodziewać gorszych wyników pod względem rentowności i przychodów w zakresie budownictwa ogólnego (kubaturowego). Rekomendujemy zakup spółek z dużą ekspozycją na inne działy budownictwa (infrastrukturalne, specjalistyczne).

Handel. Po dramatycznych spadkach w październiku widzimy okazję inwestycyjną na akcjach Emperii, ale z zakupami radzimy wstrzymać się do raportu za 3Q. Mocny ostatnio Eurocash może tym razem odstawać od rynku.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: PBG (Akumuluj) oraz zawieszamy cenę docelową dla spółki KGHM.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Makroekonomia ... 10
3. Aktualne rekomendacje DI BRE ... 13
4. Statystyki rekomendacji ... 14
5. Sektor finansowy ... 15
   5.1. BZ WBK ... 21
   5.2. Handlowy ... 22
   5.3. ING BSK ... 23
   5.4. Kredyt Bank ... 24
   5.5. Millennium ... 26
   5.6. Noble Bank ... 28
   5.7. Pekao ... 29
   5.8. PKO BP ... 30
6. Sektor rafineryjno-gazowy i chemiczny ... 32
   6.1. Ciech ... 33
   6.2. Lotos ... 34
   6.3. PGNiG ... 35
   6.4. PKN Orlen ... 37
   6.5. Police ... 38
   6.6. ZA Puławy ... 39
7. Telekomunikacja ... 40
   7.1. Netia ... 41
   7.2. TP SA ... 42
8. Media ... 43
   8.1. Agora ... 44
   8.2. Cyfrowy Polsat ... 46
   8.3. TVN ... 48
   8.4. WSiP ... 51
9. Sektor IT ... 52
10. Dystrybutorzy IT ... 54
   10.1. AB ... 54
   10.2. Action ... 55
   10.3. ASBIS ... 55
   10.4. Komputronik ... 56
11. Metale ... 57
   11.1. Kęty ... 57
   11.2. KGHM ... 58
12. Budownictwo ... 59
   12.1. Budimex ... 66
   12.2. Elektrobudowa ... 68
   12.3. Erbud ... 69
   12.4. Mostostal Warszawa ... 70
   12.5. PBG ... 71
   12.6. Polimex Mostostal ... 73
   12.7. Trakcja Polska ... 74
   12.8. Ulma Construccion Polska ... 75
13. Deweloperzy ... 76
14. Handel ... 81
   14.1. Emperia Holding ... 81
   14.2. Eurocash ... 81
15. Inne sektory ... 82
   15.1. Mondi ... 82

Rynek akcji

Po panicznej wyprzedaży różnych klas aktywów (najgorszy miesiąc dla giełdy w Nowym Jorku od 21 lat, dla giełdy tokijskiej – w historii), załamaniu się zaufania w systemie bankowym i ucieczce kapitału do amerykańskich i japońskich papierów skarbowych, co osłabiło EURO, a szczególnie waluty krajów z rynków wschodzących, w stosunku do USD/JPY najsilniej od 1999 roku (wszystko w pierwszej połowie października), rynki są w fazie równie silnego odreagowania. Za dynamikę spadków w dużej mierze odpowiedzialne są m.in. fundusze hedgingowe (o czym pisaliśmy w poprzednim raporcie), których duża część od początku października zaczęła przyjmować deklaracje umarzania środków. Ratunkiem dla giełd okazał się bezprecedensowy program pomocy finansowej, gwarancji dla banków i obniżek stóp procentowych, przedstawiony przez niemal wszystkie kraje rozwinięte gospodarczo – od USA, poprzez UE, kraje azjatyckie, do krajów Zatoki Perskiej.

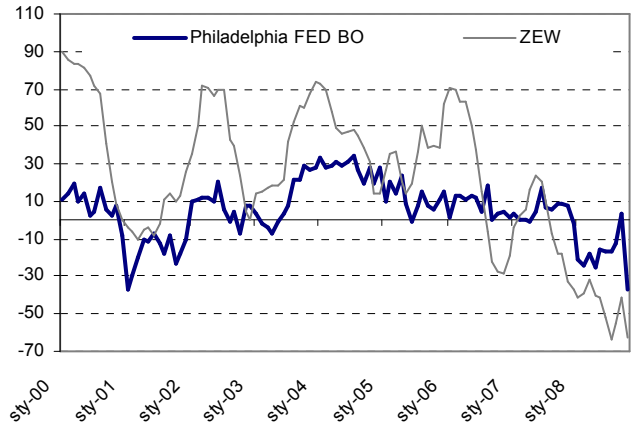
Obecnie wszyscy zadają sobie pytanie: Czy to wystarczy aby ochronić światową gospodarkę przed załamaniem się – bo recesja jest już dla wszystkich oczywista – a w konsekwencji, czy to już koniec spadków i czy już czas na zakupy akcji? Rynek nadal będzie wykazywał się dużą zmiennością po tym, jak nadal będą nadchodziły słabe dane makro i pogarszające się wyniki spółek. Tym niemniej naszym zdaniem przy scenariuszu 3% wzrostu PKB w Polsce w przyszłym roku, WIG20 nie powinien już spadać poniżej 1500 pkt.

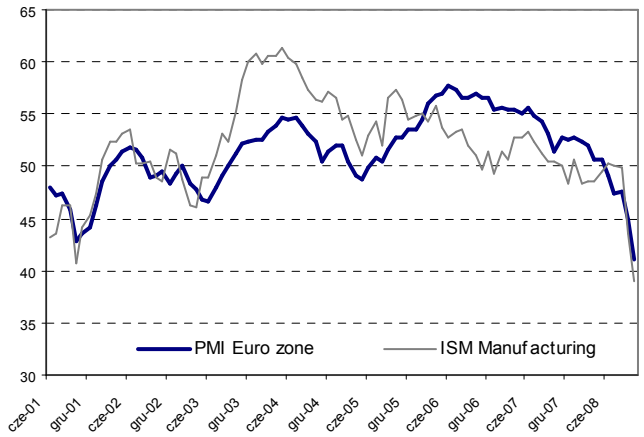
Wydaje się, że kryzys finansowy a przynajmniej jego najbardziej spektakularna część, jest już za nami. Jest małe prawdopodobieństwo, aby w następnych miesiącach nie doszło do kolejnych nacjonalizacji banków w Europie czy USA, szczególnie banków lokalnych. Skoordynowana pomoc rządów i banków centralnych mająca przywrócić płynność w sektorze bankowym powinna jednak stopniowo uspokajać nastroje i przywracać zaufanie – dziś absolutnie kluczowy element całej układanki. Już dziś na rynkach pojawiły się pierwsze oznaki powrotu zaufania, co spowodowało spadek – notującego historyczne maksima - kosztu międzybankowych kredytów.

Tym niemniej przed nami nadal kolejna faza kryzysu, tj. spowolnienie gospodarcze związane ze spadkiem PKB na rynkach rozwiniętych i obniżeniem wzrostu PKB w *emerging markets* istotnie poniżej potencjału. Nadal duża niechęć banków do finansowania realnej gospodarki przekłada się na spadek nastrojów konsumenckich i obniżenie poziomu konsumpcji. To oznacza konieczność ograniczenia produkcji, co jest najlepiej widoczne na przykładzie przemysłu samochodowego. Z raportów kwartalnych największych światowych koncernów wynika, że ich bieżąca sytuacja jest nadal dobra – podobnie jak wyniki – jednak w większości spółki te informują o słabych perspektywach na przyszły rok. Oprócz raportów kwartalnych jest to widoczne m.in. we wskaźnikach sentymentu w przemyśle największych gospodarek.

Na dziś skala recesji jest nadal nieznana. Dla przykładu prognozy dotyczące spadku PKB w USA w okresie 2009-2010 oscylują od -1% do -5%, w zależności od przyjętych założeń dotyczących wpływu kryzysu finansowego na dostępność kredytu dla gospodarki. Przy powszechnym braku zaufania, niektóre banki europejskie zaczęły trzymać pieniądze w bankach centralnych – godząc się nawet na straty z tego tytułu (oprocentowanie środków w EBC poniżej inflacji) – ale unikając ryzyka pożyczania innym bankom oraz przedsiębiorstwom, nie znając ich realnej sytuacji finansowej. Dzieje się tak pomimo, że europejski system bankowy ma nadal ogromną nadpłynność (103 mld Euro na depozytach w EBC). Z drugiej strony banki centralne muszą pożyczać środki innym bankom komercyjnym – niestety z coraz gorszym zabezpieczeniem. W tym czasie FED udostępnia pożyczki w ogóle niezabezpieczone, a nawet skupuje papiery dłużne przedsiębiorstw. Realna gospodarka jest dotknięta nie tylko poprzez brak dostępnego kredytu, ale również przez praktycznie martwy rynek długu korporacyjnego. Im dłużej utrzymuje się taki stan rzeczy, tym większe ryzyko, że przedsiębiorstwa w słabszej sytuacji finansowej będą miały problem z refinansowaniem zadłużenia krótkoterminowego.

Wskaźniki sentymentu i koniunktury w przemyśle





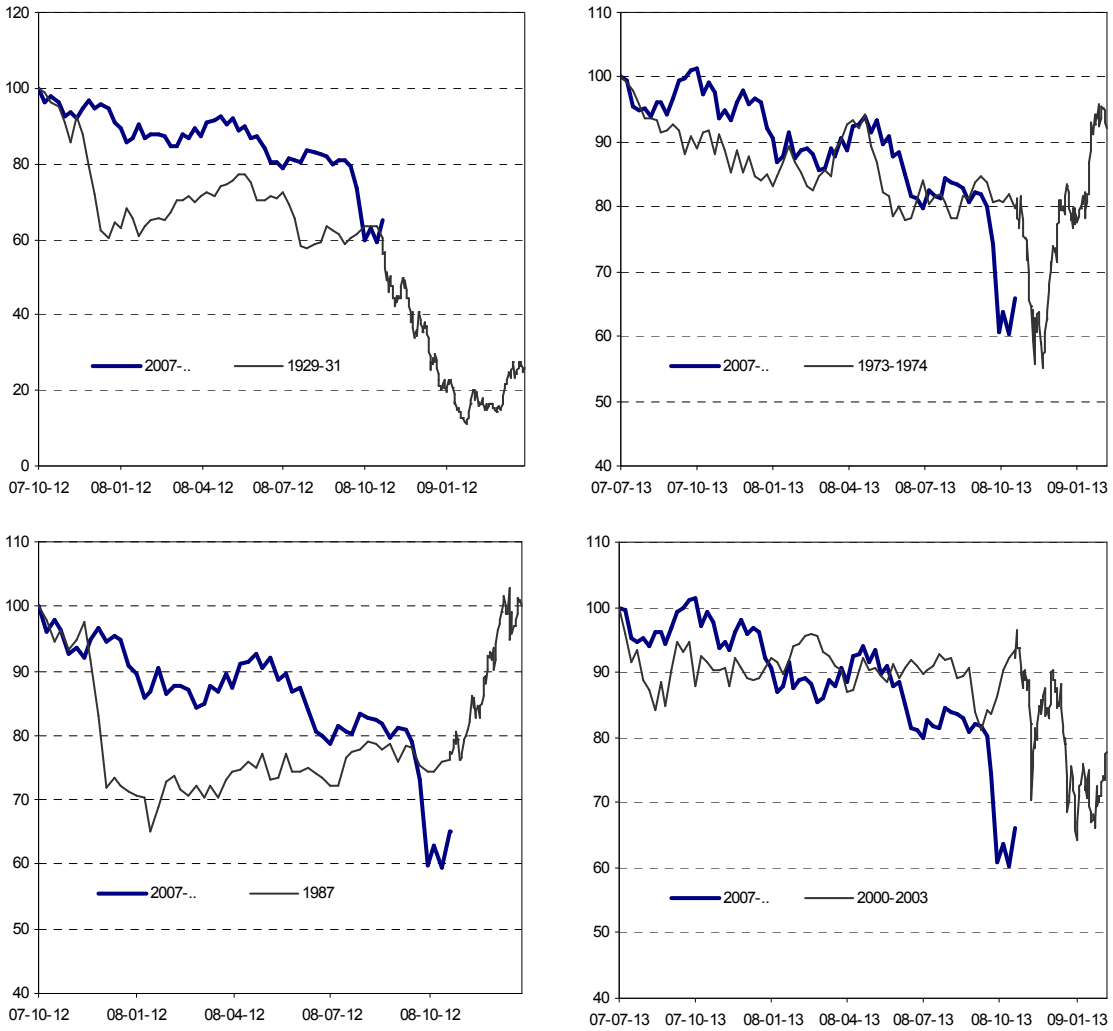
Źródło: Bloomberg

Wzrost gospodarczy i pogarszające się wyniki spółek oraz potencjalne problemy płynnościowe niektórych sektorów to czynniki, które w dalszym ciągu będą negatywnie wpływały na rynek akcji. Dodatkowo dalsze „delewarowanie" inwestycji prawdopodobnie przyniesie kolejne fale wyprzedaży ze strony funduszy hedgingowych. Realizowanie strat podatkowych na rynku akcji – przed rozliczeniem rocznym za 2008 – w przypadku dużej części funduszy hedgingowych oznacza konieczność złożenia deklaracji do funduszu o umorzeniu do połowy listopada (45-dniowy okres).

Wielki kryzys czy „tylko" kolejna recesja?

Dynamika spadków na giełdach w ostatnim miesiącu skłania do rysowania „czarnych" scenariuszy i porównywania obecnych spadków z bessą Wielkiego Kryzysu, tj. okresu 1929-31, czy załamaniem rynku akcji w roku 1987. W obu przypadkach problemy gospodarki zaczęły się od załamania na giełdach i szybkiego delewarowania inwestycji. Wejście światowej gospodarki w kryzys porównywalny z Wielkim Kryzysem, którego konsekwencją był spadek indeksu DJIA o 88%, przez analogię oznaczałby dla rynku akcji dalsze dynamiczne załamanie notowań. Z drugiej strony obecna fala przeceny przy porównaniu z innymi bessami ostatnich 100 lat (1973/4, 1987, 2000/3) zarówno pod względem rozłożenia w czasie, jak i głębokości spadku, powinna zmierzać ku końcowi. Podobieństwo, co do „stylu" spadków jest widoczne szczególnie przy porównaniu z okresem 1973-1974, któremu również towarzyszyła bańka spekulacyjna na surowcach.

DJIA w obecnej fali spadkowej na tle największych bess od 1929 roku



Źródło: Bloomberg

W ocenie makroekonomistów – przy wielu elementach podobnych jeżeli chodzi o genezę kryzysu z lat trzydziestych (poprzedzał go silny, ośmioletni wzrost cen akcji, zalewarowanie konsumpcji i inwestycji giełdowych, *investment trusts*) – główna różnica dotyczy zmasowanej reakcji rządów i banków centralnych na całym świecie na zaistniałą sytuację. Jednym z czynników, jaki dziś umożliwia taką reakcję, jest brak przywiązania banków do parytetu złota. Podczas kryzysu lat 30-tych FED zacieśnił politykę monetarną, a rząd amerykański wprowadził zaporowe cła importowe, co przeniosło kryzys do Europy. W latach 1929-1933 PKB w USA spadło o 27%. W ostatnich recesjach średni spadek PKB wynosił 1,4%, w tym najwięcej w latach 1973/75 – 3%. Obecnie makroekonomiści zakładają maksymalnie 5% spadek PKB do 2010 roku.

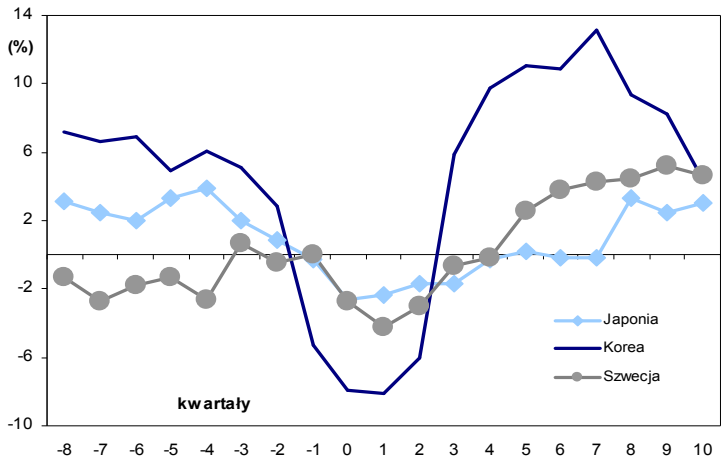
Obecnie w reakcji na kryzys finansowy rządy i banki centralne podjęły zdecydowane kroki, aby przywrócić płynność i zaufanie w sektorze bankowym. Sytuacja przypomina tę z lat 90-tych, kiedy niektóre kraje (Szwecja, Japonia, Korea) borykały się z takim samym problemem, jak dziś niemal cały świat.

	Europa/USA 2008	Szwecja 1992	Korea 1997	Japonia 1998
Rekapitalizacja	Banki otrzymują nowy kapitał. Rząd może przejąć pakiety kontrolne.	Banki otrzymują nowy kapitał. Rząd w niektórych przypadkach przejmuje pakiety kontrolne, w innych – nacjonalizacja.	Banki, które nie miały szans na przetrwanie, zostały znacjonalizowane i/lub połączone z innymi; otrzymały także zastrzyk nowego kapitału.	Banki otrzymują nowy kapitał. Państwo przejmuje zarządzanie zagrożonymi bankami lub je nacjonalizuje.
Gwarancje	Rozszerzenie gwarancji dla depozytów. Szerokie gwarancje dla rynku międzybankowego.	Pełne gwarancje dla depozytów we wszystkich bankach.	Uregulowania prawne dotyczące gwarancji dla depozytów.	Uregulowania prawne dotyczące gwarancji dla depozytów: pełne gwarancje do 2001.
Wykup nieściągalnych pożyczek	Możliwość skupowania problematycznych aktywów.	Przeniesienie nieściągalnych pożyczek to osobnych firm zarządzających aktywami.	Wykup nieściągalnych pożyczek.	Przeniesienie nieściągalnych pożyczek do dwóch firm zarządzających aktywami.

Źródło: Commerzbank

Z doświadczeń tych krajów wynika, że reakcja (nacjonalizacja części banków, wykup „toksycznych" aktywów, gwarancje) przyniosła pozytywne skutki – nie zmienia to jednak faktu, że od interwencji mijało 3-4 miesięcy kiedy realna gospodarka znów zaczynała rosnąć. Różnica w porównaniu z dzisiejszym kryzysem dotyczy przede wszystkim skali problemu (opisywane kryzysy miały wymiar regionalny a nie globalny), a także faktu, że w większości krajów problem przychodzi z zewnątrz (niefunkcjonujący interbank), a nie wynika z niespłacalności kredytów przez klientów (jak w latach 90-tych). Przedstawione przykłady dowodzą również, że w obecnej sytuacji nie można liczyć na nieoczekiwaną i szybką poprawę sytuacji gospodarczej krajów już dotkniętych kryzysem.

Wzrost gospodarczy po trzech- czterech miesiącach od interwencji



Źródło: Commerzbank

Polska a kryzys na świecie

Problem delewarowania sektora finansowego, choć w zdecydowanie mniejszym stopniu, dotyczy również Polski. Największym problemem jest jednak spadek zaufania, czego konsekwencją – podobnie jak na rynkach zagranicznych – jest wygasanie interbanku i trudno dostępny kredyt. W najlepszym przypadku przedsiębiorstwa muszą przyjmować wzrost kosztów finansowania. W efekcie systematycznie obniżane są prognozy wzrostu gospodarczego roku 2009, nawet poniżej 3% (RPP). Wg szacunków Polskiej Rady Biznesu, spadek PKB w USA w latach 2009-2010 o 5% pociągnąłby za sobą 2% spadek PKB w strefie Euro, co odbiłoby się również na tempie wzrost gospodarki polskiej maksymalnie do 3,3% średniorocznie, przy spadku CPI do 2,5% już w 2009 roku. To powinno skłonić RPP do obniżek stóp procentowych, choć takie działanie raczej nie przywróci zaufania w systemie i będzie miało mniejsze znaczenie dla gospodarki (kluczowe wydają się gwarancje na rynku międzybankowym). Przy tak silnej skali spowolnienia gospodarczego, pogorszenia sytuacji na rynku pracy i wyhamowaniu wzrostu

wynagrodzeń, niewielkim zagrożeniem dla spadku inflacji do celu NBP jest silna deprecjacja PLN. Wg. niektórych makroekonomistów 20% deprecjacja jaka dokonała się w ostatnich dwóch miesiącach dodaje 0,6 pkt. proc. do CPI.

Z perspektywy inwestorów zagranicznych, obecnie rynki wschodzące oceniane są pod kątem poziomu zadłużenia zagranicznego i ekspozycji na obce waluty. To efekt problemów z płynnością Islandii, Węgier i Ukrainy, co negatywnie wpłynęło na waluty rynków wschodzących w CEE. Mimo, że po raz pierwszy od 1998 roku (dostępność danych) krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne Polski (55 mld Euro) wzrosło do poziomu przewyższającego rezerwy walutowe (50 mld Euro), uzależnienie Polski od finansowania zewnętrznego w regionie jest mniejsze, a pozostałe czynniki makro zwykle lepsze.

Wskaźniki makro dla Polski i krajów w regionie

	Polska	Węgry	Czechy	Bułgaria	Rumunia	Słowacja	Litwa	Estonia
Zadłużenie / PKB2007	44,9%	65,8%	28,9%	18,2%	12,9%	29,4%	17,0%	3,5%
Deficyt handlowy / PKB								
2007	-3,4%	-8,4%	-1,8%	-0,8%	-12,2%	-5,8%	-13,1%	-17,9%
obecnie	-4,2%	-10,7%	-2,5%		-9,2%	-7,1%	-14,7%	-14,1%
Deficyt budżetowy / PKB	-2,0%	-5,0%	-1,0%	0,1%	-2,6%	-1,9%	-1,2%	2,7%
Inflacja CPI	4,5%	5,7%	6,6%	11,0%	7,3%	5,4%	11,0%	10,5%
PKB								
obecnie	5,3%	1,9%	4,7%	5,8%	6,2%	7,0%	6,1%	2,7%
2008P	5,4%	2,0%	4,2%			7,1%		
2009P	3,8%	3,0%	3,6%			5,0%		

Źródło: Eurostat

Przy nadal silnym popycie wewnętrznym (choć bez wątpienia spowalniającym w kolejnych miesiącach), częściowo wzrost PKB w Polsce zależy od skali spowolnienia gospodarek w EU, do której trafia blisko 80% polskiego eksportu. Do najważniejszych partnerów handlowych należą tu przede wszystkim Niemcy (25% udział), oraz Włochy, Francja, Wielka Brytania i Rosja. Wg prognoz Commerzbank, w 2009 roku tempo wzrostu gospodarki niemieckiej spadnie do 0% z 1,6% w 2008. W przypadku Włoch PKB nie zmieni się (0% vs. 0%) a dla Francji wyniesie 0,1% z 0,9% w 2008. Dla całej strefy Euro prognoza wzrostu PKB mówi o 0,1% w stosunku do 1,1 w br.

Struktura geograficzna eksportu Polski

Rozbicie 1	Rozbicie 2	Rozbicie 3	Rozbicie 4
Kraje rozwinięte (83,49%)			
	UE (78,18%)		
		Strefa Euro (51,98%)	
			Niemcy (24,9%)
			Włochy (6,43%)
			Francja (6,40%)
			Niderlandy (3,94%)
			Hiszpania (2,8%)
			Belgia (2,71%)
			Austria (1,9%)
		Pozostałe (26,20%)	
			Wielka Brytania (5,74%)
			Republika Czeska (5,49%)
			Szwecja (3,26%)
			Wegry (2,90%)
			Slowacja (2,17%)
			Dania (1,99%)
			Litwa (1,57%)
			Rumunia (1,44%)
	EFTA (2,75%)		
	Pozostałe rozwinięte (2,56%)		
		USA (1,4%)	
Kraje rozwijające się (7,75%)			
WNP (10,0%)			
	Rosja (4,98%)		
	Ukraina (3,71%)		

Źródło: Ministerstwo Gospodarki

Spowolnienie gospodarcze potwierdzają wskaźniki sentymentu wśród przedsiębiorców. Z danych BIEC wynika, że w październiku Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury (WWK), informujący o przyszłych tendencjach w gospodarce, spadł po raz kolejny, do poziomu najniższego od 16 miesięcy. W 2007 roku przedsiębiorcy wskazywali na coraz gorszą koniunkturę i nadchodzące spowolnienie gospodarcze głównie ze względu na rosnące koszty wytwarzania. Obecnie problemem staje się spadek zamówień napływających do firm. Najszybciej ubywa zamówień od zagranicznych kontrahentów (efekt słabnącej koniunktury, szczególnie u głównych partnerów handlowych Polski: Niemiec, Włoch, Francji), ale zaczęły również obniżać się zamówienia krajowe. Zjawisko słabnącego popytu krajowego może zaostrzyć spadająca dostępność kredytów. Niepokoi również spadająca wydajność pracy, która obniża się od kwietnia. Firmy coraz częściej deklarują, że nie będą zatrudniać nowych pracowników a nawet mogą pojawić się ich zwolnienia.

Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego do 3% w 2009 zapewne będzie oznaczać dla większości spółek dalsze pogarszanie się wyników a dla spółek mocno zalewarowanych najprawdopodobniej wejście w straty i ryzyko rolowania krótkoterminowego zadłużenia. W konsekwencji należy oczekiwać, że inwestorzy zaczną w większym niż dotychczas stopniu zwracać uwagę na wskaźnik EV/EBITDA, szczególnie dla spółek produkcyjnych. Komponent *equity* spółek silnie zadłużonych w wartości EV nadal będzie spadał. Spółki, które przetrwają, będą celem inwestycyjnym dającym największą stopę zwrotu w okresie hossy. Poniżej prezentujemy zestawienie zadłużenia wybranych spółek produkcyjnych na tle EBITDA wygenerowanej przez ostatnie cztery kwartały.

W perspektywie najbliższych miesięcy pozytywnie na wyniki przemysłu będzie wpływało osłabienie złotego, tu jednak spółki stoją nadal przed spadkiem wolumenów sprzedaży, szczególnie dla wysokiej bazy porównawczej pierwszego półrocza 2008 (przy podobnym kursie Euro/PLN). Pierwsze półrocze może okazać się trudne (w kontekście bazy porównawczej) również dla branży budowlanej, jeżeli zima będzie normalna a nie jak w ostatnich dwóch latach bardzo łagodna.

Zadłużenie wybranych spółek produkcyjnych w relacji do EBITDA i EV

(mln PLN)	Dług krótkoterminowy	Dług długoterminowy	Gotówka i ekwiwalent	Dług netto	Dług netto / EBITDA 4Q*	EV / EBITDA 4Q*	Dług netto / EV
Hutmen	239	2	39	201	- 30,2	-40,1	75%
GROCLIN	113	14	24	102	27,3	33,9	81%
Makarony	10	7	1	16	17,6	40,8	43%
Remak	11	-	7	4	7,7	67,4	11%
BARLINEK	180	419	13	586	6,5	10,5	62%
MISPOL	24	45	5	63	6,3	13,6	46%
PAMAPOL	98	60	1	158	6,0	9,1	66%
HTL Strefa	-	123	8	115	5,9	30,1	20%
KOELNER	145	120	19	246	5,3	11,7	46%
Boryszew	752	215	90	878	5,0	5,8	87%
HOOP	260	136	31	365	4,4	17,9	25%
ELSTAROIL	62	51	15	97	4,3	13,3	32%
Impexmetal	565	124	71	618	4,3	6,6	65%
Duda	210	158	27	341	4,1	6,8	61%
FORTE	41	53	14	80	3,9	9,2	42%
Mieszko	2	49	3	49	3,5	7,4	48%
Grajewo	141	469	13	598	3,1	5,0	63%
INDYKPOL	38	46	9	76	3,0	6,7	45%
Ferrum	53	0	2	51	3,0	13,1	23%
PONAR	52	17	39	31	2,6	6,7	38%
Plastbox	3	9	0	12	2,4	9,7	25%
ROPCZYCE	94	9	6	97	2,4	5,5	43%
Zetkama	17	26	3	39	2,4	5,2	46%
GRAAL	94	19	9	104	2,3	4,0	57%
Kęty	366	20	30	356	2,1	4,9	43%
Paged	39	22	9	53	2,1	4,9	43%
Lena	6	20	1	25	2,1	7,9	27%
Ciech	53	810	66	797	2,1	5,0	42%
Decora	44	32	4	72	2,0	6,5	32%
PKN Orlen	873	8 011	1 389	7 494	2,0	5,2	38%
BIOTON	95	171	115	151	1,8	16,2	11%
CERSANIT	208	691	404	495	1,5	7,3	21%
Kopex	266	7	107	166	1,4	8,4	16%
Snieżka	91	3	7	87	1,4	6,2	22%
Apator	38	45	25	58	1,3	9,1	14%
LZPS	10	12	3	19	1,2	4,8	26%
Synthos	11	652	396	267	1,2	5,4	22%
Lentex	25	12	4	33	1,1	5,2	22%
Famur	147	125	54	217	1,1	5,9	19%
Lotos	489	1 125	722	892	0,9	3,3	28%
Świecie	60	96	47	109	0,4	6,9	6%
Sanok	24	3	7	20	0,4	4,6	9%
JUTRZENKA	98	33	15	116	0,3	10,2	3%
Seko	15	3	18	1	0,2	7,4	2%
Wielton	6	18	30	- 5	- 0,1	2,4	-3%
Wawel	-	6	9	- 3	- 0,1	5,7	-1%
Hydrotor	4	-	7	- 3	- 0,2	3,7	-4%
Zelmer	2	-	16	- 15	- 0,2	6,9	-3%
Wilbo	0	-	2	- 1	- 0,2	3,8	-6%
STALPRODUKT	7	10	164	- 146	- 0,3	5,8	-6%
KGHM	195	70	1 651	- 1 386	- 0,3	1,1	-29%
Suwary	-	-	2	- 2	- 0,4	3,7	-10%
Police	0	-	226	- 226	- 0,5	1,2	-41%
Es-System	4	1	16	- 11	- 0,6	10,6	-6%
Mennica	5	-	59	- 54	- 0,6	8,1	-8%
Yawal	19	13	46	- 14	- 0,9	9,1	-9%
ZA Puławy	60	0	575	- 516	- 1,2	1,3	-86%
PGNiG	117	37	2 456	- 2 303	- 1,2	9,1	-13%
Rafako	30	-	105	- 76	- 1,5	4,9	-31%
Lubawa	-	-	17	- 17	- 1,6	4,8	-32%
OPTOPOL	4	5	36	- 27	- 4,0	26,3	-15%
Relpol	20	4	35	- 11	- 11,0	15,7	-71%

*Źródło: Raporty spółek, * ostatnie cztery kwartały*

Makroekonomia

Zgodnie z oczekiwaniami RPP utrzymała wszystkie stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Prezes Skrzypek wskazał, że kwestia redukcji stopy rezerwy obowiązkowej mogła być przedmiotem dyskusji na jednym z nadzwyczajnych posiedzeń Rady. Istotne pogorszenie perspektyw dla gospodarki światowej, które nastąpiło (zdaniem ekspertów NBP) pomiędzy dwiema *cut off dates* skutkowało obniżeniem prognozowanego tempa wzrostu PKB do 2,6% w roku 2009. Zastanawiające jest jednak utrzymanie relatywnie wysokich prognoz inflacji. Według ekspertów NBP inflacja w 2009 roku utrzyma się na poziomie 4,2% (czyli zbliżonym do tego z poprzedniej projekcji), a w 2010 roku spadnie do około 2,9%. Podkreślić należy, że tym razem eksperci NBP zaproponowali znacznie większy przedział ufności dla prognozy na rok 2010 niż w poprzedniej projekcji. Komunikat potwierdził sygnalizowany, przez niektórych członków RPP powrót do neutralnego nastawienia w polityce monetarnej (nie pojawił się fragment mówiący o możliwości zacieśnienia monetarnego). Rada wskazała również, że kolejne decyzje zależeć będą od napływających informacji, włączając dane dotyczące perspektyw inflacji i wzrostu w gospodarce światowej i Polsce oraz informacje o działaniu rynku międzybankowego. Pogorszenie koniunktury, kumulacja ryzyk dla wzrostu gospodarczego (oceniamy, że część efektów będzie widoczna już w danych miesięcznych w listopadzie i grudniu) i kolejne niższe odczyty inflacji prawdopodobnie wpłyną na znaczne złagodzenie komentarzy członków RPP. Stabilizacja lub dalsze umocnienie złotego do czasu kolejnego posiedzenia będzie naszym zdaniem znacznie zwiększać szanse listopadowej obniżki stóp procentowych. Sadzimy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp w listopadzie zwiększać będzie również obniżka stóp przez EBC (implikująca wzrost premii za ryzyko w naszych stopach) i ewentualne obniżki stóp dokonane przez Czeski Bank Centralny.

Najnowsze badania koniunktury NBP wskazują na pogarszającą się sytuacje w sferze realnej gospodarki oraz osłabienie presji cenowej, która wynika z wolniejszego wzrostu cen surowców i materiałów do produkcji, a także z rozluźnienia dodatniej zależności pomiędzy tempem wzrostu cen i płac. Warto zaznaczyć, że ankiety na podstawie których sporządzono raport zostały wypełnione we wrześniu, jeszcze przed intensyfikacją *credit crunch*. Sytuacja bieżąca oceniona została zdecydowanie bardziej negatywnie w przypadku eksporterów oraz większości sekcji przetwórstwa przemysłowego. Przedsiębiorstwa tego typu dokonały także największych redukcji prognoz popytu. Jak do tej pory sytuacja w usługach i budownictwie plasuje się na względnie wysokim poziomie – z uwagi jednak na problemy z dostępnością kredytu (zintensyfikowane pod koniec września, lecz widoczne także już wcześniej w rosnącym odsetku firm, którym banki odmówiły udzielenia kredytu) również te sekcje zanotują w najbliższym czasie spadek aktywności. Badania NBP sugerują przybliżające się rozluźnienie rynku pracy. Przedsiębiorstwa planują w ujęciu netto zwolnienia pracowników, maleje także udział przedsiębiorstw planujących podwyżki płac (co pozwala wnioskować, że dotychczasowe niedopasowanie podaży i popytu na pracę stopniowo traci na znaczeniu jako element stymulujący podwyżki wynagrodzeń). Mniejszy popyt na pracę jest spójny ze spadającym wykorzystaniem mocy wytwórczych oraz ograniczoną działalnością inwestycyjną – wskaźnik prognoz inwestycji spadł do poziomu sprzed 2004 roku, jednak inwestycje rozpoczęte są nadal kontynuowane. Odnośnie procesów cenowych, w III kwartale odnotowano spadek marż w sprzedaży krajowej (po II kwartałach nieprzerwanego wzrostu). Wyniki zgodne są z miesięcznymi szacunkami koniunktury GUS i świadczą o tym, że inflacja powoli przestaje być problemem. Dodatkowym argumentem za zmniejszeniem presji cenowej jest oddalenie obaw o efekty drugiej rundy oraz rozluźnienie rynku pracy, które zwiększy dyscyplinę płacową pracowników.

Agencja ratingowa Standard & Poor's zrewidowała perspektywę ratingu zadłużenia długoterminowego Polski w walucie zagranicznej z pozytywnej do stabilnej. W fazie odbudowy zaufania, czy tej odreagowania, coraz większą wagę inwestorzy będą przykładać do polskich fundamentów. Te zaś, w porównaniu z krajami regionu wyglądają ciągle dobrze (w miarę spójny plan konwergencji fiskalnej, dezinflacyjna polityka RPP, ograniczony deficyt na rachunku obrotów bieżących, stabilny i nadpłynny sektor bankowy, o połowę mniejszy stosunek kredytów w walutach obcych do ogółu kredytów niż na Węgrzech, Rumunii, czy Bułgarii oraz 59 mld USD rezerw walutowych pokrywających 83% krótkookresowych zobowiązań walutowych sektora bankowego oraz przedsiębiorstw). Oceniamy, że w perspektywie miesiąca - dwóch polityka monetarna zacznie ponownie operować w reżimie dezinflacyjnym w odróżnieniu do obecnego reżimu charakteryzującego się wzrostem awersji do ryzyka.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła we wrześniu do 11,6% z 7,7% w sierpniu. Kategorie, które w sierpniu pociągnęły w dół tempo wzrostu agregatu (żywność, samochody) odnotowały we wrześniu niewiele większe tempo wzrostu (odpowiednio 4,1% oraz -8,3% r/r), możliwe do wytłumaczenia na podstawie większej liczby dni roboczych oraz intensywnych działań promocyjnych ze strony dealerów samochodowych. Pozostałe kategorie odnotowały tempo wzrostu zbliżone do poziomu z ostatniego miesiąca (z rysującą się coraz wyraźniej tendencją spadkową – biorąc pod uwagę dużą różnicę w dniach roboczych).

Spowolnienie popytu konsumpcyjnego stało się faktem (w pierwszej połowie roku średnia dynamika sprzedaży wyniosła 17,6%, po pierwszych trzech miesiącach drugiego półrocza dynamika wyhamowała do 10,9%). Pogarszający się optymizm konsumentów, a także gorsze szacunki koniunktury w handlu będą w najbliższych miesiącach prowadzić do ukształtowania nowej, niższej równowagi w handlu wewnętrznym – biorąc jednak pod uwagę skale spowolnienia w przemyśle, popyt konsumpcyjny (wspomagany relatywnie bardziej stabilną sytuacją w sektorze usług) zostanie przez jakiś czas głównym kontrybutorem do tempa wzrostu PKB. Z kolei stopa bezrobocia spadła we wrześniu do 8,9% z 9,1% w sierpniu. Zaskakująco niski odczyt spójny jest z nieco wyższym wzrostem zatrudnienia w tym miesiącu. Wydaje się jednak, że jest to efekt jednorazowy, połączony ze zwykłym wzrostem aktywności na rynku pracy po okresie wakacyjnym. W najbliższych miesiącach można się spodziewać wzrostu stopy bezrobocia ze względu na efekty sezonowe oraz fakt, że deklarowana przez przedsiębiorców liczba zwolnień jest niemal 3 - krotnie wyższa niż na koniec września 2007).

Po 3,7% spadku produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 7% r/r (wynik ten zbliżony był do naszych prognoz). Po skorygowaniu o efekty związane z różną liczby dni roboczych produkcja wzrosła o 3,5%. W naszej ocenie jest to tylko jednorazowe wybicie produkcji z trendu, który jest definitywnie spadkowy. Prawdziwym testem dla produkcji powinny być dane październikowe (równa liczba dni roboczych w porównaniu z rokiem poprzednim). Nie wykluczamy, że w październiku produkcja wykaże ujemną roczną dynamikę. Na spadki produkcji coraz większe przełożenie powinno mieć spowolnienie gospodarcze w strefie euro, a co za tym idzie spadek popytu na dobra zaopatrzeniowe i inwestycyjne (czynnik ten powinien być szczególnie silnie odczuwalny w ramach korporacji międzynarodowych, patrz przemysł samochodowy). Dane wskazują na istotne obniżenie dynamiki PKB w III kw. Nasze wstępne szacunki mieszczą się w przedziale 4,2 - 4,6% r/r.

Ceny producentów wzrosły we wrześniu o 2,1% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym. W ujęciu miesięcznym przyrost cen wyniósł 0,2%, czyli dokładnie tyle samo co w sierpniu. Znacznie obniżyła się natomiast dynamika cen producentów, która z 0,5% m/m w poprzednim miesiącu osiągnęła tempo wzrostu równe 0,1%. Co ciekawe, roczna dynamika cen w przetwórstwie przemysłowym kształtuje się obecnie na poziomie 0,6% - istotnie poniżej średniej z poprzednich miesięcy. Dane wskazują, że w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego przedsiębiorstwa trącą siłę rynkową do podnoszenia cen (historycznie rzecz ujmując, osłabienie złotego przynosiło znaczne podwyżki cen dyktowanych przez producentów - tym razem tak się nie stało). Potwierdzają to także wskaźniki koniunktury - w najbliższym czasie należy się zatem spodziewać obniżenia dynamiki cen producentów (z chwilowymi zakłóceniami po stronie dystrybucji nośników energii - patrz podwyżki cen zaakceptowane przez URE od listopada), zwłaszcza że trendy na rynkach surowcowych wskazują na dalsze spadki lub przynajmniej stabilizację cen.

Dynamika płac okazała się zgodna z oczekiwaniami analityków i wyniosła we wrześniu 10,9% r/r (w sierpniu dynamika ta wyniosła 9,7% r/r). Po skorygowaniu o efekty związane z krótkookresowymi zmianami aktywności ekonomicznej oraz liczbę dni roboczych (+2 r/r) wzrost płac prawdopodobnie spadł poniżej 10%, co odbieramy jako potwierdzenie obniżającego się trendu tego wskaźnika. Zmiany otoczenia makroekonomicznego (globalne spowolnienie, problemy płynnościowe oraz zaostrzenie warunków kredytowania przedsiębiorstw, które niebawem staną się coraz wyraźniej odczuwalne w polskiej gospodarce) sugerują możliwość stopniowego osłabienia presji płacowej w polskiej gospodarce, zwłaszcza że zagrożenia dla sfery realnej wydają się w tym momencie nieoszacowane: większa otwartość gospodarki polskiej implikuje wyższe korzyści w czasach globalnego prosperity, ale także głębsze straty w chwilach załamania światowej koniunktury. Z punktu widzenia dynamiki płac istotny wydaje się także spadek inflacji odczuwalnej (żywność + paliwa), który oddala ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Ze względu na istotne efekty bazowe spodziewamy się spadku rocznej dynamiki płac do poniżej 9% już w październiku. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 4,1% r/r. Należy podkreślić, że odczyt ten jest nieco lepszy niż wynikałoby z badań koniunktury. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że redukcje etatów nie ominą polskiej gospodarki, choć proces ten będzie opóźniony względem wydarzeń obecnie obserwowanych w innych krajach UE.

We wrześniu roczny wskaźnik inflacji spadł do 4,5% z 4,8% zanotowanych w sierpniu (konsensus prognoz wynosił 4,4%). Zasadniczym powodem rozminięcia się prognoz z realizacją okazał się znaczny wzrost cen w kategorii edukacja oraz cen nośników energii. Niższy niż wynikałoby z wzorca sezonowego okazał się jednak wzrost cen żywności (0,6% m/m), znaczny spadek zanotowano w kategorii paliwa (2,6% m/m). W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji CPI (wskazujemy tu na silne efekty bazowe z 2007 roku, trend spadkowy na rynku paliw i względną stabilizację cen żywności). W kolejnych miesiącach wskaźniki inflacji bazowej powinny utrzymywać się na podwyższonym poziomie, na co wpływ będą miały przede wszystkim zapowiadane podwyżki cen energii (gaz i energia elektryczna).

W sierpniu deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 1736 mln euro, znacznie powyżej oczekiwań rynkowych (1481 mln euro) i poprzedniego odczytu (1222 mln euro). Przyczyną pogłębienia się deficytu był przede wszystkim wysoki deficyt obrotów towarowych (1503 mln euro) oraz znaczne pogorszenie salda transferów (do 591 mln euro, poprzednio 1007 mln euro). Nieznacznemu pogorszeniu uległo również saldo dochodów (do -991 mln euro, poprzednio -812 mln euro), natomiast saldo usług kształtowało się na poziomie zbliżonym do ostatnich miesięcy (167 mln euro, poprzednio 146 mln euro). Zgodnie z naszymi przewidywaniami, gwałtownie spadła dynamika eksportu (do 7,1% r/r, konsensus 11,8% r/r, poprzednio 22,7% r/r), co należy wiązać z bardzo słabymi wynikami produkcji przemysłowej w sierpniu oraz mniejszą liczbą dni roboczych. Naszym zdaniem nie jest to jednak efekt jednorazowy i w następnych miesiącach dynamika eksportu prawdopodobnie nie powróci do poziomów notowanych w I poł. 2008 r. Na wysokim poziomie (17,5% r/r) pozostała natomiast dynamika importu. W naszej opinii wynikać może to zarówno z opóźnionej względem koniunktury w Unii Europejskiej reakcji polskiego popytu wewnętrznego oraz efektów o charakterze jednorazowym (nie zdziwiłaby nas rewizja danych przy publikacji danych za następny miesiąc). Pogorszenie salda transferów bieżących wynikało zarówno z mniejszego napływu środków z UE (239 mln euro per saldo), jak i z niższej dynamiki przychodów w pozostałych transferach. Ze względu na bardzo niski stopień wykonania pozycji „środki z UE" w budżecie państwa, oczekujemy poprawy salda transferów do końca br. Szacujemy, że relacja deficytu w obrotach bieżących do PKB wzrosła w sierpniu do 4,5% PKB i do końca roku ze względu na wysoki deficyt handlu zagranicznego będzie się pogarszać. Efekt ten powinien łagodzić wspomniany wcześniej napływ transferów, w rezultacie relacja ta nie powinna istotnie przekroczyć progu 5% PKB.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Trzymaj	12,80	2008-08-18
ACTION	Akumuluj	24,00	2008-08-18
AGORA	Kupuj	43,40	2008-09-22
ASBIS	Kupuj	9,50	2008-08-18
BUDIMEX	Kupuj	80,00	2008-10-31
BZWBK	Akumuluj	155,80	2008-10-07
CIECH	Kupuj	77,50	2008-08-13
CYFROWY POLSAT	Kupuj	16,70	2008-09-12
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	246,20	2008-09-05
EMPERIA HOLDING	Kupuj	166,10	2008-06-03
ERBUD	Kupuj	80,20	2008-08-18
EUROCASH	Kupuj	14,00	2008-08-06
HANDLOWY	Kupuj	78,20	2008-10-07
ING BSK	Kupuj	647,00	2008-10-07
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Akumuluj		2008-05-12
KOMPUTRONIK	Kupuj	33,90	2008-08-18
KREDYT BANK	Trzymaj	12,20	2008-10-07
LOTOS	Kupuj	39,60	2008-08-13
MILLENNIUM	Trzymaj	5,49	2008-10-07
MONDI	Kupuj	54,20	2008-10-31
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	68,90	2008-08-22
NETIA	Kupuj	4,00	2008-07-01
NOBLE BANK	Akumuluj	7,59	2008-10-07
PBG	Akumuluj	245,10	2008-11-05
PEKAO	Trzymaj	154,50	2008-10-07
PGNiG	Akumuluj	4,07	2008-08-14
PKN ORLEN	Kupuj	45,50	2008-09-17
PKO BP	Trzymaj	42,60	2008-10-07
POLICE	Sprzedaj	12,90	2008-10-02
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	4,10	2008-10-24
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	20,50	2008-10-30
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2008-10-17
TVN	Akumuluj	21,00	2008-08-13
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	100,20	2008-09-05
WSiP	Kupuj	18,40	2008-08-22
ZA PUŁAWY	Trzymaj	68,40	2008-10-31

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Kupuj	Kupuj	80,00	2008-10-31
BZWBK	Akumuluj	Akumuluj	155,80	2008-10-07
HANDLOWY	Kupuj	Kupuj	78,20	2008-10-07
ING BSK	Kupuj	Kupuj	647,00	2008-10-07
KOELNER	Zawieszona	Trzymaj		2008-10-13
KREDYT BANK	Trzymaj	Kupuj	12,20	2008-10-07
MILLENNIUM	Trzymaj	Kupuj	5,49	2008-10-07
MONDI	Kupuj	Kupuj	54,20	2008-10-31
NOBLE BANK	Akumuluj	Kupuj	7,59	2008-10-07
PEKAO	Trzymaj	Trzymaj	154,50	2008-10-07
PKO BP	Trzymaj	Kupuj	42,60	2008-10-07
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Kupuj	4,10	2008-10-24
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	Trzymaj	20,50	2008-10-30
TRAKCJA POLSKA	Kupuj		6,00	2008-10-17
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Redukuj	68,40	2008-10-31

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
PBG	Akumuluj	Trzymaj	245,10	2008-11-05

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	0	7	8	21	0	0	0	1	7
procent	2,7%	0,0%	18,9%	21,6%	56,8%	0,0%	0,0%	0,0%	12,5%	87,5%

Sektor finansowy

Szczegółowe dane o kredytach i depozytach na koniec września 2008

Kredyty wzrosły o 27,6% (w tym: gospodarstwa domowe +33% R/R, przedsiębiorstwa +23,8% R/R, podczas gdy depozyty wzrosły o 20% R/R (w tym: gospodarstwa domowe +23,4% R/R, a przedsiębiorstwa +7,4% R/R). Relacja kredyty/depozyty w całym sektorze sięgnęła 105%, podczas gdy relacja kredyty/depozyty tylko w gospodarstwach domowych i przedsiębiorstwach wynosiła prawie 120%. Z danych wynika, że kredyty na nieruchomości gospodarstw domowych wzrosły do poziomu 158 mld PLN, o 39% R/R, W sierpniu portfel tych kredytów sięgał 150 mld PLN. Wysoki przyrost nominalny portfela z miesiąca na miesiąc wynika z umocnienia się kursu franka wobec złotówki (o 4,2%). Po wyeliminowaniu wpływu kursu walutowego na portfel kredytów, zwiększył się on o ok. 4,1 mld PLN, czyli poziom zbliżony do ubiegłych miesięcy br. Dane o tempie wzrostu kredytów i depozytów za wrzesień należy traktować jako historyczne. Dla rynku istotne będą dane za miesiące czwartego kwartału, czyli od października br. Wówczas banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów hipotecznych. Jednocześnie istotnemu wzmocnieniu uległ kurs franka. W danych za wrzesień widzimy mały spadek nominalny zadłużenia na nieruchomości gospodarstw domowych z tytułu kredytów złotówkowych. W relacji do końca sierpnia 2008 spadł on o 79 mln PLN. Wygląda na to, że część klientów zareagowała na zamieszanie na rynkach finansowych spłatą kredytu, obawiając się o bezpieczeństwo swoich depozytów.

Kryzys zaufania na rynku międzybankowym

Polskie banki znacznie ostrożniej podchodzą obecnie do pożyczania sobie nawzajem pieniędzy. Obroty na rynku międzybankowym istotnie spadły. Banki pożyczają sobie środki na krótkie terminy, pilnując ograniczonej ekspozycji na pojedynczy bank. Według bankowców mamy symptomy kryzysu zaufania, a nie kryzysu finansowego. Na polski rynek działają zagraniczne emocje. NBP stworzyło i wprowadziło tzw. „pakiet zaufania", którego zadaniem ma być złagodzenie napięć na rynku. Obecnie bank centralny negocjuje również pożyczkę we frankach szwajcarskich, a rząd zapowiedział wprowadzenie pewnych form gwarancji dla depozytów na rynku międzybankowym. Polski rynek bankowy jest płynny i w ograniczonym stopniu jest uzależniony od finansowania z rynków zagranicznych. Mamy do czynienia z kryzysem zaufania, a nie z jakimikolwiek objawami kryzysu finansowego w Polsce. Jednak jeśli banki zamkną swoje rachunki dla transakcji międzybankowych może to zachwiać stabilnością mniej płynnych banków i w konsekwencji stabilnością całego sektora. O ile polski sektor jest w pomijalnym stopniu eksponowany na zagraniczne rynki, to system powiązań na polskim rynku międzybankowym jest bardzo ścisły. Problemy jednego banku natychmiast odbiją się na wszystkich. Naszym zdaniem na razie działają emocje, a nie przesłanki wynikające z danych finansowych. Obecna sytuacja na rynkach międzybankowych z pewnością jednak odbije się na akcji kredytowej w Polsce. Banki będą obawiały się o finansowanie akcji kredytowej z rynków finansowych (emisja obligacji itp.) i dopasują akcję kredytową do portfela depozytów, które posiadają.

Nadzór będzie monitorował transakcje w grupie z inwestorami strategicznymi

Nadzór zażądał, by każdego dnia banki przysyłały raport o transakcjach zawieranych z zagranicznymi instytucjami, w tym oczywiście ze spółkami matkami. KNF chce w ten sposób zapobiec wypływowi środków z polskich banków. Jeśli banki będą zawierały takie transakcje, muszą się liczyć z reperkusjami ze strony nadzoru. KNF może uniemożliwić bankowi wykorzystanie poprawiających płynność instrumentów z ogłoszonego pakietu bezpieczeństwa NBP. W szczególnych przypadkach mogłoby to także mieć wpływ na politykę kadrową banków (KNF mogłaby odrzucać kandydatury na prezesów banków). Trudno sobie wyobrazić, by banki w ogóle nie współpracowały ze spółkami matkami. Komisji Nadzoru Finansowego zależy na tym, żeby współpraca ta nie polegała na wyciąganiu pieniędzy z polskich instytucji. Analiza tego typu transakcji z pierwszej połowy br. nie wzbudziła wątpliwości KNF. Pozytywnie oceniamy ruch KNF. Daje to większą gwarancję mniejszościowym akcjonariuszom banków notowanych na GPW, w kwestii wyprowadzania środków z polskich banków i ogranicza w ten sposób skalę strat możliwych w przypadku kolejnych kłopotów zagranicznych instytucji finansowych.

Swap na franka w NBP

Bank centralny chce wprowadzić swapa na CHF i w tym celu negocjuje pożyczkę w CHF. Wiceprezes NBP, Piotr Wiesiołek, powiedział, że z dużym prawdopodobieństwem NBP uzyska linię kredytową. Jego zdaniem kwestia ewentualnego obniżenia stopy rezerw obowiązkowych będzie dyskutowana na najbliższym posiedzeniu RPP. Wprowadzenie swapa na franka pomoże bankom eksponowanym na rynek walutowych kredytów hipotecznych. Ze względu na zamieszanie na rynkach finansowych i bardzo ograniczone zaufanie, cena jaką musiał płacić bank za pozyskanie tego rodzaju instrumentów na rynku międzybankowym rosła. Mówi się również o coraz trudniejszym pozyskiwaniu franka na finansowanie akcji kredytowej. Wprowadzenie takiego instrumentu przez NBP odbieramy pozytywnie.

Wynik finansowy sektora na koniec sierpnia br. 11,3 mld PLN (+20% R/R)

Na konferencji prasowej prezes KNF powiedział, że bankom nie grozi niewypłacalność. Dodał,

że udział należności zagrożonych w należnościach ogółem zmniejszył się na koniec sierpnia do rekordowo niskiego poziomu 4,7%. Dodał, że papiery zagranicznych emitentów stanowiły na koniec sierpnia 0,6% aktywów sektora bankowego. Z tego 60% to papiery skarbowe. Są to wyniki historyczne. We wrześniu wskaźnik jakości kredytów może ulegał dalszej poprawie, ale naszym zdaniem jest to jeden z ostatnich miesięcy kiedy notujemy jego poprawę. Podobnie z wynikiem sektora. O ile wyniki można oceniać jako bardzo dobre, to w horyzoncie roku oczekujemy nie tylko spowolnienia wzrostu zysków, ale również spadku wyniku netto w 2009 roku w relacji do 2008.

Rząd za funduszem gwarancji kredytowych dla firm

Przedstawiciele rządu uważają, że potrzebne jest stworzenie funduszu gwarancji kredytowych dla przedsiębiorców przy Banku Gospodarstwa Krajowego. BGK gwarantowałby do 50% wartości kredytów. Zdaniem przedstawicieli rządu największym zagrożeniem dla gospodarki jest wycofanie się banków z finansowania firm. Zdaniem bankowców pomysł jest dobry, jednak obecnie główną barierą dla udzielania kredytów dla firm jest brak zaufania na rynku międzybankowym. Zdaniem ekonomistów problemem nie jest fakt posiadania przez banki złych kredytobiorców, ale to, że brakuje pieniędzy na kredyty. Zgadzamy się z przedstawicielami banków i ekonomistami. Pozytywnie oceniamy plany stworzenia funduszu, jednak uważamy, że bez rynku międzybankowego banki będą bardzo ostrożnie podchodzić do udzielania kredytów.

Banki zaostrzyły kryteria w kredytach hipotecznych

Banki znacznie zaostrzyły kryteria udzielania kredytów hipotecznych. Problem z uzyskaniem kredytów mogą mieć osoby, które kilka miesięcy temu przeszli weryfikację w banku i otrzymali promesę kredytu. Banki żądają od klientów wkładu własnego i skróciły maksymalne okresy kredytowania. Spowodowało to spadek zdolności kredytowej o 20% – 30%. Tezy z gazety potwierdzają pośrednicy finansowi. W związku z brakiem płynności na rynkach międzybankowych, banki muszą ściągać coraz droższe depozyty klientów z rynku. Tych też jest ograniczona ilość, więc banki w coraz bardziej selektywny sposób podchodzą do udzielania kredytów.

Będą limity na kredyty dla przedsiębiorstw

Rzeczpospolita pisze, że światowy kryzys finansowy uderzy w polskie przedsiębiorstwa. Marże kredytowe są już dwa, a nawet trzy razy wyższe. Banki zaczną też ograniczać finansowanie firm. Malejące zainteresowanie udzielaniem kredytów mogą odczuć szczególnie klienci tych banków, którzy uzależnieni są od pożyczania pieniędzy od innych banków albo od właściciela. Zgadzamy się z tezami artykułu. Uważamy, że w przyszłym roku portfel kredytów dla przedsiębiorstw wzrośnie o 5% w 2009 roku, co oznacza bardzo poważne spowolnienie po 2008 roku, dla którego oczekujemy dynamiki na poziomie 25%. Będzie to wynikało z presji na pozyskanie finansowania i wysoką relację kredyty/depozyty w segmencie przedsiębiorstw.

Rosną marże kredytowe, banki w coraz mniejszym stopniu akceptują ryzyko

Jedną z konsekwencji kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych jest coraz większa restrykcyjność banków w zakresie udzielania kredytów, w tym hipotecznych. Objawia się to w wyższych wymogach stawianych wobec zdolności kredytowej klienta, niższym LTV oraz coraz wyższymi marżami. Jest to również konsekwencja oczekiwanego spowolnienia makroekonomicznego w Polsce i sytuacji na rynku nieruchomości. Spowoduje to znaczne spowolnienie dynamik przyrostu portfela kredytów hipotecznych w przyszłym roku. Oczekujemy, że nasze założenia dla 2008 roku zostaną zrealizowane i portfel kredytów hipotecznych wzrośnie o około 33%. Po bardzo udanej pierwszej połowie roku, wydawało się, że prognoza ZBP (68 mld PLN nowej sprzedaży kredytów hipotecznych) jest w zasięgu ręki sektora. Uważamy, że sprzeda się nieco mniej kredytów i pozostajemy przy naszych założeniach 57 – 60 mld PLN.

Coraz gorsza koniunktura w leasingu

Parkiet przedstawił zestawienie wyników sprzedaży 21 spółek skupiających ok. 80% rynku. Wartość sprzętu oddanego w leasing w 3Q08 spadła o 10,3% R/R. Wg Polskiego Związku Leasingu wartość sprzętu oddanego w leasing w 3Q08 sięgała 7,3 mld PLN. Pierwsza połowa br. zakończyła się jeszcze wzrostem na poziomie 16% R/R. Wyniki są podobne do tych podanych przez PZL i wskazuje spadek sprzedaży w 3Q08 o 10,8% w tej grupie. Narastająco od początku roku obserwowany jest jeszcze 5% wzrost. Miejsca od 3. do 7. zajmują banki powiązane z bankowymi grupami kapitałowymi notowanymi na giełdzie. Są to w kolejności: BRE Leasing, ING Lease, Millennium Leasing, Pekao Leasing i BZ WBK. Pozostali zajmują odległe miejsca i mimo, że np. Bank Handlowy był jedną z nielicznych firm, które poprawiły wyniki sprzedaży w 3Q08 (+32% R/R), to nie ma to istotnego wpływu na wyniki banku. Spadek sprzętu oddawanego w leasing wynika z malejących założeń co do nakładów na aktywa trwałe. Największą część w leasingu mają środki transportu i zapewne leasing cierpi z powodu pogorszenia koniunktury w tym obszarze. Dodatkowym czynnikiem może być zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów dla klientów, co dotyka również należności leasingowych. Należy m.in. oczekiwać podwyższonej opłaty wstępnej, głównie w leasingu samochodów osobowych i ciężarowych. Klienci muszą się też liczyć z wyższymi marżami. Branże takie: jak transportowa, meblarska oraz surowcowa, czy spożywcza są narażone na lekką czkawkę, wg. specjalistów z branży. Ten

rok rynek zamknie wynikiem zbliżonym do ubiegłorocznego. Powodem jest m.in. osłabienie koniunktury gospodarczej co ma przełożenie na podejmowanie nowych inwestycji.

KNF chce rewizji polityk kredytowych banków

KNF zwrócił się do banków działających w Polsce o dokonanie przeglądu obecnych zasad polityki kredytowej oraz procedur towarzyszących udzielaniu kredytów. Zdaniem komisji brak obiektywizmu i konserwatyzmu w ocenie zdolności kredytowej może doprowadzić do nadmiernej ekspozycji na ryzyko. W tym celu z KNF wysłano pismo do banków. W liście znalazły się m.in. zapisy, że obciążenie miesięcznego dochodu nie powinno przekraczać 50% dochodu. Naszym zdaniem list spóźniony w relacji do działań banków. Od kilku tygodni mamy do czynienia z zaostrzaniem kryteriów udzielania kredytów. Banki otwarcie mówią o planach zaostrzania kryteriów, a w niektórych grupach produktów miał już miejsce pierwszy ruch. KNF w liście, który zamierza napisać do banków nie poda konkretnego poziomu maksymalnego LTV, jednak przewodniczący KNF w TVN CNBC powiedział, że powinno to być 65% - 70%. Bankowcy twierdzą, że wprowadzanie takich limitów nie jest konieczne, gdyż banki i tak coraz ostrożniej podchodzą do udzielania kredytów, biorąc pod uwagę m.in. niższe prognozy wzrostu gospodarczego. Ustalenie przez nadzór relacji kwoty kredytu do wartości nieruchomości, na 70% uderzy polskich kredytobiorców i przełoży się na spadek popytu na nieruchomości. Jeśli KNF zasugerowałaby udzielanie kredytów hipotecznych z 30 – procentowym wkładem własnym, to blisko połowa klientów takiej pożyczki by nie dostała.

BIK udostępnił we wrześniu 2008 roku 1,44 mln raportów

Biuro Informacji Kredytowej udostępniło bankom we wrześniu 2008 roku 1,44 mln raportów kredytowych i monitorujących. Dane od początku roku do końca trzeciego kwartału pokazują, że liczba udostępnionych raportów wzrosła o 39 proc. (rok do roku). Jest to o 230 tys. więcej niż w sierpniu, w którym odnotowano najniższy poziom wydanych raportów w tym roku, ale jednocześnie mniej niż wynosi średnia miesięczna z okresu styczeń – lipiec 1,66 mln. Uważamy, że może to wskazywać na osłabiający się popyt. Wyniki dalej są bardzo dobre, ale należy liczyć się z idącym spowolnieniem.

Prezes BIK uważa, że kryzys kredytowy nas ominie

Jego zdaniem pomoże nam w tym m.in. fakt, że w Polsce w bardzo małym stopniu wykorzystywano sekurytyzację, a kredyty finansowane były z depozytów. Obecnie relacja kredytów z opóźnieniem spłaty ponad 30 dni do kredytów ogółem w segmencie kredytów mieszkaniowych wynosi 1,61% (w tym CHF 0,67%, PLN 2,2%). Jeszcze w styczniu wskaźnik ten sięgał 2,2%. Naszym zdaniem wzrosną koszty ryzyka kredytowego, jednak zgadzamy się z tezą że kryzys podobny do tego w USA nam nie grozi. Kredyty mieszkaniowe stanowią około 10% PKB (łącznie portfel to niespełna 160 mld PLN), więc nawet jeśli założyć zepsucie się znacznej części portfela nie ma ryzyka braku płynności w bankach.

Wzrost poziomu gwarancji depozytów podniesie koszty

W związku z planowanym podniesieniem poziomu gwarantowanych depozytów w bankach wzrosną koszty banków. Będą musiały płacić wyższe stawki do BFG, będzie miało to wpływ również na politykę dywidendy. Zmiana poziomu gwarantowanych depozytów to raczej gest wobec klientów mający zwiększyć ich zaufanie do banków niż materialna zmiana. Tylko na 1/3 depozytów w polskich bankach, odłożona kwota przekracza 1 tys. EUR, który już obecnie podlega pełnej gwarancji. Wzrost kosztów składek na BFG nie podniesie istotnie kosztów działania banków. Przyszły rok nie zapowiada się dobrze pod względem dywidendy, ale na jej poziom wpływ może mieć więcej czynników.

Szykują się zmiany w polskim sektorze bankowym?

Według ankietowanych analityków najbardziej prawdopodobne jest przejęcie polskiej filii Fortis Banku, Banku Handlowego i spółek finansowych z grupy AIG. Sytuacja polskich banków, według nadzoru i zarządów banków jest stabilna. To powinno stanowić argument za ich kupnem. Zdaniem analityków wśród potencjalnych nabywców są ING, BNP Paribas, Santander i Deutsche Bank. Do listy potencjalnych nabywców można dodać grupę KBC. Za mało prawdopodobne uznajemy stawanie Deutsche Banku do negocjacji zakupowych. Fortis i AIG rzeczywiście mogą zostać sprzedane, jednak spekulacje o sprzedaży Banku Handlowego już wielokrotnie były dementowane.

NBP: Wartość transakcji kartowych w 2Q08 wzrosła o 15,71% Q/Q do 77,11 mld PLN

Liczba kart płatniczych wydanych przez banki wzrosła o 3,34% Q/Q do 28,194 mln. Wartość transakcji dokonanych kartami wzrosła o 15,71% w skali kwartału do 77,11 mld PLN. Wartość transakcji bezgotówkowych sięgnęła 17,16 mld PLN wobec 14,54 mld PLN na koniec 1Q08 (wzrost o 17,77%), a ich udział w transakcjach ogółem wzrósł do 22% wobec 21,82% kwartał wcześniej. Dane pokazujące coraz większą aktywność klientów. Zdyskontowane w wynikach banków za 2Q08.

Kryzys zahamuje inwestycje

Według szacunków *Gazety Prawnej* w tym roku może powstać 800 – 1000 placówek bankowych. W 2009 roku nakłady na inwestycje w infrastrukturę mogą być już mniejsze. Na przyszły rok i tak banki planowały otwieranie mniejszej liczby placówek niż w tym roku. Wynikało to m.in. z kończących się paroletnich programów rozbudowy sieci (np. Millennium). Sytuacja na rynkach finansowych przełoży się na presję na przychody i może zmobilizować niektóre banki do ograniczenia ekspansji. Jednak trudno będzie ograniczyć długofalowe programy rozbudowy sieci. W sytuacji, gdy o pozycji rynkowej decyduje udział w rynku depozytów klientów, a otwieranie placówek pomaga w ich zbieraniu, banki stoją przed trudnym wyborem. Naszym zdaniem programy rozbudowy sieci będą kontynuowane, ale banki będą ostrożniej liczyć wydatki na nie. Oczekujemy jednak wzrostu kosztów utrzymania sieci w przyszłym roku, gdyż tegoroczna rozbudowa sieci prowadzona w ciągu całego roku podwyższy bazę kosztową roku następnego (nie wszystkie oddziały zostały otwarte na początku tego roku, część z nich dopiero zostanie otwarta i wejdzie w bazę kosztową pod koniec br.). Jednak bardzo niekorzystne otoczenie może zmusić banki do ograniczenia sieci.

AWD na polskim rynku pośredników finansowych

Firma trzy lata temu weszła na rynek polski. Najpierw spółka zastanawiała się nad przejęciem podmiotu w Polsce. Profil żadnej z firm jej nie odpowiadał, więc zadecydowano o rozwoju organicznym. Spółka nie bierze udziału w rankingach pozycjonujących polski rynek pośredników finansowych. Sieć odróżnia się od rodzimych graczy. Tylko 15% – 20% sprzedaży przypada na kredyty hipoteczne, dalsze kilkanaście procent to fundusze inwestycyjne, pozostała część to programy emerytalne. Biznes rozwija się na tyle dobrze, że władze oczekują, że w przyszłym roku będzie prezentowana jako odrębny podmiot w prezentacjach spółki matki (notowanej na giełdzie we Frankfurcie), podczas gdy obecnie jest włączona w region Europy Środkowo – Wschodniej. Obecnie z firmą współpracuje 250 doradców, co plasuje ją w czołówce w Polsce. Do końca roku liczba ma wzrosnąć do 350 osób. Docelowo w horyzoncie 2 - 3 lat ma wynieść 750 - 1000. Rośnie konkurent dla liderów rynku, w tym Open Finance. Spółka matka ma duże doświadczenie we wdrażaniu pośrednictwa sprzedaży produktów finansowych. Pozyskanie dobrej sieci sprzedawców i know how z Niemiec może zagrozić pozycji największych, szczególnie gdy osłabienie na rynku kredytów hipotecznych zmusi rodzimych pośredników do przesunięcia w kierunku produktów inwestycyjnych. Pojawia się również presja na pozyskanie doświadczonych sprzedawców i tutaj również AWD zagraża dotychczasowym graczom rynkowym.

Fortis Bank Polska chce się szybko rozwijać

Do 2012 roku oczekuje dwukrotnego wzrostu przychodów z poziomu około 2,7 mld PLN obecnie. Bank chce być przynajmniej dwukrotnie większy niż w dniu zakupu Dominet Banku. W tym celu bank zamierza m.in. podwoić liczbę oddziałów (z 250 do 500). Wszystko to ma doprowadzić do wzrostu udziałów w rynku do 5% – 6%. ROE ma być na poziomie zbliżonym do obecnego czyli około 20%, a CIR na poziomie około 55% (obecnie 50%). W 1H08 FBP miał 122,8 mln PLN zysku netto. Drugie półrocze ma być przynajmniej nie grosze od pierwszego. Przedstawiciele banku poinformowali, że kłopoty jego właściciela nie mają wpływu na bieżącą działalność operacyjną banku. Przedstawiciele banku poinformowali, że bank do pierwszego półrocza 2010 roku będzie miał wystarczające potrzeby kapitałowe, by sfinansować potrzebne inwestycje. Później planuje przeprowadzić emisję akcji. Jeśli nastąpi decyzja o sprzedaży polskich aktywów grupy Fortis, to nastąpi to powyżej poziomu polskiego banku. Plany FBP oceniamy jako bardzo ambitne. Podwojenie poziomu przychodów przy trochę słabszej koniunkturze może nastąpić tylko przy zrealizowaniu założeń o wzroście udziałów rynkowych. Jednak nie tylko FBP chciałby je zwiększyć. Jak na razie grupa Fortis nie zaprzeczyła doniesieniom i spekulacjom prasowym, że w skład sprzedawanych aktywów na pewno nie wejdą aktywa ulokowane w Polsce.

Nowa oferta Banku Pocztowego

Bank Pocztowy planuje do końca 2008 roku sprzedać co najmniej 10 tys. kont oszczędnościowych oraz około 7 tys. kredytów gotówkowych z nowej oferty. Bank liczy, że saldo depozytów osób fizycznych wzrośnie do poziomu około 950 mln PLN z 855 mln PLN obecnie. Nowe konta oszczędnościowe będą dostępne w oddziałach banku, a także w sieci placówek pocztowych. Piotr Kamiński, prezes banku poinformował, że bank ma obecnie 1573 stanowisk bankowych w placówkach Poczty Polskiej. Prezes poinformował, że bank zdecydował o ograniczeniu planów związanych z rozwojem tych stanowisk do 2,2 – 2,3 tysięcy (pierwotnie plan zakładał 3,3 tys.). Przedstawiciele banku poinformowali w środę, że od połowy października bank chce wprowadzić w całej sieci nowy tzw. szybki kredyt gotówkowy, w którym oferować będzie kredyty do 5 tys. PLN. Midera poinformował, że w ciągu roku od wprowadzenia tego kredytu bank chce sprzedać go za 150 mln PLN. Portfel kredytów detalicznych Banku Pocztowego wynosi obecnie około 483 mln PLN. Do końca roku wzrosnąć ma do 550 mln PLN. Bank ma obecnie 353 tys. klientów detalicznych. Do końca roku ma ich być 380 tys. Liczby mówią same za siebie. Z portfelem depozytów klientów detalicznych na poziomie poniżej 1 mld PLN, Bank Pocztowy nie ma nawet 0,5% udziału w rynku i to tylko segmentu gospodarstw domowych. Nie stanowi to jakiejkolwiek konkurencji dla innych banków. Pomysł Banku Pocztowego sprawdził się za granicą i tam tego rodzaju banki cieszą się znacznie większą popularnością. U nas barierą jest naszym

zdaniem przygotowanie techniczne obsługi klientów.

Zyski BGŻ szybko rosną, Rabobank oczekuje odpowiedzi od MSP

Zysk netto BGŻ po trzech kwartałach br. sięgnął 242 mln PLN i wzrósł o 62% R/R. Wynik z tytułu odsetek zwiększył się do 489 mln PLN o 23% R/R, ale wynik prowizyjny spadł o 11% R/R do poziomu 164 mln PLN. WNDB wzrósł o 18% R/R do 766 mln PLN. Zdaniem prezesa banku trendy powinny być kontynuowane w 4Q08. Po trzecim kwartale 2008 roku współczynnik wypłacalności BGŻ wyniósł 12,3% wobec 12,9% rok wcześniej. Portfel kredytów mieszkaniowych był na poziomie 3,7 mld PLN (+36% R/R), kredytów gotówkowych 251 mln PLN (+68% R/R). Bank ma obecnie 54% kredytów walutowych w portfelu. Relacja kredyty/depozyty wynosi 93% (rok temu 95%). ROE wzrósł po trzecim kwartale do 15% z 12% rok wcześniej, a wskaźnik koszty do dochodów spadł do 68% z 73%. Prezes powiedział też, że BGŻ chce zwiększyć liczbę placówek do końca 2010 roku o 173 nowe oddziały z 225 placówek na koniec 2007 roku. Obecnie BGŻ ma 246 placówek. Rabobank, który złożył Skarbowi Państwa ofertę kupna akcji BGŻ spodziewa się odpowiedzi resortu w ciągu najbliższych tygodni. Dobre wyniki, bank się na razie rozwija. Jednak podobnie jak w przypadku innych banków, wyniki można traktować jako historyczne i największe znaczenie ma obecnie to jak banki przejdą okres gorszej koniunktury. Uważamy za prawdopodobne zgodę MSP na sprzedaż akcji do Rabobank biorąc pod uwagę obecną koniunkturę rynkową. Taka sprzedaż nie wyklucza przecież późniejszego wprowadzenia BGŻ na giełdę.

Kredyty na zakup akcji

Klienci, którzy zaciągnęli kredyty na zakup akcji mają kłopoty – pisze *Parkiet*. Naszym zdaniem nie będzie miało to bardzo dużego wpływu na banki, gdyż zadłużenie na zakup akcji gospodarstw domowych wynosiło na koniec sierpnia 1,33 mld PLN i konsekwentnie spada od października ub.r. Portfel tych kredytów spadał na koniec sierpnia o 26% R/R, a ich udział w kredytach gospodarstw domowych wynosi 0,4%, a w kredytach ogółem zaledwie 0,2%.

BPH – Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Z funkcji członka Rady Nadzorczej zrezygnował Robert Stefanowski. Pan Robert Stefanowski jest prezydentem i prezesem General Electric Corporate Finance, EMEA z siedzibą w Londynie. Bob Stefanowski nadzoruje korporacyjną działalność finansową GE w Wielkiej Brytanii, Europie, na Bliskim Wschodzie i w Afryce.

BPH – Nowa lokata

Bank wprowadził roczną lokatę dla klientów o oprocentowaniu 8%. Minimalna kwota wpłaty to 1 tys. PLN. Jest to oferta, która proponuje takie samo oprocentowanie jak lokaty trzy – i czteromiesięczne. Jednak jeśli bank oferuje ograniczony okres zapisów klienci mogą zyskać na takiej lokacie. Jest to co prawda mrożenie pieniędzy na rok, ale przy perspektywie obniżenia stóp procentowych w przyszłym roku, ograniczonej akcji kredytowej, która osłabi presję na pozyskanie finansowania, ta lokata może okazać się korzystna. Uważamy jednak, że klienci nie będą chcieli mrozić pieniędzy na tak długi okres, licząc, że gdy skończy się kwartalna lokata złożą pieniądze na równie atrakcyjnym oprocentowaniu.

Getin Holding – Lokata 9% - 4 miesięczna

Getin Bank rusza z lokatą na 9%. W ofercie znajdzie się również trzymiesięczna lokata na 8,5%. Minimalna wpłata będzie wynosić 500 PLN. Getin Bank odpowiedział na ruchy konkurencji. Obecnie wiele banków oferuje trzymiesięczne lokaty na 8%. GB miał już wcześniej lokatę na 8%, ale mrożącą pieniądze na znacznie dłuższy okres czasu.

Getin Holding – DomBank sprzedał więcej k. hipotecznych w 3Q08 niż w 2Q08

W 2Q08 sprzedaż przekroczyła 1 mld PLN. Bank podnosi marże na te kredyty jednak podtrzymuje, że w 2008 roku sprzeda ich o około 15% więcej niż rok wcześniej. W 1H08 bank sprzedał 1,64 mld PLN kredytów hipotecznych (+10% R/R), a w całym 2007 roku sprzedaż sięgnęła 3,1 mld PLN. DomBank zaostrzył ostatnio kryteria udzielania kredytów hipotecznych. Obecnie pożycza we frankach szwajcarskich do 80% wartości kredytowanej nieruchomości, podczas gdy wcześniej do 110%. W przypadku kredytów w złotych limit został ograniczony do 90%. Wraz z tą zmianą bank systematycznie podnosi marże na kredyty we frankach, a planuje zrobić taki ruch także dla złotówek. W połowie 2008 roku około 60% sprzedaży DomBank realizowali pośrednicy kredytowi. Blisko 20% sprzedaży kredytów hipotecznych banku stanowiły kredyty dla Polaków pracujących za granicą. pracujących zagranicą. W świetle spowalniających gospodarek zagranicznych może to oznaczać wyższą szkodowość kredytów w przyszłości. DomBank mimo, że ponad połowa jego sprzedaży przechodzi przez pośredników, tylko w nieznacznym stopniu realizowana jest poprzez sieć Open Finance. Aby zrealizować plan sprzedaży większy o 15% niż w ubiegłym roku, średnia kwartalna w 2H08 musi wynosić przynajmniej 960 mln PLN. W świetle tego, że 3Q08 przyniósł sprzedaż na poziomie 1 mld PLN, nawet spadek sprzedaży w 4Q08 może oznaczać realizację planu. Pozytywnie oceniamy zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów i wzrost marż. Jednak niepokoi duży udział kredytów dla klientów .

Getin Holding – Nabycie udziałów w DM Polonia Net

Między 3. a 13. października GH nabył łącznie 193,365 akcji imiennych DM Polonia Net. Łączna cena nabycia akcji wynosi 863,3 tys. PLN. Akcje te stanowią 5,5% kapitału zakładowego domu maklerskiego i uprawniają do 7,7% głosów na WZA spółki. Po nabyciu GH zwiększył swoje zaangażowanie do 79,64% udziałów w kapitale zakładowym i ma 82,57% głosów na WZA spółki. Dalsze nabycia udziałów w podmiocie, w którym GH został głównym akcjonariuszem kilka miesięcy temu.

Getin Holding – Debiut Getin International nierealny do końca 1H'09

Giełdowy debiut Getin International, spółki przejmującej aktywa zagraniczne grupy Getin Holding, w połowie 2009 roku jest nierealny zdaniem Leszka Czarneckiego. Getin informował wcześniej, że z emisji nowych akcji spółka chce pozyskać ponad 100 mln USD, według wstępnych planów na GPW trafić ma 51% - 80% kapitału tej spółki. Środki pozyskane z rynku trafić miały między innymi na akwizycje zagraniczne. Potwierdzenie przypuszczeń rynku przez głównego akcjonariusza. Naszym zdaniem mogą się również zmienić cele emisji, jeśli do takiej w ogóle dojdzie. Przejęcia zagraniczne są obecnie obarczone znacznie większym ryzykiem.

Getin Holding – Getin Holding chce poprawić zyski w przyszłym roku

Zdaniem Leszka Czarneckiego Getin Holding spodziewa się, że w 2009 roku jego zysk netto będzie wyższy niż w 2008 roku. W kolejnych kwartałach należałoby się spodziewać ewentualnie spowolnienia dynamiki zysku netto. Grupa jest gotowa na dalsze przejęcia w Polsce. Getin Holding miał 165 mln PLN zysku netto w 3Q08. Był to rezultat lepszy niż w 2Q08 (151,3 mln PLN). Na tle naszych oczekiwań w stosunku do sektora jest to dość optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji. Wyniki podane za 3Q08 to już historia, choć pokazuje świetną sytuację spółki do końca września 2008.

Getin Holding – Przyznanie rating'u dla Getin Banku

Agencja Rating'owa Moody's Investors Service nadała rating dla Getin Banku. Perspektywa ratingu jest (Outlook) stabilna. Rating depozytów bankowych (Bank Deposits) - Ba2/NP. Rating siły finansowej (Bank Financial Strength) - D.

Getin Holding – Zysk netto Getin Banku – 330 mln PLN od początku roku

Skumulowany zysk po trzech kwartałach wg PSR wyniósł 330 mln PLN i był wyższy o 65,6% R/R. Wynik na działalności bankowej wzrósł o 53,4% R/R do poziomu 900 mln PLN, podczas gdy koszty zwiększyły się o 26% R/R do 297 mln PLN. Dzięki temu wskaźnik CIR wyniósł 35,6% (43,7% rok wcześniej). Współczynnik wypłacalności był na poziomie 12,3% (rok temu 11,86%).

BZ WBK (Akumuluj)

Cena bieżąca: 116,9 PLN **Cena docelowa: 155,8 PLN**

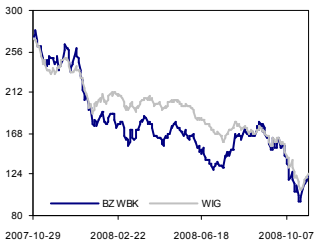
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	1 031,7	1 286,7	24,7%	1 612,5	25,3%	1 730,0	7,3%
Marża odsetkowa	3,3%	3,5%		3,4%		3,1%	
WNDB	2 365,2	2 940,6	24,3%	3 223,2	9,6%	3 338,8	3,6%
Wynik operacyjny*	1 084,1	1 395,2	28,7%	1 480,7	6,1%	1 417,6	-4,3%
Zysk brutto	1 065,5	1 391,4	30,6%	1 385,9	-0,4%	1 249,0	-9,9%
Zysk netto	758,2	954,7	25,9%	1 017,4	6,6%	930,8	-8,5%
ROE	20,7%	23,0%		21,0%		16,4%	
P/E	11,2	8,9		8,4		9,2	
P/BV	2,2	2,0		1,6		1,4	
D/PS	6,0	6,0		3,0		4,2	
Dyield (%)	5,1	5,1		2,6		3,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	73,0
MC (cena bieżąca)	8 529,1
Free float	29,5%
Zmiana ceny: 1m	*-15,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-32,0%*
Zmiana ceny: 12m	*-54,4%*
Max (52 tyg.)	268,6
Min (52 tyg.)	94,5

** przed kosztami rezerw*



Dywersyfikacja działalności pozwala utrzymać stabilny poziom wyniku przy zawirowaniach w poszczególnych segmentach. Tak było w 1H08 w momencie, gdy przychody z rynków kapitałowych znalazły się pod presją umorzeń jednostek oraz spadających obrotów giełdowych. Wielosegmentowy Bank poprawi wyniki i przekroczy 1 mld PLN zysku netto w 2008 roku. Jednak kolejny rok będzie jeszcze większym wyzwaniem. Nawet jeśli klienci powrócą do funduszy (zakładamy wzrost AUM zgodny z tym obserwowanym w depozytach detalicznych), to średnie aktywa będą cały czas niższe niż w tym roku, co przełoży się na kolejny rok spadających przychodów z tego tytułu. Dodatkowo oczekujemy spowolnienia akcji kredytowej i rosnącej presji na marżę odsetkową (walka o depozyty rozkręciła się tej jesieni na dobre). Bank jest w trakcie intensywnego programu rozbudowy sieci i widzimy ograniczony potencjał do ograniczania wydatków (oprócz ewentualnego ograniczenia budżetów reklamowych). Oczekujemy również wyższych kosztów ryzyka kredytowego. Czynniki te wpłynęły na spadek zysku netto o 9% w przyszłym roku. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw spadnie o 4%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Na tle innych banków BZ WBK wyróżnia się pozytywnie dużą dywersyfikacją źródeł przychodów, płynnym bilansem, elastycznym i dynamicznym procesem podejmowania decyzji oraz wysoką kulturą kontroli kosztów. Pomóc powinna również rozbudowująca się sieć, dzięki której banki są w stanie zwiększać depozyty.

Wyniki 3Q08 – zgodne z założeniami zarządu

Prezes Banku powiedział, że wyniki 3Q08 są zgodne z oczekiwaniami Zarządu, ale pogłębiający się kryzys na rynku finansowym wymusi na banku zaostrzenie procedur kredytowych. Wskazał również na stabilną sytuację w zakresie depozytów klientów po trzecim kwartale. Dobre informacje wskazujące na dużą dywersyfikację przychodów banku. Dokładne wyniki poznamy 6 listopada. Zgadzamy się, że trzeci kwartał tego roku będzie dobry dla BZ WBK jak i innych banków. Oczekujemy 241 mln PLN zysku netto BZ WBK w 3Q08. Nie będzie jeszcze widoczna presja na ceny depozytów, dynamika kredytów nie zmieniła się znacznie w relacji do końca półrocza 2008. W trzecim kwartale oczekujemy rosnących kosztów ryzyka kredytowego i rosnących kosztów na skutek prowadzonych planów rozbudowy sieci. Bank ma bezpieczną relację kredyty/depozyty i zapewnienie Prezesa, że w tym zakresie nie było zmian odbieramy pozytywnie. Plany zaostrzenia procedur to ostatnio powszechny trend w bankach. Naszym zdaniem implikuje to spowolnienie akcji kredytowej, które widoczne będzie w przyszłym roku.

10,5% przychodów pozaodsetkowych BZ WBK z bankassurance w 2011 roku

Bank chce, aby joint venture powołany przez BZ WBK i CU Polska doprowadziło w konsekwencji do sytuacji, gdy 10,5% przychodów pozadostekowych Banku za 2011 rok było generowane przez segment ubezpieczeń. BZ WBK ma ambicje zostać liderem rynku bankassurance w Polsce. Prognoza Banku na 2009 rok zakłada, że dochody z ubezpieczeń sięgną 6,0% ogółu dochodów pozaodsetkowych BZ WBK, wobec 4,0% w pierwszym półroczu 2008 roku. Kolejna noga biznesu, która dywersyfikuje źródła przychodów Banku.

Handlowy (Kupuj)

Cena bieżąca: 44 PLN **Cena docelowa: 78,2 PLN**

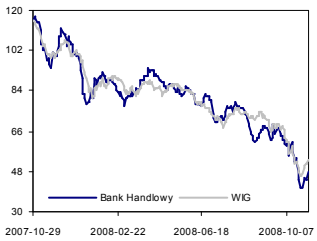
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	1 026,4	1 204,4	17,3%	1 317,8	9,4%	1 410,2	7,0%
Marża odsetkowa	3,0%	3,2%		3,3%		3,4%	
WNDB	2 096,3	2 447,1	16,7%	2 507,2	2,5%	2 636,4	5,2%
Wynik operacyjny*	801,8	990,3	23,5%	1 028,9	3,9%	1 110,1	7,9%
Zysk brutto	832,1	1 034,2	24,3%	959,2	-7,3%	1 010,1	5,3%
Zysk netto	657,1	824,2	25,4%	777,0	-5,7%	818,2	5,3%
ROE	12,3%	15,0%		13,7%		13,9%	
P/E	8,7	7,0		7,4		7,0	
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0	
D/PS	12,0	4,1		4,8		4,5	
Dyield (%)	27,2	9,3		10,8		10,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,7
MC (cena bieżąca)	5 749,0
Free float	25,0%
Zmiana ceny: 1m	*-20,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-43,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-58,5%*
Max (52 tyg.)	115,0
Min (52 tyg.)	40,6

** przed kosztami rezerw*



Bank skupia się obecnie na planie optymalizacji zatrudnienia, co powinno przynieść oszczędności. Zakładamy, że bank poda najniższy wzrost wydatków wśród banków giełdowych (prognoza 2% na 2009 rok). Za ograniczony uważamy również wpływ ekspozycji rynków kapitałowych na wynik brutto Banku (brak TFI w grupie). Relacja kredyty/ depozyty w Banku Handlowym kształtowała się na poziomie 69% (sektor 108%). Uważamy, że w długim terminie relacja ta nie powinna przekroczyć 70%. Dodatkowo Bank posiada znaczną bazę kapitałową, szczególnie biorąc pod uwagę relatywnie niższą niż inne banki aktywność po stronie kredytowej. Uważamy, że Bank jest w stanie utrzymać tegoroczną stopę wypłaty z zysku w długim terminie. Z zysku za 2007 rok bank wypłacił 75%. Według naszych szacunków DPS'08 wyniesie 4,48 PLN/akcję, co przy obecnej wycenie rynkowej walorów Banku Handlowego daje stopę dywidendy brutto na poziomie ponad 9%. Naszym zdaniem potencjał Banku Handlowego do zdobywania udziałów rynkowych i agresywna polityka sprzedażowa są mało prawdopodobne. Dodatkowo kłopoty głównego akcjonariusza wpłyną na podejście do ryzyka globalnej grupy kapitałowej i nie ominą Banku Handlowego. Dlatego za mało prawdopodobny uważamy obecnie scenariusz osiągnięcia 20% ROE w perspektywie trzech najbliższych lat. Traktujemy Bank Handlowy jako defensywny element portfela. Ze względu na wysoką stopę dywidendy podtrzymujemy rekomendację kupuj na walory Banku Handlowego.

Zmiany w składzie Zarządu Banku

Pan Edward Wess zrezygnował ze stanowiska wiceprezesa Zarządu Banku w związku z propozycją objęcia nowego stanowiska w Citigroup. Jednocześnie Rada Nadzorcza powołała Pana Petera Rossitera na stanowisko Wiceprezesa Zarządu na nową trzyletnią kadencję. Od wielu lat związanego z Citigroup. Posiada on bardzo bogate doświadczenie w zakresie zarządzania ryzykiem. Od 2004 roku sprawował funkcję Dyrektora Zarządzającego/Chief Risk Officer w Rosji i Wspólnocie Niepodległych Państw. Nie ma to wpływu na funkcjonowanie Banku biorąc pod uwagę fakt, że Bank od lat wykorzystuje rotację najwyższej kadry zarządzającej w ramach globalnej grupy. Bardzo duże doświadczenie Członka Zarządu w zakresie oceny ryzyka kredytowego zostanie wykorzystane w Banku Handlowym.

ING BSK (Kupuj)

Cena bieżąca: 395 PLN **Cena docelowa: 647 PLN**

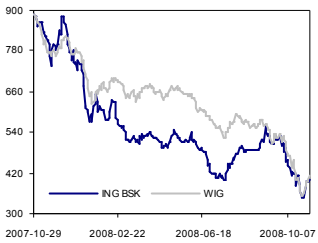
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekow y	936,3	1 048,6	12,0%	1 140,8	8,8%	1 277,4	12,0%
Marża odsetkow a	2,1%	2,1%		2,0%		2,0%	
WNDB	1 752,2	2 009,5	14,7%	2 406,2	19,7%	2 544,8	5,8%
Wynik operacyjny*	547,6	639,1	16,7%	870,7	36,2%	872,8	0,2%
Zysk brutto	753,3	787,7	4,6%	961,7	22,1%	810,9	-15,7%
Zysk netto	591,4	631,4	6,8%	778,9	23,4%	656,8	-15,7%
ROE	16,2%	16,6%		18,4%		13,5%	
P/E	8,7	8,1		6,6		7,8	
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0	
D/PS	27,5	27,9		11,7		15,0	
Dyield (%)	7,0	7,1		3,0		3,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	13,0
MC (cena bieżąca)	5 139,0
Free float	19,6%
Zmiana ceny: 1m	*-11,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-25,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-54,0%*
Max (52 tyg.)	885,0
Min (52 tyg.)	350,0

** przed kosztami rezerw*



Za inwestycją w walory ING BSK przemawia szereg argumentów: płynny bilans (kredyty/ depozyty na poziomie 43% i perspektywa utrzymania wskaźnika na tym poziomie w długim terminie), ograniczony potencjał do spadku marży odsetkowej (obecnie 2%, w długim terminie zakładamy 1,8%). Za utrzymaniem marży w długim terminie przemawia pozycja rynkowa Banku, który prowadził politykę zbierania depozytów od gospodarstw domowych. Ten segment stanie się motorem wzrostu portfela depozytów w sektorze. Pomoże to również w utrzymaniu płynności bilansu. Inne banki często muszą obecnie dopasować politykę depozytową do rynkowych stóp procentowych. ING BSK działa w takich warunkach już od lat, a presja na marże może wynikać z okresowych działań w celu obrony udziałów rynkowych. Po stronie kredytowej przeważenie ekspozycji na segment korporacyjny, gdzie obserwujemy znaczny wzrost marż, stanowi potencjał do poszerzania się marż kredytowych na całym portfelu. Uważamy, że Bank będzie wypłacał dywidendę jeśli nie będzie w stanie uzasadnić zatrzymania zysku perspektywami osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp wzrostu. Wskazuje na to kompromis zawarty między głównym akcjonariuszem, a akcjonariuszami mniejszościowymi przy ustalaniu poziomu dywidendy za 2007 rok. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Lokata ING BSK u inwestora strategicznego

Bank ma zdeponowanych 7,2 mln PLN w kilku spółkach zależnych inwestora strategicznego w Europie. Taki poziom Bank podał w raporcie za 1H08. Prezes Banku przyznaje, że obecnie kwota ta jest porównywalna. ING BSK od lat lokuje w ten sposób nadwyżki finansowe. Prezes zapewnia, że oferta z punktu widzenia atrakcyjności i bezpieczeństwa jest korzystna dla Banku. Bank rozmawiał w tej kwestii z KNF. Nadzorca nie miał zastrzeżeń w kwestii tej lokaty. Obecnie każdy polski bank musi zdawać codzienne raporty przy ewentualnych transakcjach z instytucjami międzynarodowymi, w tym w szczególności ze spółkami z grupy inwestora strategicznego. Prezes poinformował również, że w wyniku wprowadzenia nowej lokaty (8% na 3 miesiące), wskaźnik kredyty/depozyty spadł z 43% na koniec czerwca 2008 do 41% obecnie. Bank zawsze miał lokaty w spółkach z grupy. Ze względu na dużą nadpłynność na inwestycje tego typu wskazuje chociażby czynnik dywersyfikacji. Nie oceniamy pozytywnie lokat w spółkach z grupy (nie znamy warunków na jakich złożona została lokata i czy przy obecnych rosnących cenach depozytów Bank nie był w stanie ulokować pieniędzy przy takim samym ryzyku po wyższej stawce), jednak nie widzimy zagrożenia dla funkcjonowania ING BSK.

Kredyt Bank (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10 PLN **Cena docelowa: 12,2 PLN**

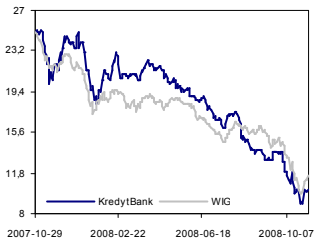
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	780,0	871,5	11,7%	1 041,0	19,5%	1 143,9	9,9%
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%		3,5%		3,1%	
WNDB	1 202,8	1 362,5	13,3%	1 565,5	14,9%	1 708,2	9,1%
Wynik operacyjny*	439,8	470,4	7,0%	499,3	6,1%	525,7	5,3%
Zysk brutto	460,6	502,0	9,0%	380,2	-24,3%	336,0	-11,6%
Zysk netto	468,1	390,5	-16,6%	307,9	-21,1%	272,2	-11,6%
ROE	24,8%	17,9%		13,1%		10,8%	
P/E	5,8	7,0		8,8		10,0	
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0	
D/PS	0,2	0,4		0,5		0,4	
Dyield (%)	2,2	3,7		5,2		4,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	271,7
MC (cena bieżąca)	2 716,6
Free float	9,4%
Zmiana ceny: 1m	*-15,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-48,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-59,2%*
Max (52 tyg.)	25,2
Min (52 tyg.)	9,0

** przed kosztami rezerw*



Agresywna sprzedaż kredytów, przynosząca efekty w postaci szybkiego przyrostu wolumenów nie przekłada się na wzrost wyników finansowych. Sprzedaż kredytów hipotecznych w 1H08 wyniosła 2,6 mld PLN (+47% R/R), a sprzedaż Żagla 1,46 mld PLN (+65% R/R). Sukcesy sprzedażowe po stronie kredytowej (portfel wzrósł o 43% R/R) były motorem wzrostu sumy bilansowej o 25% R/R. Jednak przychody zwiększyły się w tym czasie o 16%, a koszty o 18%. Z tego powodu wynik operacyjny przed kosztami rezerw zwiększył się zaledwie o 1,3%. Bank skonsumował cały wzrost przychodów wydatkami na rozrastającą się sieć (rozbudowę Kredyt Punktów oraz sieć własną). Uważamy, że w kontekście oczekiwanego spadku popytu na kredyty w sektorze poniesione wydatki zwrócą się w dłuższym okresie czasu. Dodatkowo oczekujemy silnej presji na przychody po stronie spreadu depozytowego. Będzie to trend widoczny w całym sektorze, a w szczególności w Kredyt Banku, w którym relacja kredyty/depozyty wynosiła na koniec czerwca br. 100%. Przy zachowaniu udziałów rynkowych w poszczególnych kategoriach kredytów i depozytów w przyszłym roku relacja ta będzie wynosić około 102%. Zakładamy, że Kredyt Bank podejmie walkę o depozyty klientów i relacja kredyty/depozyty w długim okresie spadnie poniżej 95%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Droższe kredyty

Kolejny Bank podwyższył marżę na kredytach hipotecznych denominowanych w CHF. Obecnie oprocentowanie jest wyższe o 50 pb. Natomiast koszty finansowania mogły pójść w górę jeszcze bardziej. Bank w ostatnim okresie stał się jednym z liderów pod względem sprzedaży kredytów hipotecznych. Relacja kredyty/depozyty sięgała ok. 100%, więc coraz większą ostrożność przy udzielaniu kredytów nie dziwi. Zostało to uwzględnione w naszych prognozach wyników.

Umowa kredytowa z KBL European Private Bankers S.A.

Bank podpisał umowę kredytową z KBL European Private Bankers S.A. na kwotę 200 mln EUR (tj. 710,3 mln PLN). Umowę zawarto na okres 3 lat. Nie podano w jakich innych walutach kredyt może zostać pociągnięty. Koszt zaciągnięcia takiej pożyczki był wyższy niż rok temu, jednak pokazuje to jednocześnie, że Bank ma dostęp do finansowania ze strony inwestora strategicznego.

Umieszczenie rating'u na liście obserwacyjnej

Agencja ratingowa Fitch umieściła rating podmiotu (IDR) Kredyt Banku, będący na poziomie A+, na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Jednocześnie Bank informuje, że pozostałe oceny ratingowe Kredyt Banku zostały potwierdzone na dotychczasowych poziomach. Decyzja agencji o umieszczeniu rating`u Kredyt Banku na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym jest bezpośrednio związana z decyzją o umieszczeniu na takiej liście rating`u głównego akcjonariusza. Fitch obniżył indywidualny rating dla KBC Bank do B/C z B. Ponadto, agencja umieściła na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym długoterminowy rating IDR AA minus dla KBC Bank, KBC Verzekeringen oraz KBC Group. Sytuacja podobna jak w przypadku innych polskich banków. Kredyt Bank jest kolejną instytucją, która na skutek problemów spółki matki liczy się z perspektywą obniżenia rating'u. W konsekwencji może to oznaczać wzrost kosztów finansowania.

Wynik 3Q08 lepszy niż w 2Q08

Prezes Banku zapowiedział, że zysk netto Banku w 3Q08 będzie wyższy od tego zrealizowanego w 2Q08 (69,8 mln PLN). Prezes zaznaczył również, że relacja kredyty/depozyty po 3Q08 również przekracza 100%. W 3Q08 roku Kredyt Bank sprzedał kredyty hipoteczne za 1,84 mld PLN, a wartość portfela tych kredytów na koniec września wzrosła do 9,27 mld PLN. Narastają-

co, w okresie pierwszych trzech kwartałów 2008 roku, sprzedaż kredytów hipotecznych Kredyt Banku wyniosła 4,43 mld PLN. Prezes Kredyt Banku powiedział, że nie ma mowy o sprzedaży polskiego banku przez belgijskiego inwestora. Nasza prognoza na 3Q08 zakłada 72 mln PLN zysku netto. W świetle wypowiedzi Prezesa, wyniki mogą być wyższe od naszych oczekiwań. Bank poda wyniki 6 listopada. Jednak w świetle wydarzeń ostatnich tygodni można je traktować jako historyczne. Bank odnotował najwyższy kwartalny wynik sprzedaży kredytów hipotecznych. Sądząc po trendach w tym segmencie większość stanowiły kredyty denominowane we franku szwajcarskim. Jednak Kredyt Bank posiada stałe finansowanie ze strony inwestora strategicznego, który mimo że odnotuje stratę w 3Q08 zamierza zwiększyć kapitały własne stanowi wsparcie dla polskiego banku.

Millennium (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,7 PLN **Cena docelowa: 5,5 PLN**

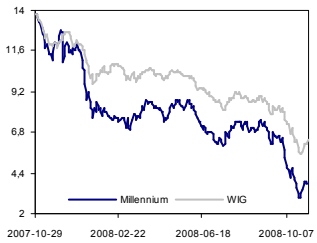
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	641,6	771,7	20,3%	973,7	26,2%	1 021,2	4,9%
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,8%		2,6%	
WNDB	1 253,0	1 648,2	31,5%	1 897,5	15,1%	1 980,8	4,4%
Wynik operacyjny*	409,4	651,1	59,0%	698,7	7,3%	624,0	-10,7%
Zysk brutto	370,7	584,6	57,7%	610,6	4,5%	443,3	-27,4%
Zysk netto	300,8	461,6	53,5%	494,6	7,1%	359,0	-27,4%
ROE	13,1%	19,5%		18,4%		12,2%	
P/E	10,6	6,9		6,4		8,8	
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0	
D/PS	0,5	0,2		0,2		0,2	
Dyield (%)	14,4	4,5		5,1		5,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	849,2
MC (cena bieżąca)	3 175,9
Free float	34,5%
Zmiana ceny: 1m	*-28,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-56,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-71,4%*
Max (52 tyg.)	13,4
Min (52 tyg.)	2,9

** przed kosztami rezerw*



Wysoka relacja kredyty/depozyty (94% po 3Q08) oznacza konieczność walki o depozyty klientów detalicznych. To jednoznacznie wiąże się z presją na marżę odsetkową. Oczekujemy spadku wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw w Banku w przyszłym roku (-11%). Przy słabnącej dynamice przychodów planowane na przyszły rok zakończenie dość rozległego planu rozbudowy placówek okaże się dużym ciężarem. Na poziomie zysku netto dużą presję wywrze saldo rezerw, które z relatywnie niskich poziomów powinno przesunąć się w kierunku średnich sektorowych. Prognozowany spadek zysku netto o 27% w przyszłym roku będzie obok ING BSK (gdzie wynika to z wysokiej bazy 2007 roku) jednym z najwyższych. Sześćdziesięcioprocentowa ekspozycja na finansowanie zakupów mieszkań przez segment detaliczny w portfelu kredytów wskazuje obszar koncentracji Banku Millennium. Portfel kredytów konsumpcyjnych to nieco ponad 8% portfela kredytów i nawet przy założeniu wyższej dochodowości tego produktu, nie jest to przeciwwaga dla kredytów hipotecznych. Tym bardziej, że istotna część sprzedaży kredytów konsumpcyjnych wspierana jest dużą skalą sprzedaży krzyżowej. W przypadku osłabienia się koniunktury w segmencie mieszkaniowym (zakończą się uruchomienia kredytów na oddawane inwestycje, które deweloperzy zdołali sprzedać jeszcze w lepszych dla nich czasach, a otoczenie makroekonomiczne nie będzie sprzyjało decyzjom o zakupie mieszkań) Bank nie ma równie silnego segmentu działalności. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 3Q08

Bank miał 126 mln PLN zysku netto w 3Q08. Oczekiwania co do wyniku zostały podane przez Bank przed publikacją prognoz analityków i przed ustanowieniem się konsensusu oczekiwań. Struktura wyników była zasadniczo zgodna z naszymi oczekiwaniami. In plus zaskoczył wynik na operacjach finansowych, dzięki rosnącej wycenie instrumentów pochodnych zabezpieczających portfel kredytów walutowych. Korzyści z wysokiego spreadu depozytowego w całym sektorze bankowym zostały wykazane w wyniku handlowym, gdyż Bank poprzez instrumenty pochodne zabezpiecza przepływy finansowe z walutowego portfel kredytów finansowanego środkami pozyskiwanymi w PLN. Uważamy, że z racji obecnej sytuacji na rynkach finansowych taka sytuacja się nie powtórzy. Walka o depozyty klientów, rosnące koszty finansowania na rynku międzybankowym oraz coraz bardziej ograniczony dostęp do finansowania w obcych walutach wpłynie na istotne zawężenie spreadu depozytowego. In minus wysoki poziom salda rezerw (70 pb. na średnim portfelu kredytów netto). Wyższy poziom kosztów ryzyka kredytowego to efekt rezerw utworzonych na portfelu kredytów korporacyjnych (-15 mln PLN). Wyłączając te rezerwy, koszty ryzyka były na poziomie 47 pb. i były w zgodzie z naszymi oczekiwaniami. Poziom salda rezerw pokazuje, że coraz bardziej prawdopodobne są straty na poszczególnych ekspozycjach w segmencie przedsiębiorstw. Pozostałe pozycje budujące wynik były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnie oceniamy szybsze tempo wzrostu depozytów w relacji do kredytów. Dzięki agresywnemu pozyskiwaniu depozytów, relacja kredyty/depozyty spadła w ciągu kwartału o prawie 5 pp. do poziomu 94%. Depozyty detaliczne wzrosły o 15% Q/Q (rynek na koniec sierpnia o 5,3% Q/Q). Depozyty korporacyjne wzrosły o 16% Q/Q, podczas gdy rynek rósł na koniec sierpnia o 1% Q/Q. Widoczne jest sięganie po depozyty przedsiębiorstw, choć Bank koncentruje się na udzielaniu kredytów klientom detalicznym. Pozytywnie oceniamy sukcesy po stronie depozytów, ale ze względu na oczekiwanie na presję na wzrost depozytów przedsiębiorstw w horyzoncie przyszłego roku w sektorze, Bank może mieć kłopot z utrzymaniem podobnych dynamik wzrostu. Sukcesy po stronie detalu to nie tylko nowa oferta (wszystkie banki mają coraz to nowsze oferty w tym zakresie), ale przede wszystkim nowe placówki generujące przyrost nowych klientów i utrzymywanie umorzeń z TFI będącego w grupie w ramach Banku. Wyniki 3Q08 nie wpływają na naszą ocenę Banku Millennium. Aby zrealizować naszą całoroczną prognozę zysku netto w 2008 roku na poziomie 495 mln PLN Bank musiałby podać 11-

6,5 mln PLN w 4Q08. Uważamy, że jest to w zasięgu ręki Banku o ile nie pojawią się kolejne rezerwy na straty na portfelu kredytów. Wykroczenie poza ten wynik nie wpłynie istotnie na nasze prognozy na kolejne lata. Uważamy, że czynniki wpływające korzystnie na wyniki drugiej połowy roku w całym sektorze, w tym w Banku Millennium (poszerzanie się spreadów depozytowych, ciągle bardzo dynamiczny przyrost portfeli kredytów) nie będą widoczne w wynikach kolejnych kwartałów.

Zaostrzają kryteria udzielania kredytów hipotecznych

W październiku Bank kilkakrotnie zaostrzał kryteria udzielania kredytów hipotecznych. Najpierw zdecydował o ustanowieniu maksymalnego LTV dla kredytów w walucie na poziomie 90%, LTV dla kredytów złotówkowych pozostawiając na poziomie 100%. Jednak w konsekwencji kolejnych zmian Bank obecnie wymaga od klientów minimum 35% wkładu własnego (maksymalne LTV na poziomie 65%) dla kredytów denominowanych w CHF i 20% wkładu własnego (maksymalne LTV 80%) dla kredytów złotówkowych. Bank Millennium obniżył też maksymalny okres kredytowania, który wynosi obecnie 35 lat. We wrześniu 2008 roku wskaźnik ten wynosił 67%, podczas gdy całego portfela - 71,5%. Bank spodziewa się spadku dynamiki wzrostu portfela tych kredytów. Sytuacja wskazuje na zdecydowaną chęć ograniczenia akcji kredytowej, a w przypadku CHF wręcz na zahamowanie sprzedaży tego rodzaju produktu. Nie wiemy jak zakończy się cały proces zaostrzania kryteriów udzielania kredytów w bankach. Ostatnie słowo nie zostało jeszcze powiedziane, więc trudno powiedzieć czy regulacje Millennium będą na tyle ostre, że straci on udziały w rynku. Nasz scenariusz zakłada utrzymanie udziałów rynkowych przez Bank. Jednak oczekujemy spadku poziomu sprzedaży w przyszłym roku.

Noble Bank (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,6 PLN **Cena docelowa: 7,6 PLN**

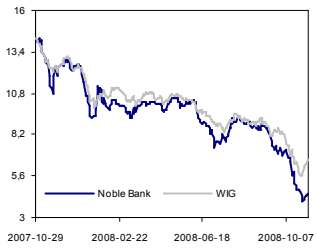
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	24,1	33,5	39,3%	66,9	99,6%	90,3	34,9%
Marża odsetkowa	4,2%	2,6%		2,0%		1,5%	
WNDB	97,3	244,5	151,3%	365,5	49,5%	389,3	6,5%
Wynik operacyjny*	45,3	138,1	204,7%	220,4	59,6%	216,4	-1,8%
Zysk brutto	64,8	155,6		207,5	33,4%	188,8	-9,0%
Zysk netto	52,6	126,5	140,2%	164,6	30,2%	150,6	-8,5%
ROE	23,7%	32,4%		26,9%		19,5%	
P/E	17,5	7,8		6,0		6,6	
P/BV	3,7	1,8		1,4		1,2	
D/PS	0,0	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	215,2
MC (cena bieżąca)	989,8
Free float	12,6%
Zmiana ceny: 1m	*-37,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-56,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-68,0%*
Max (52 tyg.)	14,2
Min (52 tyg.)	4,0

** przed kosztami rezerw*



Sytuacja Noble Banku na tle całego sektora, a w szczególności innych notowanych banków jest dość specyficzna. Jest to nowy Bank, który w dodatku istotną część swojego wyniku zawdzięcza pośrednictwu sprzedaży produktów innych banków. Oczekujemy, że Noble Bank dopiero rozbudowuje sumę bilansową, co naszym zdaniem pozwoli utrzymać dynamiki wzrostu. Oczekujemy jednak spadku wyniku netto w przyszłym roku (o niespełna 9%) ze względu na oczekiwany spadek popytu na kredyty, ograniczony potencjał wzrostowy aktywów w funduszach inwestycyjnych oraz presję na marżę odsetkową. Relacja kredyty/depozyty w Noble Banku oscyluje w granicach 100%, a Bank nie ma sieci placówek, która pozwoliłaby na pozyskiwanie depozytów gospodarstw domowych. Może sprzedawać swoje produkty za pośrednictwem Open Finance, ale powstaje pytanie pod jaką marką, gdyż obawy o bezpieczeństwo powierzanych bankom środków rosną wraz z informacjami o kłopotach zagranicznych instytucji finansowych. Pewną alternatywą byłoby sprawne uruchomienie projektu Introbanku skierowanego na obsługę małych i średnich przedsiębiorstw oraz samorządów. Na razie jednak mało o nim słychać. Cała grupa rozwija się bardzo dynamicznie, a bardzo dobrze skierowana sprzedaż pozwala realizować cele nawet przy okresowym spadku koniunktury, ale wzrost odbywa się przy wyższym ryzyku niż w innych bankach. Uważamy, że Noble Bank stanowi bardzo dobrą długoterminową inwestycję, choć wiążącą się z wyższym ryzykiem. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Solidne wyniki 3Q08

Wynik netto na poziomie 46 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (44 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, rezultaty dokładnie pokrywały się z naszą prognozą. Inna niż oczekiwana była struktura przychodów Banku, choć ich poziom o prawie 5% przewyższył naszą prognozę). Niższy niż oczekiwany był poziom salda rezerw. Wyniki wpisują się w naszą całoroczną prognozę zysku netto dla Noble Banku na poziomie 165 mln PLN. Aby ją zrealizować Bank będzie musiał podać wynik netto na poziomie 41 mln PLN w 4Q08. Uważamy, że przy rosnących napięciach w sektorze jest to ambitny cel, jednak z zasięgu Noble Banku. Ważnym czynnikiem jest relacja kredyty/depozyty na poziomie 104%. Jest on o ponad 5 pp. wyższy niż kwartał wcześniej (wówczas jeszcze poniżej 100%). Zapewnienie środków na finansowanie akcji kredytowej MetroBanku uważamy za kluczowe dla dalszego rozwoju Noble Banku.

Zarząd chce buyback'u

Zarząd Noble Banku zamierza zwrócić się do akcjonariuszy o upoważnienie na skupowanie akcji własnych. Spółka poinformowała, że najbliższe NWZA spółki, zaplanowane na 13 listopada, odbędzie się zgodnie z wcześniej ogłoszonym porządkiem obrad. Akcjonariusze mają wówczas podjąć decyzję o zmianach w statucie Spółki. Informacja pozytywna choć nie wiemy przy jakim poziomie cenowym, kiedy i na jaką skalę miałby mieć miejsce skup akcji własnych. Dodatkowym czynnikiem jest opinia KNF w tej sprawie, która zaleca bankom utrzymywanie stabilnej bazy kapitałowej.

Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 125,5 PLN **Cena docelowa: 154,5 PLN**

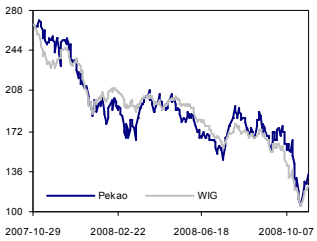
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	4 081,5	4 323,0	5,9%	4 714,8	9,1%	4 959,9	5,2%
Marża odsetkowa	3,7%	3,6%		3,7%		3,6%	
WNDB	7 328,1	8 314,2	13,5%	7 905,2	-4,9%	8 008,7	1,3%
Wynik operacyjny*	3 587,6	4 509,5	25,7%	4 571,9	1,4%	4 202,1	-8,1%
Zysk brutto	3 251,2	4 342,4	33,6%	4 500,1	3,6%	3 793,4	-15,7%
Zysk netto	2 562,3	3 547,2	38,4%	3 632,1	2,4%	3 059,6	-15,8%
ROE	20,7%	24,7%		23,9%		19,1%	
P/E	12,8	9,3		9,1		10,8	
P/BV	2,1	2,2		2,1		2,0	
D/PS	7,4	9,0		9,6		9,8	
Dyield (%)	5,9	7,2		7,6		7,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	262,2
MC (cena bieżąca)	32 907,7
Free float	36,7%
Zmiana ceny: 1m	*-16,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-31,8%*
Zmiana ceny: 12m	*-49,5%*
Max (52 tyg.)	270,5
Min (52 tyg.)	105,0

** przed kosztami rezerw*



Fuzja nie przyniosła jak na razie pozytywnych efektów. Wyniki Banku spadają w relacji do sprawozdań pro forma. Oczekiwany wzrost konkurencji w sektorze może jeszcze bardziej uwypuklić słabości Pekao. Doceniamy koncentrację Zarządu na kontrolowaniu wydatków, jednak taka polityka prowadzi jak na razie do utraty udziałów rynkowych. Uważamy, że ten trend będzie kontynuowany w dalszym ciągu jeśli Bank Pekao nie ruszy agresywnie po klienta. Brak odpowiedzi na ofertę depozytową PKO BP może słono kosztować w segmencie detalicznym, a po stronie korporacyjnej czyha odbudowujący pozycję rynkową BPH. Bank wyceniany jest przy P/E'08 na poziomie 9,7 i P/E'09 na poziomie 11,5, co daje aż 32% premii do średniej innych banków. Jest to nieuzasadnione w świetle utraty udziałów rynkowych i biernej polityki proklientowskiej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zmiana perspektywy rating'u

Agencja Ratingowa Fitch potwierdziła dotychczasowe oceny ratingowe Banku i dokonała zmiany perspektywy oceny z "pozytywnej" na "negatywną" w ślad za zmianą perspektywy oceny dla Grupy UniCredit z "pozytywnej" na "negatywną". Jeszcze ostrożniejsze podejście do oceny ryzyka w całej grupie może zahamować plany rozwoju Pekao.

PKO BP (Trzymaj)

Cena bieżąca: 31,3 PLN **Cena docelowa: 42,6 PLN**

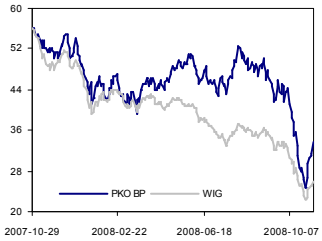
Analityk: Marta Jeżewska

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-07

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Wynik odstekowy	3 832,2	4 643,7	21,2%	6 046,2	30,2%	6 042,8	-0,1%
Marża odsetkowa	4,0%	4,4%		5,2%		4,4%	
WNDB	6 206,0	7 447,1	20,0%	9 060,8	21,7%	9 139,4	0,9%
Wynik operacyjny*	2 705,8	3 661,5	35,3%	4 941,7	35,0%	4 793,2	-3,0%
Zysk brutto	2 701,5	3 609,2	33,6%	4 624,6	28,1%	4 202,5	-9,1%
Zysk netto	2 149,1	2 903,6	35,1%	3 717,6	28,0%	3 371,5	-9,3%
ROE	22,9%	26,4%		28,1%		21,7%	
P/E	14,6	10,8		8,4		9,3	
P/BV	3,1	2,6		2,2		1,9	
D/PS	0,8	1,0		1,1		1,4	
Dyield (%)	2,6	3,1		3,5		4,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 000,0
MC (cena bieżąca)	31 300,0
Free float	43,1%
Zmiana ceny: 1m	*-17,7%*
Zmiana ceny: 6m	*-30,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-38,1%*
Max (52 tyg.)	55,0
Min (52 tyg.)	24,6

** przed kosztami rezerw*



Rewizja polityki depozytowej, oczekiwana przez cały rynek jednoznacznie określa kierunek, w którym chce zmierzać PKO BP. Aby utrzymać potencjał w zakresie działalności kredytowej musi odzyskiwać udziały rynkowe w depozytach gospodarstw domowych. Jako największy beneficjent rosnących stóp procentowych dotychczas, w przyszłym roku będzie musiał stawić czoła największej presji na marżę odsetkową spośród wszystkich banków. W horyzoncie najbliższych dwóch lat odbije się to negatywnie na tempie wzrostu przychodów, jednak w dłuższym horyzoncie czasowym pozwoli na wzmocnienie pozycji rynkowej. Skończyły się czasy PKO BP, gdy mimo dominującej roli w depozytach gospodarstw domowych jego ruchy nie stanowiły wyzwania dla konkurencji. Nowa oferta nie należy do najbardziej agresywnych w sektorze, ale urynkowienie poziomu opłat tak dużego gracza, z tak rozległą siecią placówek na pewno przyniesie dla niego pozytywne skutki w zakresie wolumenów. Uważamy, że dzięki temu ruchowi PKO BP zdoła utrzymać relację kredyty/depozyty poniżej poziomu 100%, a w długim terminie w okolicach 90%. Z perspektywy zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych, z inwestycją w walory PKO BP, nie wiąże się ryzyko głównego akcjonariusza. Bank ma również potencjał do optymalizacji bazy kosztowej (optymalizacja zatrudnienia, wdrożenie ZSI, najlepsza sieć placówek), co ogranicza presję na wzrost wydatków widoczny w sektorze. Za największe ryzyka postrzegamy ryzyko kredytowe oraz nieprzejrzyste plany dotyczące przyszłości PKO BP. Nowy Zarząd nie przedstawił jeszcze strategii, nie wiemy w jaki sposób Ministerstwo Skarbu zamierza, i czy zamierza dalej prywatyzować Bank, czy wiąże się to z emisją nowych akcji i w końcu: jak mogłaby wyglądać współpraca OTP i PKO BP, o której ostatnio głośno w prasie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

PKO BP i OTP – współpraca rozważana, fuzja na razie wykluczona

Węgierski bank OTP, jeden z czołowych graczy w naszym regionie, zamierza wejść na warszawski parkiet i być notowany na zasadzie „dual listingu". Bank chce wystartować w drugiej połowie 2009 i znaleźć się w WIG20. Na GPW będą notowane już istniejące akcje, na razie nie ma planów nowej emisji. Bank poza Węgrami prowadzi działalność w Bułgarii, Chorwacji, Rumunii, Serbii, Rosji i Czarnogórze oraz na Słowacji i Ukrainie. Sandor Csanyi powiedział, że rozważane są różne rodzaje współpracy z PKO BP, ale nie było rozmów na temat wymiany akcji ani fuzji. Rozmowy na temat ewentualnej współpracy obu banków toczyły się już w przeszłości, jednak nie zapadły żadne decyzje ani deklaracje. Z kolei węgierska gazeta „Napi Gazdasag" spekulowała o tym, że OTP negocjuje z polskim ministerstwem zakup 21% udziałów w PKO BP. Tych doniesień nie potwierdzili ani przedstawiciele obu podmiotów, ani główny akcjonariusz PKO BP – Ministerstwo Skarbu. Minister oficjalnie przyznał, że wśród omawianych podczas poniedziałkowego spotkania wątków współpracy banków nie mówiono o sprzedaży 21% akcji. Być może celem dual listingu jest późniejsza współpraca z PKO BP. Trudno bowiem znaleźć argumenty za utrzymywaniem notowań na obu rynkach. Wiąże się to z dodatkowymi kosztami i obowiązkami, np. informacyjnymi. Zaletą dual listing jest dostęp do szerszej liczby inwestorów. Jeżeli OTP chce dostać się do WIG20, oznacza to chęć utrzymywania wyższych obrotów na GPW w Warszawie. Konsekwencją byłby spadek obrotów na węgierskiej giełdzie i spadek jednego z polskich banków, które obecnie wchodzą w skład WIG20 (PKO BP, Pekao, BZ WBK, BRE Bank, Getin Holding). Jesteśmy również sceptyczni co do współpracy obu podmiotów. Nie mamy żadnych szczegółów czego miałaby dotyczyć współpraca. Skoro nie dojdzie do połączenia, banki najprawdopodobniej chcą podjąć kroki zmierzające do zwiększenia swojego znaczenia w regionie. Taka współpraca rzeczywiście kreuje w regionie dużą grupę finansową, która może być porównywana z największymi graczami, jednak przy takiej współpracy podział korzyści z podejmowanych inicjatyw mógłby być mało przejrzysty. Mało przejrzyste może się okazać to jak dzielone są korzyści z podejmowanych inicjatyw (gdzie tak naprawdę jest centrum zysków). Jeśli miałoby nie dojść do wymiany akcji banki mogą stworzyć spółkę zależną, w której

każdy miałby po 50% udziałów i za jej pomocą rozliczać korzyści. Położenie i sytuacja każdego banku jest zupełnie odmienna i nigdy określona inicjatywa nie jest symetrycznie korzystna dla obu stron.

Nowa oferta depozytowa przyniosła 2,75 mld PLN depozytów

Prezes banku powiedział, że w ciągu jedenastu dni od wprowadzenia nowej oferty zebrano 2,75 mld PLN. Dziennie bank „zbiera" po 250 mln PLN. Od 15 października oferta Banku została dodatkowo poszerzona o ofertę konta oszczędnościowego. Nie wiemy, czy Prezes podał kwoty skorygowane o kanibalizację własnych produktów. Uważamy, że nowa oferta pozwoli odbudowywać powoli udziały rynkowe. Wiąże się to ze spadkiem marży depozytowej, ale pozwoli zwiększać wolumeny i umacniać pozycję w sektorze.

Ściąga z rynku miliardy

PKO BP może skorzystać na kryzysie finansowym jako jeden z niewielu banków w Polsce. Jest to państwowy Bank, bez powiązań z kapitałem zagranicznym, więc klienci niespokojni o swoje oszczędności mogą chcieć przenieść je do PKO BP. Z ich perspektywy jest to najbezpieczniejszy bank. Dodatkowym wsparciem będzie nowa polityka depozytowa wdrożona przez Bank tej jesieni. Obecna oferta depozytowa Banku jest zgodna z obecnymi trendami w bankowości. Oferowane stawki nie są najatrakcyjniejszymi na rynku, jednak plasują PKO BP w środku stawki. Pozytywnie postrzegamy napływ wolumenów, ale przyspieszy to naszym zdaniem presję na marżę depozytową Banku. Jednocześnie nie wiemy jakiej skali jest to zjawisko, bo przedstawiciele banków nic nie mówią o wynikach sprzedażowych. Zobaczymy to w wynikach za 4Q08.

Sprzedaż kredytów hipotecznych, bank zaostrzył kryteria sprzedaży

Bank w 3Q08 sprzedawał średnio 800 – 1000 mln PLN kredytów hipotecznych w miesiącu. Średnie miesięczne wolumeny sprzedaży spadły w relacji do trzeciego kwartału ubiegłego roku. PKO BP zdecydowało, że maksymalne LTV dla kredytów hipotecznych w CHF będzie wynosić 80%. Jednocześnie Bank podwyższa wymogi w zakresie zdolności kredytowej oraz podwyższa marżę kredytową, średnio o 1 pkt. procentowy. Oferta kredytów w PLN pozostała niezmieniona. Uważamy, że banki będą starały się stopniowo schładzać akcję kredytową co może implikować spadki bieżącej sprzedaży, a ruch ze strony PKO BP jest podobny do tego co robią inne banki. Na pewno ograniczy to akcję kredytową w tym obszarze. W przyszłym roku oczekujemy wzrostów portfela nie wyższych niż 15% R/R. Oczekujemy, że na koniec 2008 portfel kredytów mieszkaniowych wzrośnie o 33%. W przyszłym roku portfel może wzrosnąć do portfela około 185 mld PLN. Wyznacza to poziom bieżącej sprzedaży na poziomie około 35 mld PLN, o około 40% niższej niż nasze oczekiwania w stosunku do tego roku (58 – 60 mld PLN). Oznacza to problemy dla branży deweloperskiej. Duże ograniczenia w dostępności kredytów, zmniejszą popyt na mieszkania.

Zarząd bez Wiceprezesa

Rada Nadzorcza banku ogłosi ponownie konkurs na Wiceprezesa Banku. Pierwszy konkurs zakończył się bez wyboru kandydata. Składanie wniosków potrwa do 17 listopada.

Możliwa zmiana strategii ukraińskiego Kredobanku

Prezes powiedział, że przygląda się strategii ukraińskiego Kredobanku i nie wyklucza jej zmian. Jego zdaniem w ostatnich miesiącach skala nadzoru nad tym bankiem znacznie się poprawiła. Zdaniem prezesa jeśli Kredobank ma być znaczącym graczem to trzeba mieć przed oczami skalę wsparcia kapitałowego. Bank miał stratę w trzecim kwartale. Weryfikacja strategii jednoznacznie określi kroki PKO BP w zakresie Kredobanku. Na razie angażuje to uwagę banku, przy marginalnej kontrybucji do wyniku całej grupy.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Konsumpcja paliw w USA najniższa od 2001 roku, zapasy rosną

Dane napływające z amerykańskiego rynku paliw w październiku nie były zbyt optymistyczne dla producentów. Zapasy ropy wzrosły w tym miesiącu o ponad 17 mln baryłek, czyli o około 6%, zbliżając się istotnie do 5-letniej średniej. Po zawirowaniach związanych z huraganami, rafinerie wyraźnie zwiększyły poziom wykorzystania mocy (wskaźnik CUR wzrósł w stosunku do września o 10 punktów procentowych), co nie pozostało bez wpływu na rezerwy paliw. Zapasy benzyny wzrosły o 15 mln baryłek (+8,5%), zwiększyły się także zapasy średnich destylatów i ciężkich olejów opałowych. Zwiększaniu rezerw sprzyjał także niski popyt na paliwa w USA, który notował poziom najniższy od 2001 roku, co implikuje dynamikę r/r w okolicach -8%. Obok spadającego popytu i rosnących rezerw, przyczyną obserwowanych w ostatnich tygodniach spadków cen ropy (rekordowy miesięczny spadek aż o 36 USD/Bbl) było umocnienie się dolara oraz obawy o globalne spowolnienie gospodarcze. Wydaje się, że w najbliższym czasie to właśnie te dwa ostatnie czynniki będą odgrywały największą rolę w kształtowaniu się cen na rynku ropy. Nie spodziewamy się bowiem przełomowych danych fundamentalnych z zakresu popytu i podaży (decyzja OPEC o ograniczeniu produkcji pozostała bez echa).

Ciech (Kupuj)

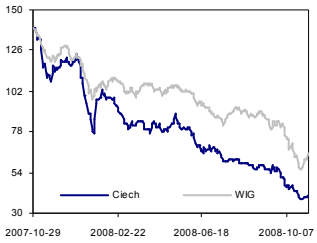
Cena bieżąca: 40,4 PLN **Cena docelowa: 77,5 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-13

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	2 174,3	3 415,0	57,1%	4 313,2	26,3%	4 615,2	7,0%
EBITDA	287,8	493,0	71,3%	633,1	28,4%	723,7	14,3%
marża EBITDA	*13,2%*	*14,4%*		*14,7%*		*15,7%*	
EBIT	192,0	313,6	63,4%	394,1	25,7%	469,1	19,0%
Zysk netto	195,7	240,2	22,7%	226,8	-5,6%	271,6	19,8%
P/E	5,8	4,7		5,0		4,2	
P/CE	3,9	2,7		2,4		2,1	
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,7	
EV/EBITDA	5,8	4,7		4,4		3,9	
Dyield (%)	2,0	5,2		5,1		4,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	28,0
MC (cena bieżąca)	1 131,2
EV (cena bieżąca)	2 770,0
Free float	42,7%
Zmiana ceny: 1m	*-13,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-54,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-70,3%*
Max (52 tyg.)	136,0
Min (52 tyg.)	38,0



Akcje Ciechu w czasie październikowych spadków nie odstawały znacząco od szerokiego rynku i spadły o ponad 20%. Groźba globalnego spowolnienia obniżyła jednak wyceny większości chemicznych spółek na świecie, stąd dyskonto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA nie zmieniło się znacznie i nadal wynosi około 10%. W dalszym ciągu obawy inwestorów o poziom zadłużenia i koszty jego obsługi mogą taką różnicę w wycenie porównawczej utrzymywać. Najbliższe miesiące powinny jednak przynieść poprawę notowań Ciechu ze względu na spodziewane pozytywne zaskoczenie w wynikach 4Q. Generalnie drugie półrocze dla Ciechu powinno być znacznie lepsze niż pierwsze, zarówno ze względu na podjęte inicjatywy restrukturyzacyjne, jak i przeprowadzone aneksowanie cen w segmencie sodowym oraz krótkoterminowe rozszerzenie spreadów na produktach petrochemicznych (dynamiczny spadek cen wsadu). Dodatkowo w ostatnich dwóch kwartałach zobaczymy efekty inwestycji zwiększających moce produkcyjne na kilku kluczowych produktach. Nie bez znaczenia, ze względu na długą ekspozycję w EUR, będzie również obserwowane teraz osłabienie polskiej waluty. Podsumowując, w średnim terminie ryzyka związane z globalną recesją oczywiście pozostają, ale w krótkim okresie, ze względu na przedstawione wcześniej czynniki, akcje Ciechu powinny zachowywać się lepiej od rynku.

Zmiany w raporcie półrocznym

W opublikowanym raporcie półrocznym Spółka dokonała kilku korekt, które miały wpływ na zmianę wyników finansowych za 1H'08. Zysk operacyjny został obniżony z 226 mln PLN do 219,7 mln PLN w związku z zawiązaniem dodatkowych rezerw na należności, rekultywację i program dobrowolnych odejść (-3,1 mln PLN) oraz zaksięgowaniem korekty aktywów trwałych likwidowanych w rumuńskiej Govorze (-3 mln PLN). Zysk netto został podwyższony ze 118 mln PLN do 135,5 mln PLN w związku ze zmianą księgowania przeszacowań pożyczki walutowej udzielonej niemieckiej spółce. W pierwszych dwóch kwartałach Ciech w ciężar kosztów w związku z umocnieniem się złotego do euro zaksięgował prawie 22 mln PLN kosztów finansowych. Audytor w raporcie za 1H zezwolił jednak na potraktowanie tej pożyczki jako części inwestycji netto w podmiot zagraniczny i odniesienie tych przeszacowań na kapitał. W związku z tym nie należy się spodziewać odwracania tych kosztów w 3Q w związku z obserwowanym osłabieniem PLN.

Projekt zagospodarowania odpadów

Ciech podpisał umowę z firmą Lafarge Cement w sprawie powołania spółki (Ciech obejmie 29% udziałów), która zajmie się zagospodarowaniem popiołów lotnych z zakładów produkcyjnych Janikosody. Na bazie technologii separacji popiołów nowy podmiot będzie wytwarzał surowiec do produkcji tzw. zielonego cementu oraz odzyskiwał dodatkowy wsad energetyczny do elektrociepłowni. Inwestycja pochłonie 40 mln PLN. Spółka nie podała dokładnego harmonogramu oddania nowej inwestycji i jej szczegółowego wpływu na obniżenie kosztów. Przedstawiciele Ciechu mówią o oszczędnościach rzędu kilkudziesięciu mln PLN rocznie. W naszym modelu wyceny uwzględniamy efekty działań optymalizujących koszty docelowo na poziomie 135 mln PLN w 2010 roku (15 mln PLN mniej niż oczekuje zarząd wg. strategii), ale dotyczą one przede wszystkim segmentu organicznego. W przypadku sody takich projektów nie braliśmy pod uwagę.

Porozumienie Ciechu z ZAT i ZAK w sprawie Anwilu podpisane

Zgodnie z oczekiwaniami Ciech ,ZAT i ZAK podpisały list intencyjny w sprawie powołania spółki celowej, która miałaby kupić od Orlenu i Skarbu Państwa 90% akcji Anwilu. W tym projekcie Ciech miałby posiadać 50% udziałów, a ZAT i ZAK po 25%. Około 20% transakcji miałoby być sfinansowane ze środków własnych, a pozostała kwota z kredytu zabezpieczonego na aktywach Anwilu. Ciech szacuje wartość Anwilu na około 1,5 mld PLN. Koncepcja powołania SPV i obciążenia kredytem spółki przejmowanej to jedyny dopuszczalny scenariusz przejęcia Anwilu, nie zwiększający ryzyka kredytowego Ciechu. Wycena Anwilu na 1,5 mld PLN może być nieco zbyt optymistyczna i w naszej opinii konsorcjum będzie musiało za tę spółkę zapłacić więcej (nasze szacunki to 1,7-1,9 mld PLN).

Lotos (Kupuj)

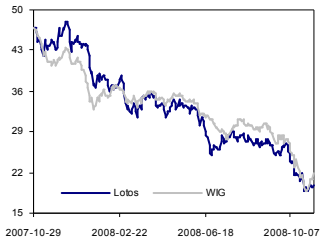
Cena bieżąca: 19,7 PLN **Cena docelowa: 39,6 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-13

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	12 798,1	13 125,1	2,6%	15 759,0	20,1%	13 414,8	-14,9%
EBITDA	1 095,7	1 019,9	-6,9%	1 068,1	4,7%	767,8	-28,1%
marża EBITDA	*8,6%*	*7,8%*		*6,8%*		*5,7%*	
EBIT	798,3	713,7	-10,6%	721,1	1,0%	339,2	-53,0%
Zysk netto	679,9	777,2	14,3%	817,1	5,1%	106,9	-86,9%
P/E	3,3	2,9		2,7		20,9	
P/CE	2,3	2,1		1,9		4,2	
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3	
EV/EBITDA	2,1	2,9		3,9		7,8	
Dyield (%)	0,0	1,8		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	113,7
MC (cena bieżąca)	2 238,8
EV (cena bieżąca)	4 161,2
Free float	41,2%
Zmiana ceny: 1m	*-18,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-41,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-56,9%*
Max (52 tyg.)	47,9
Min (52 tyg.)	18,8



Październik nie był udany dla Lotosu (-27%), bo choć akcje tej Spółki zachowywały się lepiej od indeksu MSCI Energy Emerging Europe (w tym benchmarku największy udział mają rosyjskie spółki wydobywcze), to wyraźnie odstawały od polskiego WIG20. Warunki makroekonomiczne funkcjonowania Lotosu, podobnie jak w przypadku Orlenu, wykazują pozytywne tendencje, ale inwestorzy wyraźnie obawiają się wpływu wyceny instrumentów zabezpieczających na raportowany wynik netto, przede wszystkim w 4Q, gdzie rzeczywiście ten ujemny efekt może być bardzo znaczący. W tym kontekście, choć uważamy iż jakość zysku operacyjnego Lotosu w ostatnich dwóch kwartałach tego roku będzie bardzo wysoka, to właśnie ze względu na ryzyko strat na hedgingu (oczekujemy zwiększenia pozycji zabezpieczających w 3Q), akcje Lotosu mogą zachowywać się gorzej od rynku.

Rozmowy o dostawach ropy z Gazpromem

Prezes Paweł Olechnowicz rozmawiał w Moskwie z szefem Gazpromu, Aleksiejem Millerem. Omawiano szereg kwestii związanych ze współpracą w branży gazowej i naftowej. Przede wszystkim jednak rozmowy dotyczyły bezpośrednich dostaw przez Gazprom ropy do gdańskiej rafinerii, w związku z tym że w przyszłym roku wygasa kontrakt długoterminowy z firmą J&S. Trudno ocenić jakie są szanse na podpisanie długoterminowego kontraktu z Gazpromem. Uzależnienie od tego dostawcy nie byłoby jednak dobre z uwagi na możliwość szantażu, jaki znamy z rynku gazowego. Oczywiście w ramach dywersyfikacji dostaw, umowa bezpośrednio z producentem, który nie miałby pozycji dominującej mogłaby przynieść Lotosowi korzyści.

Zakup kolejnych udziałów w złożu Yme

Lotos poinformował o zakupie kolejnych 10% udziałów w norweskim złożu Yme. Wartość tej transakcji to około 160 mln PLN (30% z tego pokrywa przejęte prawo do odliczeń podatkowych poniesionych nakładów), ale Spółka będzie musiała jeszcze zwrócić sprzedającemu nakłady poniesione w 2008 roku (około 74 mln PLN) i zainwestować do momentu uruchomienia produkcji jeszcze 144 mln PLN. Oznaczałoby to koszt jednej zakupionej baryłki na około 16,5 USD/Bbl. Przypominamy, że efektywna stopa podatkowa w norweskim przemyśle naftowym przekracza 75%, tak więc tego typu projekty są w mniejszym stopniu uzależnione od wahań cen ropy niż w innych krajach. Obecnie Lotos posiada w złożu Yme 20% udziałów, na które przypada około 13,6 mln baryłek ropy (1,8 mln ton).

Wspólna elektrociepłownia Lotosu z Energą i PGNiG

Lotos, PGNiG i Energa podpisały list intencyjny w sprawie budowy elektrociepłowni gazowej w Gdańsku, która miałaby przede wszystkim pracować pod potrzeby rozbudowanej rafinerii. Porozumienie zakłada budowę bloku o mocy 100 - 150 MW, co oznacza koszt rzędu 300 mln EUR. Sposób finansowania przedsięwzięcia nie został jeszcze ustalony. Elektrownia ma zostać oddana do użytku w 2011 roku. Podpisany list intencyjny uważamy za dobrą informację, zarówno dla Lotosu jak i PGNiG. Oczekujemy, że rafineria raczej w niewielkim stopniu będzie się angażowała w finansowanie tej inwestycji i będzie przede wszystkim gwarantować odbiór prądu i ciepła. Z kolei w przypadku PGNiG uważamy, że właśnie taki model wejścia w sektor energetyczny Spółka powinna rozwijać, gdyż jest on najbardziej efektywny z punktu widzenia koncernu. Datę uruchomienia elektrowni na 2011 uważamy za realną i przypominamy, że konstrukcja kotłów gazowo-parowych trwa znacznie krócej od węglowych.

PGNiG (Akumuluj)

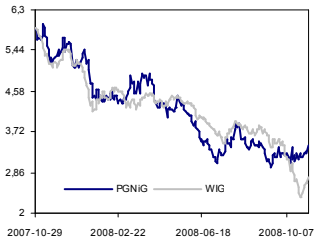
Cena bieżąca: 3,4 PLN **Cena docelowa: 4,07 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-14

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	15 197,7	16 629,8	9,4%	20 250,8	21,8%	23 423,5	15,7%
EBITDA	2 766,2	2 731,0	-1,3%	3 227,0	18,2%	3 730,3	15,6%
marża EBITDA	*18,2%*	*16,4%*		*15,9%*		*15,9%*	
EBIT	1 470,0	1 301,9	-11,4%	1 790,1	37,5%	2 214,5	23,7%
Zysk netto	1 327,4	1 251,3	-5,7%	1 548,8	23,8%	1 847,0	19,3%
P/E	15,3	16,2		13,1		11,0	
P/CE	7,7	7,6		6,8		6,0	
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9	
EV/EBITDA	6,9	6,9		5,5		5,1	
Dyield (%)	4,4	4,9		5,5		6,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5 900,0
MC (cena bieżąca)	20 296,0
EV (cena bieżąca)	17 855,6
Free float	15,3%
Zmiana ceny: 1m	*6,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-18,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-39,6%*
Max (52 tyg.)	6,0
Min (52 tyg.)	3,0



W czasie październikowych spadków akcje PGNIG zachowywały się bardzo stabilnie oscylując cały czas w okolicach 3,3 PLN. Spółka słusznie była traktowana jako walor defensywny i spełniła tę rolę przy spadku indeksu WIG20 o 23%, a dodatkowo sprzyjała temu pozytywna decyzja taryfowa URE. W tym kontekście przy ewentualnej kontynuacji obecnego odbicia na rynku, akcje koncernu mogą odstawać od innych dużych spółek. W krótkim terminie trudno bowiem znaleźć pozytywne katalizatory notowań, biorąc pod uwagę słabe wyniki w ostatnich dwóch kwartałach tego roku. W perspektywie średnioterminowej PGNiG powinien jednak wrócić do swojej średniej rentowności, a nowe taryfy hurtowe i dystrybucyjne będą stanowić solidną podstawę skonsolidowanych zysków całej grupy. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj i przypominamy, że Spółka jest notowana średnio z około 15% dyskontem do zagranicznych porównywalnych podmiotów dla wskaźników P/CE i EV/EBITDA dla lat 2008 i 2009.

Taryfa wzrośnie o 11,1%

URE zdecydował, iż taryfa hurtowa na paliwo gazowe wzrośnie z początkiem listopada o 11-,1%. PGNiG wnioskował o podwyżkę rzędu 17%. Informacja o podwyżce i jej skala jest raczej pozytywnym zaskoczeniem. Oczywiście nie rozwiązuje w pełni problemu drożejącego gazu w imporcie, ale powinna łagodzić skutki rosnącego ujemnego spreadu w segmencie obrotu. Cena gazu rosyjskiego w 3Q wzrosła q/q o około 13%, a w 4Q może wzrosnąć o kolejne 17% (efekt umocnienia USD). Ważąc koszykiem surowca (kraj i import) średnia cena pozyskania gazu w 4Q może być o ponad 23% wyższa niż w 2Q, kiedy obowiązywała jeszcze stara taryfa. Spółka zapewne powinna zmniejszyć ten spread poprzez hedging na USD/PLN oraz gromadzenie zapasów w 3Q. Jeszcze jest za wcześnie aby szacować wynik operacyjny PGNiG za 4Q, ale naszym zdaniem mimo bardziej niekorzystnych warunków makro, powinien on być w związku z sezonowością dystrybucji i efektem zapasów tylko kilkadziesiąt milionów gorszy od 3Q, w którym oczekujemy EBIT na poziomie 176 mln PLN.

PGNiG zostaje w Pakistanie

Spółka poinformowała, że nie zamierza wycofywać swojej działalności w Pakistanie, mimo ryzyka jakie się z tym wiąże i porwania przez terrorystów jednego z pracowników zależnego podmioty Geofizyka Kraków. PGNiG wiąże z projektami pakistańskimi spore nadzieje, a zasoby gazu (koncesji której jest większościowym udziałowcem) szacuje na 6 mld m^3. Na czas odnalezienia swojego inżyniera, prace wstrzymała jedynie Geofizyka.

Rozmowy na temat dostaw CNG

PGNiG prowadzi negocjacje z dwoma firmami dotyczące dostaw sprężonego gazu ziemnego CNG. Jest to alternatywna dla LNG forma transportu tego surowca, ale opłacalna na krótszych dystansach ze względu na wolumen transportu (gaz jest przewożony w „zwiniętym" na statku rurociągu). Podobno kanadyjska firma Cosell zaproponowała dostawy 3 mld m^3 już od 2011 roku. Ofertę złożyła też norweska firma Knutsen. Rozmowy w sprawie CNG to w naszej opinii próba wzmocnienia pozycji PGNiG w rozmowie z Gazpromem, który w kontekście braku alternatyw może znów szantażować polski koncern w przyszłym roku, kiedy skończy się nasz kontrakt z RosUkrEnergo. Na razie w tym kontekście należałoby traktować doniesienia o dostawach CNG.

Będzie operator magazynowy, cena za LNG 18 listopada

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w odpowiedzi na uwagi Komisji Europejskiej i URE, PGNiG zdecydował na wyodrębnienie w swoich strukturach osobnego podmiotu, który będzie zajmował się administracją pojemności magazynowych. Dzięki temu Polska będzie spełniać formalne wymogi uwolnienia rynku wg. UE od 2009 roku. Do 2015 roku PGNiG zamierza zwiększyć moce magazynowe z 1,7 mld m^3 do 3,7 mld m^3. Spółka poinformowała również o zwołaniu NWZA

na 18 listopada, które zatwierdzi cenę sprzedaży spółki Polskie LNG do Gaz-Systemu.

Spółka nie weźmie udziału w IPO Enei

Wiceprezes Radosław Dudziński poinformował, że Spółka nie weźmie udziału w IPO Enei. Zamierza inwestować w elektrownie opalane gazem, dla których może być nie tylko dostawcą surowca, ale również współinwestorem. Zarząd rozważa także wykorzystanie wyeksploatowanych kopalń do składowania dwutlenku węgla oraz produkcję LNG z gazu wydobywanego z mniejszych kopalń. Podtrzymano prognozę długoterminową wydobycia gazu na poziomie 4,5-4,7 mld PLN. Informacja o rezygnacji z Enei to bardzo dobra i uspokajająca rynek informacja. Uwzględnienie w strategii inwestycji w elektrownie gazowe to słuszny kierunek rozwoju, który rzeczywiście może zbudować ekspozycję na energetykę przy jednoczesnym budowaniu wartości dla akcjonariuszy. Prognoza wydobycia jest zgodna z naszymi oczekiwaniami na poziomie 4,6 mld m^3.

Plany inwestycyjne Zarządu

Zarząd PGNiG poinformował, że w związku z kryzysem finansowym, Spółka szczegółowo przejrzy swoje plany inwestycyjne i skoncentruje się na projektach najbardziej rentownych. Pewne ograniczenia mogą pojawić się przede wszystkim w segmencie wydobywczym jeśli chodzi o inwestycje zagraniczne. PGNiG analizuje obecnie możliwości współpracy z ZAP w zakresie zgazowania węgla oraz przygotowuje swoją ofertę w zakresie sekwestracji i składowania CO2 w wyeksploatowanych kopalniach, jako usługi dla polskiej energetyki (najwcześniej projekt ten mógłby ruszyć w 2012 roku). Spółka oczekuje także od firm energetycznych konkretnych deklaracji w sprawie budowy bloków gazowo-parowych i zobowiązań odbierania określonych wolumenów gazu, co umożliwi PGNiG przygotowanie odpowiedniej podaży surowca. W obecnej sytuacji ponowna weryfikacja projektów inwestycyjnych, szczególnie w segmencie wydobywczym nie jest zaskoczeniem. W przypadku PGNiG nie jest to raczej kwestia ewentualnych problemów z finansowaniem, ale ponownej kalkulacji stóp zwrotu w kontekście zmiany cen ropy. Naszym zdaniem projekty w Polsce i Norwegii są raczej bezpieczne, a ewentualne rewizje będą dotyczyć inwestycji w innych krajach.

Podziemny magazyn gazu za 70 mln EUR

Zarząd PGNiG poinformował, że w przyszłym roku Spółka rozpocznie budowę podziemnego magazynu gazu w Kosakowie na bazie kawern solnych. Poprzez ługowanie komór w podziemnym złożu soli, powstanie 10 zbiorników o łącznej pojemności 250 mln m^3. Pierwsza kawerna zostanie oddana do użytku w 2014 roku a ostatnia w 2020 roku.

PKN Orlen (Kupuj)

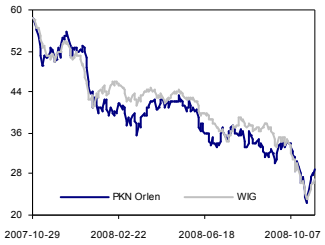
Cena bieżąca: 28,9 PLN **Cena docelowa: 45,5 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-09-17

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	52 867,2	63 793,0	20,7%	82 104,6	28,7%	78 840,7	-4,0%
EBITDA	4 684,7	5 035,3	7,5%	4 632,3	-8,0%	4 681,9	1,1%
marża EBITDA	*8,9%*	*7,9%*		*5,6%*		*5,9%*	
EBIT	2 576,6	2 603,9	1,1%	2 223,4	-14,6%	2 179,0	-2,0%
Zysk netto	1 986,0	2 412,4	21,5%	1 986,6	-17,6%	1 751,6	-11,8%
P/E	6,2	5,1		6,2		7,1	
P/CE	3,0	2,6		2,8		2,9	
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6	
EV/EBITDA	5,0	4,7		5,3		5,3	
Dyield (%)	0,0	0,0		5,6		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	427,7
MC (cena bieżąca)	12 360,8
EV (cena bieżąca)	24 319,8
Free float	72,5%
Zmiana ceny: 1m	*-13,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-31,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-48,9%*
Max (52 tyg.)	56,6
Min (52 tyg.)	22,4



Akcje Orlenu spadając w październiku o ponad 18%, zachowywały się relatywnie lepiej zarówno od indeksu WIG20 (-23%), jak i branżowego regionalnego indeksu MSCI Energy Emerging Europe (-36%). Powodem tego był pozytywny w swoim przekazie komunikat dotyczący szacunków wyników operacyjnych za 3Q, jak również utrzymujące się pozytywne trendy makro (wysokie marże rafineryjne i skokowy wzrost kursu USD/PLN). Nadal podtrzymujemy naszą tezę, iż wyniki drugiego półrocza w GK Orlen, choć nominalnie bardzo słabe (ujemny efekt LIFO, przeszacowania długu walutowego), powinny zaskoczyć in plus jakością, mierzoną poziomem generowanych przepływów pieniężnych. W środowisku dynamicznie spadających cen ropy, Spółka powinna dodatkowo wykorzystać swoją dominującą pozycję i rentę geograficzną poprzez krótkoterminowe rozszerzanie spreadów w hurcie i detalu, wynikające z opóźniania obniżek cen (w sytuacji drożejącej ropy sytuacja jest odwrotna, rafineria nieustannie musi gonić rosnące benchmarki). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Porozumienie Możejek z Kolejami Litewskimi

Litewska rafineria i państwowa spółka Koleje Litewskie podpisały tymczasowe porozumienie w sprawie taryf za przewóz produktów naftowych. Oznacza to tymczasowe zażegnanie sporu pomiędzy spółkami. Rzecznik prasowy Możejek poinformował, że Koleje Litewskie zgodziły się stosować ulgowe taryfy za przewóz produktów naftowych zanim spór nie zostanie rozstrzygnięty ostatecznie. Informacja pozytywna. Oznacza, iż prawdopodobnie w wynikach 3Q PKN nie zaksięguje rezerw na poczet odszkodowania jakiego domagały się litewskie koleje (doniesienia mówiły o kwotach od 9 mln PLN do 35 mln PLN).

Możejki aneksowały umowę na sprzedaż paliw

Rafineria w Możejkach aneksowała umowę na sprzedaż paliw, a przedmiotem tego porozumienia była zmiana strony kupującej. Dotychczasową spółkę GT Trading zastąpił na tym miejscu Trafigura Beheer (właściciel 35% udziałów w GT Trading) i przejął wszystkie dotychczasowe zobowiązania poprzedniego kontrahenta. Do końca tego roku zgodnie umową odbierze więc paliwa o wartości około 0,5 mld USD. Aneks ma charakter techniczny i nie ma wpływu na finanse Możejek.

Szacunki danych operacyjnych za 3Q

Zarząd Orlenu w przedstawionym komunikacie poinformował, iż w 3Q spodziewa się wypracowania zysku operacyjnego na poziomie o połowę niższym niż rok wcześniej, co implikuje EBIT na około 417 mln PLN. Negatywnie na osiągnięty rezultat w porównaniu z 3Q'07 wpłynęły spadek dyferencjału oraz kurs USD/PLN (-400 mln PLN) oraz efekt LIFO, który szacowany jest na -300 mln PLN (nasze szacunki to -243 mln PLN). Wynik na poziomie 400 mln PLN będzie istotnie wyższy od naszych oczekiwań (273 mln PLN). Na podstawie przedstawionych w komunikacie informacji, przypuszczamy że największe odchylenia w stosunku do naszych prognoz mogą pojawić się w segmencie rafineryjnym i chemicznym (tutaj zaskoczył nas wzrost wolumenu PCW r/r mimo przestoju remontowego na tej instalacji).

HON w Możejkach już pracuje

W Możejkach zakończono już modernizację instalacji hydroodsiarczania oleju napędowego, która kosztowała około 123 mln PLN. Inwestycja dostosowuje jakość produkowanego tam diesla do norm unijnych, które na Litwie zaczną obowiązywać w 2009 roku.

Police (Sprzedaj)

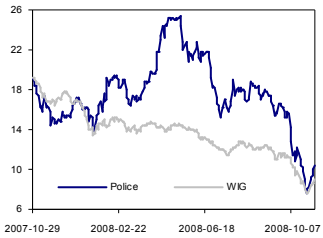
Cena bieżąca: 10,4 PLN **Cena docelowa: 12,9 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-02

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 676,2	1 824,2	8,8%	3 104,1	70,2%	2 416,6	-22,1%
EBITDA	-226,4	235,1		602,9	156,4%	149,7	-75,2%
marża EBITDA	*-13,5%*	*12,9%*		*19,4%*		*6,2%*	
EBIT	-288,6	187,5		539,5	187,8%	84,6	-84,3%
Zysk netto	-304,3	204,0		446,0	118,7%	78,9	-82,3%
P/E		3,8		1,7		9,9	
P/CE		3,1		1,5		5,4	
P/BV	1,1	0,8		0,6		0,6	
EV/EBITDA		2,7		0,8		3,7	
Dyield (%)	2,8	4,2		0,0		17,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	75,0
MC (cena bieżąca)	777,8
EV (cena bieżąca)	491,8
Free float	21,0%
Zmiana ceny: 1m	*-19,6%*
Zmiana ceny: 6m	*-58,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-43,8%*
Max (52 tyg.)	25,3
Min (52 tyg.)	7,6



W najbliższym czasie nie oczekujemy odwrócenia negatywnych tendencji, stąd mimo drastycznych spadków ceny akcji Polic w ostatnich tygodniach, nie uważamy, aby stanowiło to okazję do zakupów. W naszej opinii wyniki za 3Q raczej będą okazją do redukowania akcji mimo spodziewanych wysokich zysków. Na horyzoncie pojawia się bowiem coraz więcej negatywnych informacji, począwszy od spadku cen nawozów (niektóre pozycje asortymentu skorygowały się dopiero w ostatnich tygodniach) poprzez możliwe wysokie straty na zapasach (zarówno produktów jak i surowców kupowanych w lecie po wysokich cenach) oraz zagrożenie dla części należności, w kontekście bardzo trudnej sytuacji niektórych dystrybutorów.

Alert kryzysowy Zarządu

Zarząd ZCH Police w komunikacie poinformował, że w Spółce powołano specjalny zespół monitorujący niekorzystne dla spółki tendencje makroekonomiczne, który będzie odpowiedzialny za przygotowanie odpowiednich mechanizmów przeciwdziałania skutkom kryzysu. Zarząd przygotowuje także projekty cięcia kosztów i wydatków inwestycyjnych (te spadną w tym roku z planowanych 220 mln PLN do 150 mln PLN). Police zamierzają także ograniczyć remonty instalacji do niezbędnego minimum. Zawieszone zostają także ambitne plany akwizycyjne w ramach współpracy z ZAP. Efekty kryzysu będą już widoczne w 4Q, w którym wg. Prezesa Siwca wynik netto może w czarnym scenariuszu oscylować wokół zera. Wyniki za 3Q'08 będą jednak jeszcze „pozytywnym zaskoczeniem" (to potwierdza naszą tezę z prognoz kwartalnych, że w 3Q Spółka powinna jeszcze zanotować wyraźny wzrost średniej ważonej ceny produktów nawozowych). Treść komunikatu nie jest dla nas zaskoczeniem. Taki scenariusz przewidywaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym. Obserwowany w ostatnim czasie spadek cen nawozów to jednak nie jedyna przyczyna takiego alertu w Policach. W naszej opinii w krótkim terminie największy negatywny wpływ na wyniki Spółki będą miały zapasy surowców nagromadzone w lecie po wysokich cenach (podobnie jak rok temu), co będzie teraz, przy spadających cenach spotowych produktów i surowców, wpływać na marżę brutto. Straty na zapasach w utrzymującym się środowisku systematycznie taniejących nawozów mogą być widoczne w kilku kolejnych kwartałach. Będzie to odwrócenie istotnej części zysków realizowanych przez Spółkę w ostatnim roku.

ZA Puławy (Trzymaj)

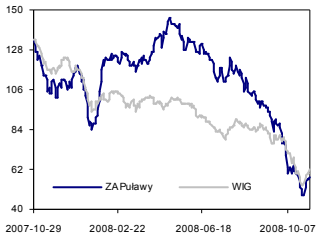
Cena bieżąca: 58 PLN **Cena docelowa: 68,4 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	2 205,3	2 503,5	13,5%	2 741,0	9,5%	2 551,4	-6,9%
EBITDA	251,4	432,8	72,2%	389,3	-10,0%	225,3	-42,1%
marża EBITDA	*11,4%*	*17,3%*		*14,2%*		*8,8%*	
EBIT	151,4	358,7	136,9%	305,0	-15,0%	126,0	-58,7%
Zysk netto	130,0	330,8	154,5%	249,7	-24,5%	102,8	-58,8%
P/E	8,5	3,4		4,4		10,8	
P/CE	4,8	2,7		3,3		5,5	
P/BV	0,9	0,7		0,6		0,6	
EV/EBITDA	3,1	1,4		1,6		3,2	
Dyield (%)	3,4	2,9		7,4		6,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	19,1
MC (cena bieżąca)	1 108,7
EV (cena bieżąca)	620,5
Free float	29,2%
Zmiana ceny: 1m	*-17,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-58,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-54,2%*
Max (52 tyg.)	145,9
Min (52 tyg.)	47,5



Ostatnie tygodnie na rynku nawozowym potwierdzają, iż przyjęcie przez nas w ostatnim raporcie analitycznym czarnego scenariusza dla tego segmentu było w pełni uzasadnione. W tej chwili wydaje się jednak, iż cena akcji ZAP zdyskontowała już taki bieg wydarzeń z nawiązką i obecnie walory Spółki są wyceniane ze znacznym dyskontem do wartości godziwej. Nadal jednak zalecamy dużą ostrożność jeśli chodzi o inwestycję w akcje ZAP, gdyż uważamy iż znaczna część negatywnych informacji z rynku nawozowego jeszcze przed nami (spadki cen saletry, dalsze obniżenie cen RSM, ewentualne kłopoty dystrybutorów), podobnie jak pierwsze kwartały gorszych wyników. Z niepokojem patrzymy również na rynek kaprolaktamu, który już doświadczył w realnym wymiarze rozwijającego się kryzysu ekonomicznego. Stąd mimo tego, że wycena Spółki jest już atrakcyjna (gotówka netto implikuje już 35 PLN/akcję), podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Znakomite wyniki za 1Q 2008/09

Wyniki ZAP za 1Q roku obrotowego 2008/09 ukształtowały się powyżej konsensusu rynkowego i znacznie powyżej naszych oczekiwań. Na poziomie przychodów Spółka osiągnęła 11,5 mln PLN więcej niż szacowaliśmy, ale na dalsze pozycje rachunku zysków, wpływ miała przede wszystkim struktura sprzedaży. Puławy w stosunku do naszych prognoz wygenerowały bowiem znacznie mniej przychodów z tradingu (dynamika r/r -13% vs. +126% w poprzednim kwartale) na rzecz wyższych przychodów z produktów, przede wszystkim RSM. Zaowocowało to osiągnięciem marży brutto ze sprzedaży na rekordowym poziomie 35%. W rachunku kosztowym zaskoczenia pojawiły się na trudnej do oszacowania pozycji „koszty wytworzenia na własne potrzeby", która obniżyła zagregowane wydatki o 19,2 mln PLN, podczas gdy rok temu pozytywnie wpłynęła na wynik w wysokości tylko 4,2 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała dodatnie saldo na poziomie 8,4 mln PLN, na co złożyły się odsetki od lokat bankowych (10,2 mln PLN- obecnie Spółka zmienia strukturę lokowania środków pieniężnych z lokat na bony skarbowe- na koniec kwartału gotówka w bilansie wynosiła 669 mln PLN) oraz wynik na hedgingu (zamknięte pozycje +7,6 mln PLN, a wycena otwartych -10,5 mln PLN). W kontekście hedgingu warto zwrócić uwagę, iż Puławy zabezpieczyły od 40% do 80% planowanych miesięcznych wpływów walutowych do końca tego roku obrotowego, przy istotnie niższych kursach od obecnych. W ostatnich kilku dniach obserwujemy jednak ponowne umocnienie złotówki, co powinno ograniczyć ewentualne straty na tych pozycjach w kolejnych kwartałach.

Plany inwestycyjne

Prezes Paweł Jarczewski poinformował, że Spółka rozmawia z PGNiG na temat współpracy (zarówno operacyjnej jak i kapitałowej) przy ulokowaniu instalacji chemicznych na krajowych lub zagranicznych źródłach gazu. Do porozumienia mogłoby dojść jeszcze w tym roku. Również do końca 2008 roku może dojść do podpisania umowy z Policami w sprawie realizacji „dużego tematu". Zapowiedź przyspieszenia inwestycji w obecnej sytuacji kryzysowej (instalacja tlenownia-amoniak-mocznik oraz projekt Puławy II, czyli dalsze zwiększanie mocy wytwórczych na teranie obecnych zakładów) to nie jest raczej pozytywna informacja dla inwestorów. Przypominamy, że w ostatnich dniach Zarząd Polic wystosował komunikat o podjęciu środków przeciwdziałania skutkom kryzysu, m.in. poprzez wstrzymanie projektów inwestycyjnych. W tym kontekście trudno w tej chwili przewidzieć, czy Puławy nadal będą miały w tej Spółce równorzędnego partnera przy „dużych projektach".

Telekomunikacja

Vodafone kupuje Polkomtela jeszcze w tym roku

Brytyjski telekom Vodafone kupi od duńskiego koncernu TDC 4,8% akcji w Polkomtelu za 176 mln euro plus odsetki. Vodafone, podobnie jak pozostali akcjonariusze Polkomtela, zdecydował się zrealizować swoje prawo pierwokupu, proporcjonalnie do już posiadanego pakietu akcji w wysokości 19,6%, w stosunku do pakietu akcji Polkomtela należących do TDC. Vodafone przewiduje, że transakcja zostanie zakończona w IV kw. roku kalendarzowego 2008. Cena płacona przez Vodafone jest wynikiem negocjacji pomiędzy polskimi udziałowcami, a TDC. Bez uwzględnienia odsetek implikowana wycena całego operatora to 13,1 mld PLN, co przy zakładamym na br. zysku Polkomtela daje P/E2008 równe 8,7. Po takiej cenie udziały nabędą również polscy udziałowcy (KGHM, PKN, PSE, Kompania Węglowa). To okazja kupna (TDC nadal związane umową nie może wycofać się z transakcji). Podtrzymujemy opinię, że w kolejnej fazie Vodafone będzie odkupował udziały od polskich akcjonariuszy.

2 mln kart w Play

P4 w rozpoczętym 4Q nie odczuwa spowolnienia na rynku telefonii mobilnej i podtrzymuje tegoroczne plany zwiększenia liczby klientów do 2 mln. Prezes podtrzymał wcześniejsze zapowiedzi osiągnięcia przez spółkę 800 mln PLN przychodów ze sprzedaży wobec 235,4 mln PLN w 2007 roku. Play zdobywa pozycję kosztem trzech pozostałych operatorów, którzy odnotowują *churn* na poziomie ponad 30%. Tak wysoka rotacja i asymetryczne stawki interkonektowe ułatwiają zadanie P4. Sytuacja zgodna z naszymi oczekiwaniami. W roku 2010, kiedy oczekujemy osiągnięcia przez rynek poziomu nasycenia - tendencja ta powinna prowadzić do minimalnego spadku liczby użytkowników Polkomtela, PTC i Orange.

7 tys. klientów BSA w PTC

PTC, która ma obecnie blisko 13 mln klientów telefonii komórkowej, ma również ok. 250 tys. klientów telefonii stacjonarnej oraz ok. 7 tys. klientów internetu na bazie Bitstream Access. PTC oferuje BSA od 11 czerwca, a od 1 lipca usługę telefonii stacjonarnej dla klientów prywatnych i instytucjonalnych na bazie WLR (500 umów). W maju br. PTC informowała, że ma 180 tys. klientów telefonii stacjonarnej. Biorąc pod uwagę zasięg sieci sprzedaży PTC wyniki BSA i WLR należy raczej uznać za słabe. Inną kwestią pozostaje, że statystyka dotyczy okresu wakacyjnego, który charakteryzuje sezonowo niższa sprzedaż. Na ile silną pozycję zbuduje w telefonii stacjonarnej PTC pokaże dopiero 4Q. Informacja bez wpływu na TP i Netię.

Streżyńska chce odejść na wiosnę

Prezes UKE, Anna Streżyńska, powiedziała w wywiadzie, że rozważa odejście wiosną przyszłego roku. Prezes odniosła się do możliwości podziału TPSA (tzw. separacji funkcjonalnej), gdzie podkreśliła, że takie działanie coraz bardziej traci sens, gdyż TPSA ma wyprzedzać działania UKE poprzez przenoszenie części swojej działalności na swoje spółki zależne. Według Stróżyńskiej może się okazać, że bardziej potrzebne byłoby prawo nakazu sprzedania spółek z grupy TP. Prezes UKE wskazała, że takie działanie bardziej leżałoby w kompetencji ministra infrastruktury. Rezygnacja Prezes UKE, która przez ostatnie trzy lata w istotny sposób zliberalizowała rynek telekomunikacyjny w Polsce - to dobra wiadomość dla TP, zła dla konsumenta.

Niższe stawki MTR

UKE zobowiązał Polkomtel i Centertel do obniżenia stawek hurtowych (MTR) od 1 stycznia 2009 do 0,22 PLN, a od 1 lipca 2009 do 0,17 PLN. Obecnie wynoszą one 0,34 PLN. Dotychczasowy harmonogram obniżania stawek MTR został ustalony w kwietniu 2007 roku na trzy lata. W tym czasie spadły z 0,65 PLN. Według pierwotnego harmonogramu stawka MTR miała zostać obniżona do 0,22 PLN od 1 maja 2010 roku. Przyspieszenie o rok tempa obniżania stawek jest złą informacja dla operatorów, dopóki jednak regulator nie ingeruje w ceny detaliczne, wpływa głównie na poziom przychodów, a tylko w niewielkim zakresie w EBITDA.

Netia (Kupuj)

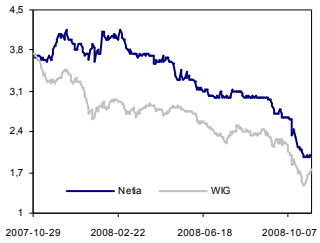
Cena bieżąca: 2 PLN **Cena docelowa: 4 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-07-01

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	862,1	838,0	-2,8%	949,2	13,3%	1 118,5	17,8%
EBITDA	-68,9	170,7		142,4	-16,6%	215,3	51,2%
marża EBITDA	*-8,0%*	*20,4%*		*15,0%*		*19,3%*	
EBIT	-341,4	-103,8	-69,6%	-98,6	-5,0%	-22,4	-77,3%
Zysk netto	-378,9	-268,9	-29,0%	332,0		-14,9	
P/E				2,3			
P/CE		138,0		1,4		3,5	
P/BV	0,4	0,5		0,4		0,4	
EV/EBITDA		4,8		4,2		3,0	
Dyield (%)	6,3	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	389,2
MC (cena bieżąca)	778,3
EV (cena bieżąca)	593,5
Free float	100,0%
Zmiana ceny: 1m	*-24,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-39,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-45,8%*
Max (52 tyg.)	4,2
Min (52 tyg.)	2,0



Połączenie z Tele2 w perspektywie najbliższych miesięcy powinno skokowo zwiększyć przychody poprzez optymalizację kosztową związaną z włączeniem abonentów Tele2 do sieci przesyłowej Netii i mniejszymi nakładami na reklamę. Prognoza zaprezentowana przez Spółkę jest zbliżona do naszych dotychczasowych założeń, które jednak nie uwzględniały przejęcia Tele2. Mając to na uwadze nie widzimy potencjału wzrostu wartości Spółki w stosunku do wcześniejszej wyceny – w związku z akwizycją. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 4 PLN. Podtrzymujemy również opinię, że przełomem będzie rok 2010 kiedy główni właściciele (private equity) „przygotują" Spółkę do przejęcia przez inwestora branżowego.

Nowa prognoza

Po przejęciu Spółki Tele2 Polska. Netia zakłada, że w 2008 r. osiągnie wynik EBITDA na poziomie 145 mln PLN wobec 125 mln PLN prognozowanych poprzednio. W 2009 r., według prognozy wstępnej, EBITDA może wynieść 225 mln PLN. Przychody mają wynieść w tym roku 1,1 mld PLN wobec 960 - 975 mln PLN prognozowanych wcześniej. W 2009 r. przychody mają sięgnąć 1,5 mln PLN. Netia prognozuje, że w 2010 roku będzie miała około 800 tysięcy klientów szerokopasmowego internetu, a do końca br. 400 tysięcy klientów. To de facto obniżenie wcześniejszych prognoz które zakładały, że Spółka będzie mieć 1 milion klientów usług szerokopasmowych w 2010. Obecnie przesunęła ten cel na 2012 rok. W przyszłym roku Spółka planuje nakłady inwestycyjne na poziomie 280 mln PLN (rozwój LLU, projekt IPTV oraz unowocześnienie sieci własnej). Ponadto przeznaczy 75 mln PLN na akwizycje lokalnych sieci ethernetowych. Wyższe prognozy dotyczą zysku netto, który ma się pojawić w 2010 r., a nie w 2011 r. Ponadto Netia rozważa przeprowadzenie skupu akcji własnych w celu umorzenia lub wypłatę dywidendy (decyzja może zostać podjęta najprawdopodobniej w I kw. przyszłego roku). Nasze dotychczasowe prognozy zakładały wypracowanie przez Netię EBITDA na poziomie 142,5 mln PLN w 2008 i 215 mln PLN w roku przyszłym. Prognozy te nie zakładały jednak przejęcia Tele2 Polska, co oznacza, że akwizycja tylko w niewielkim stopniu zmienia naszą cenę docelową (korekta po wynikach kwartalnych). Słabszy wzrost liczby abonentów niż można było pierwotnie szacować, to w głównej mierze efekt agresywnej polityki TPSA (oferta Orange) oraz słabości samego rynku. Wykonanie prognozy na 2009 rok oznacza, że Spółka jest notowana przy wskaźniku EV/EBITDA'09 na poziomie 3,3.

TP SA (Akumuluj)

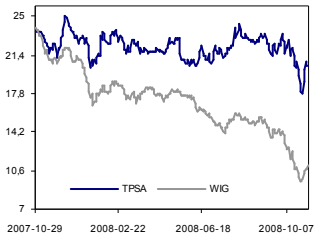
Cena bieżąca: 20,5 PLN **Cena docelowa: 20,5 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-30

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	18 625,0	18 244,0	-2,0%	18 324,7	0,4%	18 141,2	-1,0%
EBITDA	7 856,0	7 721,0	-1,7%	7 569,0	-2,0%	7 418,5	-2,0%
marża EBITDA	*42,2%*	*42,3%*		*41,3%*		*40,9%*	
EBIT	3 367,0	3 282,0	-2,5%	3 282,4	0,0%	3 282,4	0,0%
Zysk netto	2 096,0	2 273,0	8,4%	2 558,5	12,6%	2 495,4	-2,5%
P/E	13,7	12,6		11,0		11,2	
P/CE	4,4	4,3		4,1		4,2	
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5	
EV/EBITDA	4,6	4,4		4,4		4,4	
Dyield (%)	4,9	9,3		8,3		8,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 368,8
MC (cena bieżąca)	28 046,2
EV (cena bieżąca)	33 388,7
Free float	46,0%
Zmiana ceny: 1m	*-5,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-10,1%*
Zmiana ceny: 12m	*-13,4%*
Max (52 tyg.)	25,1
Min (52 tyg.)	17,9



Wyniki TP SA za 3Q2008 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Podsumowując - TP słabo radzi sobie ze wzrostem (telefonia mobilna, Internet) lub utrzymaniem (usługi głosowe) bazy abonenckiej, jednak w 3 kwartale udało się zamortyzować częściowo to zjawisko podwyższeniem średniego przychodu na abonenta we wszystkich wymienionych segmentach. Oczekujemy, że w br. Spółka wypracuje 2,56 mld PLN zysku netto i w przyszłym roku w całości wypłaci go akcjonariuszom. Przy obecnej cenie implikuje to DY na poziomie 10,6%. To mniej niż oferują operatorzy narodowi w Czechach i na Węgrzech, jednak na tle innych spółek notowanych na GPW, TP SA pozostaje jedną z niewielu płynnych spółek defensywnych.

Przychody pod presją telefonii stacjonarnej i niższych MTR

Skonsolidowane przychody obniżyły się do 4 539 mln PLN (-2,3% r/r) głównie za sprawą spodziewanego spowolnienia wzrostu przychodów Centertela (+4% r/r - w głównej mierze wynikało z obniżenia stawek MTR), przy nadal silnym spadku przychodów z tradycyjnych usług głosowych (ruch i abonament -16% r/r). Wzrost przychodów w transmisji danych wyniósł 11,6%, głównie dzięki rosnącym przychodom z szerokopasmowego dostępu do internetu (+21% r/r). Pozytywną stroną wyników jest wzrost ARPU zarówno w Centertelu (pomimo niższych stawek MTR, a dzięki rosnącemu ruchowi telekomunikacyjnemu i mobilnej transmisji danych) jak również w szerokopasmowym dostępie do internetu (wygasanie promocyjnej sprzedaży w 2007 - rok taniego dostępu w trzyletnich umowach oraz rosnąca liczba użytkowników usług dodanych: IPTV, Livebox). W obu przypadkach pozwoliło to na zatarcie złego wrażenia wynikającego z analizy przyrostu liczby abonentów. W 3Q Centertel pozyskał netto 154 tys. kart - to więcej niż dwóch poprzednich kwartałach (czyszczenie bazy pre-paid), ale o 65% mniej niż przed rokiem (rynek bliżej nasycenia, agresywna strategia Play). TP SA w ostatnich dwóch kwartałach pozyskała jedynie 11 tys. użytkowników Neostrady, negatywnej oceny nie zmienia fakt przyłączenia w tym czasie przez Centertel w oparciu o BSA 50 tys. klientów. W telefonii stacjonarnej TP notuje dalszy spadek liczby klientów ogółem (-134 tys. – całkowita rezygnacja z telefonu stacjonarnego) i utratę marży detalicznej na rzecz innych operatorów (WLR: 86 tys.).

Ciekawa oferta

TP rozpoczęła świadczenie usług telewizyjnych w oparciu o technologię satelitarną. W jej ramach zawierając umowę na 24 miesiące za cenę Neostrady klient otrzymuje dodatkowo możliwość oglądania ponad 30 kanałów telewizyjnych. Potencjalny zasięg telewizji oferowanej przez TP to ponad 9 mln gospodarstw domowych. W nowej ofercie za pakiet Neostrady tp z telewizją, przy umowie na 24 miesiące, klient płaci tyle samo, ile za sam internet z liveboxem (512 Kb/s to 59,90 PLN). Klienci korzystający z telewizji w technologii satelitarnej, w ramach abonamentu zyskują dostęp do 32 polskich i zagranicznych kanałów kodowanych i niekodowanych oraz do ponad 200 niekodowanych stacji dostępnych z Hot Birda. Ponadto mogą dokupić kanał sportowy Orange Sport oraz Multipakiet Canal+.

Usługi finansowe TP – ciąg dalszy

TP, we współpracy z jednym z polskich banków, uruchomi w przyszłym roku usługi finansowe pod marką Orange. Obok kart kredytowych operator zaoferuje kredyty gotówkowe i ubezpieczenia. Grupa TP posiada ok. 8 mln abonentów telefonów stacjonarnych i około 12 mln abonentów telefonów komórkowych. Z kim TP SA może zaoferować usługi finansowe, jeszcze nie wiadomo. Prawdopodobnie będzie to niewielki bank typu *consumer finance*. France Telecom współpracuje z BNP Paribas i jej spółką zależną Cetelem (obie instytucje są obecne w Polsce). Atutem TP jest własna sieć sprzedaży licząca 459 punktów (nie licząc kilkuset placówek agencyjnych). Masowe wprowadzenie usług opóźnia się (miało być w br.). Nadal uważamy, że wpływ na EBITDA nowej działalności będzie znikomy i w niewielkim stopniu jest w stanie amortyzować spadek wyniku operacyjnego z podstawowej działalności.

Media

Rynek płatnej telewizji niezagrożony kryzysem

Według wypowiedzi przedstawicieli największych w Polsce operatorów telewizji kablowej od początku września branża przeżywa okres sezonowego ożywienia i nie widać oznak spowolnienia wzrostu. Uważają oni ponadto, że rynek płatnej telewizji jest niezagrożony także w dłuższej perspektywie przy ewentualnym ochłodzeniu polskiej gospodarki, gdyż telewizja jest jednym z ostatnich źródeł oszczędności polskich gospodarstw domowych w wypadku problemów finansowych. Niewielkie zagrożenie widzą też ze strony naziemnej telewizji cyfrowej, gdyż potencjalny użytkownik decydujący się na nią musiałby zrezygnować z efektu synergii jaki daje łączny pakiet telewizji, telefonu i Internetu. Ponadto zwracają uwagę na słabość programową jaka najprawdopodobniej będzie miała miejsce w przypadku bezpłatnej DTT. Argumenty operatorów są zgodne z naszymi przekonaniami dotyczącymi przyszłości rynku płatnej telewizji w przypadku problemów w gospodarce oraz zagrożeń związanych ze startem DTT. Uważamy, że zarówno operatorzy kablówek jak i platformy satelitarne powinny dobrze sobie radzić, nawet w pesymistycznym scenariuszu globalnego ochłodzenia gospodarczego.

Wskaźnik koniunktury na rynku reklamowym najniżej od 2004 roku

Wskaźnik Briefindex spadł do najniższego poziomu od lutego 2004 roku i osiągnął wartość 57,7 punktu. W najnowszym badaniu 62% badanych ocenia jeszcze sytuację w sektorze jako dobrą bądź, bardzo dobrą (w badaniu lipcowym 81%) jednak 40% respondentów oczekuje pogorszenia sytuacji. Indeks informuje o nastrojach wśród menedżerów i ich oczekiwania względem przyszłości. Spadek indeksu nie jest więc żadnym zaskoczeniem, gdyż spowolnienie na rynku reklamowym jest rzeczą pewną, a jedynie zakres tego osłabienia jest kwestią dyskusyjną.

Nowatorska oferta Axel Springer

Od 3 listopada Axel Springer zmienia cenniki reklamowe w swoich tytułach codziennych: Dziennik, Fakt, Przegląd Sportowy i Sport. Dodatkowo ujednolicenie siatki modułowej tytułów codziennych i wspomniane zmiany w cennikach wynikają z wprowadzenia do oferty biura reklamy wydawnictwa nowych produktów reklamowych - GRPower i PressPower. Gwarantują one emisję reklamy tego samego dnia, w tym samym formacie, w czterech dziennikach Axel Springer Polska. Taką ofertą Axel Springer chce konkurować m.in. z telewizją, która również sprzedaje GRPs. Koszt dotarcia w ofercie Axel'a jest podobny do telewizyjnego.

Axel Springer przejmie Rzeczpospolitą?

Wg spekulacji jednego z niemieckich miesięczników Axel Springer rozważa przejęcie polskich udziałów brytyjskiej grupy Mecom, która jest m.in. większościowym udziałowcem dziennika Rzeczpospolita. W związku z kryzysem finansowym i groźbą recesji na rynku reklamowym Axel Springer zamierza wzmocnić swoje inwestycje za granicą i w branżę on-line. Kroki te zostałyby sfinansowane ze środków pozyskanych dzięki sprzedaży mniejszościowych udziałów w różnych regionalnych gazetach w Niemczech, jak Luebecker Nachrichten i Kieler Nachrichten**.** Jeżeli spekulacje potwierdzą się, co naszym zdaniem jest raczej mało prawdopodobne, Axel Springer będzie wydawcą dwóch opiniotwórczych dzienników ogólnopolskich, gdzie średni dzienny nakład sprzedany każdego z nich to ok. 150 tys. egzemplarzy (z czego Dziennik poniżej 90 tys. w sprzedaży kioskowej i prenumeracie). Naszym zdaniem nakłady są na tyle małe (gazeta wyborcza 370 tys. egz.), że utrzymywanie obu tytułów w kontekście ponoszonych kosztów promocji i kosztów redakcyjnych mało zasadne. Z kolei dzienniki są na tyle różne, że ich połączenie wydaje się również karkołomne. Dobra wiadomość dla Agory, jeśli dojdzie do finalizacji transakcji.

Reklama zewnętrzna też wolniej

Wg IGRZ sprzedaż outdooru wzrosła po trzech kwartałach roku o blisko 11% do 485,1 mln PLN. W samym 3Q zwiększyła się o ponad 4% do 158,6 mln PLN. Dane zgodne z naszymi oczekiwaniami i założeniami przyjętymi w prognozie kwartalnej AMS (+3% r/r). Jednym z głównych powodów spowolnienia jest wysoka baza porównawcza związana z wyborami parlamentarnymi (+3-4 pkt. procentowe).

Agora (Kupuj)

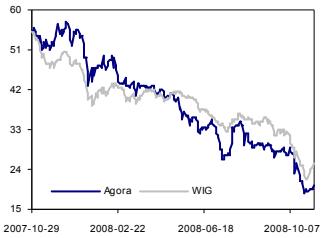
Cena bieżąca: 20,4 PLN **Cena docelowa: 43,4 PLN**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-09-22

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 133,7	1 152,0	1,6%	1 252,3	8,7%	1 336,3	6,7%
EBITDA	116,5	198,6	70,5%	183,1	-7,8%	208,0	13,6%
marża EBITDA	*10,3%*	*17,2%*		*14,6%*		*15,6%*	
EBIT	39,6	120,3	203,8%	106,4	-11,5%	132,8	24,8%
Zysk netto	32,0	100,2	213,1%	92,6	-7,6%	113,7	22,8%
P/E	35,0	11,2		12,1		9,9	
P/CE	10,3	6,3		6,6		5,9	
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9	
EV/EBITDA	7,1	4,5		5,3		4,5	
Dyield (%)	2,5	7,3		10,5		8,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	55,0
MC (cena bieżąca)	1 121,5
EV (cena bieżąca)	964,9
Free float	37,0%
Zmiana ceny: 1m	*-27,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-48,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-63,0%*
Max (52 tyg.)	57,2
Min (52 tyg.)	18,8



Spółka zakończyła skup akcji własnych (71 mln PLN z 90 mln PLN przeznaczonych na ten cel, zgodnie z uchwałą zakończenie buy-backu 31 października), co w krótkim okresie może mieć negatywny wpływ na kurs – szczególnie po tym jak zarząd ogłosił, że w 3Q20-08 wydatki reklamowe w prasie codziennej skurczyły się o 3-4% r/r. Należy oczekiwać, że jeszcze w tym roku zbierze się NWZA i zezwoli na skupienie dodatkowych akcji spółki. Początek roku zapewne będzie trudny dla całego sektora. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendacje kupna.

Światło w tunelu dla prasy

Z danych Nielsen Online przygotowane dla Newspaper Association of America wynika, że w III kwartale br. internetowe serwisy amerykańskich gazet przyciągały średnio ponad 68,3 miliona unikalnych odwiedzających miesięcznie, którzy stanowili 41,4% ogółu internautów z USA. W porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego oznacza to wzrost o 15,8%. Wskaźniki dotyczące czasu spędzonego na stronach i ilości odwiedzin na użytkownika były rekordowe od 2004 roku, kiedy NAA zaczęła śledzić ten rynek. W ciągu ostatniego roku Agora wykonała ogromną pracę na polu budowy pozycji grupy w internecie. Gazeta.pl jest najszybciej rosnącym portalem wśród pięciu liderów tego rynku. Portal notuje 4% wzrost zasięgu r/r (Onet.pl -4%, Wp.pl -3%), 20% wzrost liczby Real sers (Onet.pl +10%, Wp.pl +4%). Liczba odsłon rośnie o 77%, a czas spędzony przez użytkowników na portalu o 84%. Grupa kupiła popularne strony z ogłoszeniami drobnymi i serwisy tematyczne. Przyszły rok powinien przynieść zmianę w postrzeganiu spółki przez inwestorów w tym zakresie. Naszym zdaniem inwestorzy obecnie nie wyceniają właściwie biznesu internetowgo spółki.

Słabszy rynek reklamy prasowej

Agora spodziewa się, że w drugim półroczu br. wydatki na reklamę w prasie codziennej będą o ok. 3-5% niższe od ubiegłorocznych. Negatywna dynamika w okresie wakacyjnym utrzymała się we wrześniu i oznacza kontynuację podobnego trendu przez najbliższe miesiące. W sierpniu Agora podwyższyła prognozy wzrostu rynku reklamy w 2008 roku do 12% z wcześniejszych 10-11% po zwyżce rynku reklamy o 17% w pierwszym półroczu, jednak podała wtedy, że spodziewa się w II półroczu ochłodzenia rynku reklamy, ale wynikającego raczej z efektu wysokiej bazy, a nie z potencjalnego spowolnienia gospodarki. Spółka prognozowała wtedy wzrost wydatków na reklamę w dziennikach o 4-5% w 2008 roku**.** Agora podtrzymuje swoje sierpniowe prognozy odnośnie wzrostu wydatków na reklamę w telewizji, radio i outdoorze. Obniżenie wydatków reklamowych w 2H2008 do poziomu prognozowanego przez spółkę oznacza niższe wpływy reklamowe Gazety o 12,5 mln PLN w stosunku do naszych pierwotnych oczekiwań. Na chwile obecną trudno nam oceniać, na ile tak słabe dane wynikają z nieatrakcyjności prasy dla reklamodawców, a na ile z dużo słabszej sytuacji gospodarczej niż wskazują na to bieżące dane makro. W 2001 roku rynek reklamy notował spadek, kiedy dynamika PKB obniżyła się do 2%. Słabość rynku jest dla Gazety niekorzystna, nadal jednak uważamy, że problem ten odczuje w dużo większym stopniu już nierentowna konkurencja. Przykładem ratunkowych działań może być ruch Prespubliki, które podwyższa cenę Rzeczpospolitej do 3,4 PLN z 3 PLN.

Kolejne akwizycje w internecie

Portal Edulandia.pl, należący wcześniej do Grupy Pracuj, oraz związane z nim serwisy edukacyjne: Studies.pl i Uczsiejezykow.pl, poszerzyły ofertę serwisów edukacyjnych Agory. Edulandia.pl to przede wszystkim bogata baza danych zawierająca informacje na temat ponad 20 tys. aktualnych ofert uczelni wyższych w Polsce i za granicą, szkół językowych oraz różnego rodzaju kursów. Model biznesowy serwisu Edulandia opiera się na sprzedaży instytucjom edukacyjnym usług reklamowych. Agora w tym sektorze oprócz Edulandii ma już kilka serwisów: GazetaEdukacja.pl, Lektury.Gazeta.pl, Uczymysie.pl, Zdajmy.pl. Spółka nie podała za jaką kwotę nabyła serwisy, co uniemożliwia pełną ocenę. Strategię w tym zakresie oceniamy pozytywnie.

Superstacja nie dla Agory?

Wg nieoficjalnych informacji nastąpił pat w rozmowach o sprzedaży 33% pakietu w rozrywkowo-informacyjnej telewizji Superstacja na rzecz Agory. Głównym problemem było to, kto w przyszłości będzie sprawował w telewizji kontrolę operacyjną. Agora chciała odkupić 33% udziałów od obu współwłaścicieli Superstacji – spółki Ster i Ryszarda Krajewskiego, którzy mają dziś po 50% udziałów w spółce – za 20 mln PLN w gotówce pod warunkiem, że za kilka lat mogłaby objąć w stacji pakiet kontrolny. Sprzedający (Ster) chce, by zarząd podejmował wszelkie kluczowe dla spółki decyzje jednomyślnie. To oznaczałoby, że bez zgody Steru w firmie nie mogłaby zapaść żadna istotna decyzja. Superstacja działa od dwóch lat, w tym roku ma być rentowna. We wrześniu jej udział w ogólnopolskiej widowni wynosił według AGB Nielsen Media Research 0,2%. Podobny problem pojawił się we wcześniejszych, zakończonych fiaskiem, rozmowach Polsatu z niemieckim wydawcą Axel Springer. Prawdopodobnie związany z Polsatem Ster (przez osobę głównego właściciela) obawia się, że pozbawiona jego kontroli Superstacja wyrośnie na konkurencję dla informacyjnego kanału Polsat News. Naszym zdaniem to dobra informacja dla akcjonariuszy Agory. Nie jesteśmy przekonani przez zarząd spółki, że Superstacja to dobra inwestycja.

Sprzedaż dzienników w sierpniu

Sierpniowe dane o sprzedaży dzienników potwierdzają dotychczasowe trendy. Wśród ogólnopolskich dzienników opiniotwórczych średnia dzienna sprzedaż Gazety wyniosła 395 tys. (-10%, r/r), Rzeczpospolitej 151,5 tys. (-6,7%, r/r), a Dziennika 158 tys. (-9,3%, r/r). Zupełnie inne dynamiki r/r zostały zanotowane przez wydawców w przypadku sprzedaży kioskowej i prenumeraty. W przypadku Gazety sprzedaż wyniosła 368,6 tys. (-15%), Rzeczpospolitej 131,4 tys. (-7%), a Dziennika zaledwie 86,8 tys. (-49%). W przypadku tego ostatniego inne płatne formy rozpowszechniania odpowiadały za 45,% sprzedaży ogółem. Dla Gazety jest to 6,7% a Rzeczpospolitej 13,3%. Ogólna tendencja spadku sprzedaży dzienników jest efektem częściowo związanym z ogólnoświatową tendencją wynikającą z rozwoju mediów elektronicznych, po części wynika z zawyżonej bazy czytelniczej ubiegłego roku związanej z wyborami parlamentarnymi. Podobnie, niekorzystne statystyki notują telewizyjne kanały informacyjne.

Koniec buy-backu, następny w drodze

Zgodnie z wcześniejszą uchwałą WZA program skupu akcji własnych zakończył się dnia 31 października 2008. W programie (od 14 lipca 2008) Agora nabyła łącznie 2,54 mln akcji własnych (4,62% kapitału) za łączną kwotę 71 mln PLN (średnia jednostkowa cena nabycia wyniosła 27,90 PLN). Zarząd deklaruje, że chce zrealizować całą kwotę 90 mln PLN jaką ZWZA postanowiło przeznaczyć na realizację programu. W związku z tym, zarząd rozważa zwołanie NWZA w celu uzyskania zgody na rozpoczęcie kolejnego programu wykupu akcji własnych, który będzie miał na celu zrealizowanie pozostałej kwoty 19 mln PLN. Obecny poziom notowań akcji spółki powoduje, że najlepszym wykorzystaniem wolnych środków finansowych jest dokończenie buy-backu, na co powinni wyrazić zgodę akcjonariusze.

Cyfrowy Polsat (Kupuj)

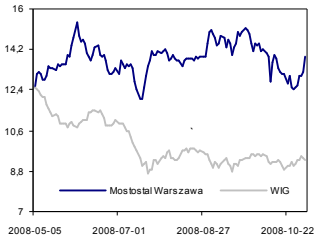
Cena bieżąca: 13,9 PLN **Cena docelowa: 16,7 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-09-12

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	493,8	796,7	61,3%	1 109,9	39,3%	1 267,5	14,2%
EBITDA	74,3	165,9	123,4%	335,5	102,2%	448,7	33,8%
marża EBITDA	*15,0%*	*20,8%*		*30,2%*		*35,4%*	
EBIT	41,7	145,1	247,8%	314,2	116,5%	427,0	35,9%
Zysk netto	55,7	113,4	103,6%	247,2	117,9%	342,6	38,6%
P/E	66,9	32,9		15,1		10,9	
P/CE	42,3	27,8		13,9		10,2	
P/BV		61,0		20,2		10,5	
EV/EBITDA	51,9	22,9		11,1		8,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		3,3		4,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	268,3
MC (cena bieżąca)	3 729,7
EV (cena bieżąca)	3 723,7
Free float	31,8%
Zmiana ceny: 1m	*-1,6%*
Zmiana ceny: 6m	*6,9%*
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	15,4
Min (52 tyg.)	12,0



Kurs akcji Cyfrowego Polsatu powinien być w tym miesiącu wspierany przez publikację dobrych wyników trzeciego kwartału. Z drugiej jednak strony we wrześniu ceny akcji spółki spadły o 8,1%, podczas gdy główny indeks obniżył notowania aż o 24%. Wskazywać to może na znacznie mniejszy potencjał wzrostowy w porównaniu do szerokiego rynku. Z tego też względu przewidujemy, że listopad będzie dla akcji spółki okresem poruszania się w trendzie bocznym i w zależności od tego czy rynek będzie rósł, czy spadał akcje Cyfrowego Polsatu zapewnią odpowiednio niższą lub wyższą stopę zwrotu niż indeks WIG.

Canal Plus zapowiada wzrost

Canal Plus Cyfrowy, operator platformy cyfrowej Cyfra Plus, chce zwiększyć liczbę abonentów do 1,3 mln z obecnych 1,1 mln. Spółka liczy też, że jej wyniki finansowe będą lepsze niż w 2007 roku. W pierwszym półroczu 2008 roku EBITDA Canal Plus Cyfrowy wyniosła 145 mln PLN wobec 133 mln PLN przed rokiem, a przychody odpowiednio 487 mln PLN wobec 453 mln PLN. Canal Plus Cyfrowy będzie zainteresowany uczestnictwem w przetargach na multipleksy cyfrowe, gdy zostaną ogłoszone a także uczestnictwem w konkursie na telewizję mobilną (DVB-H). Prezes zaprzeczył plotkom, jakoby TPSA czy TVN miały kupić Cyfrę.

Zarząd zadowolony z wyników 3Q, dywidenda nawet do 66% zysku

Zdaniem prezesa spółki, pana Dominika Libickiego wyniki Cyfrowego Polsatu w trzecim kwartału były dobre, a ewentualne pogorszenie sytuacji gospodarczej w Polsce nie powinno stanowić zagrożenia dla wyników spółki za cały 2008 rok oraz w 2009 roku. Cyfrowy Polsat będzie zainteresowany funkcją operatora drugiego multipleksu, jednak ostateczną decyzję podejmie po ogłoszeniu warunków konkursu. Ponadto Pan Libicki stwierdził, że dywidenda za 2008 rok może wynieść 66% wypracowanego w bieżącym roku zysku, jeżeli na rynku nie pojawią się ciekawe projekty lub okazje inwestycyjne, przy czym głównym celem mogłoby być przejęcie Cyfry Plus. W 2009 roku Cyfrowy Polsat może też włączyć do swojej oferty usługę dostępu do Internetu jednak do końca roku potrwa analiza dostępnych technologii. Wypowiedź Prezesa spółki potwierdza nasze przypuszczenia dotyczące bardzo dobrych wyników Cyfrowego Polsatu w 3Q2008. W odniesieniu do ewentualnego przejęcia Cyfry Plus uważamy je za mało realne. Potencjał finansowy Cyfrowego Polsatu wciąż jest niewiele większy od potencjału Cyfry, która zarobiła w zeszłym roku 176 mln PLN, a w tym na pewno jeszcze poprawi swój wynik. Kwota jaką przyszłoby zapłacić za Cyfrę może więc znacznie przekraczać możliwości Cyfrowego Polsatu. Ponadto rynek płatnej telewizji nadal rośnie i wydaje się mało prawdopodobne, by Cyfra chciała się sprzedawać swojemu największemu konkurentowi już teraz, kiedy nie wyczerpała jeszcze swojego potencjału rozwoju. Trzecim argumentem jest fakt ścisłej współpracy Cyfry Plus z Telekomunikacją, która może wskazywać na przejęcie Cyfry właśnie przez Telekomunikację Polską, bądź też na połączenie na szczeblu spółek-matek obydwu podmiotów. Z tego względu wypłatę dywidendy w wysokości 66% zysku oceniamy jako bardzo realną. Pomysł zostania operatorem multipleksu oraz zaoferowania swoim abonentom dostępu do Internetu oceniamy bardzo pozytywnie. Ten drugi nie tylko poprawi osiągane ARPU, ale również zwiększy lojalność abonentów. Dodatkowo (po uruchomieniu MVNO) Polsat posiadać będzie triple play, co może ułatwić mu konkurowanie z sieciami kablowymi (przewagą Cyfrowego Polsatu byłaby oferta cyfrowa i dostępność kanałów HD), co otwierałoby przed spółką dużą, niedostępną do tej pory część rynku.

Wywiad z prezesem Libickim

W wywiadzie dla Gazety Prawnej prezes Cyfrowego Polsatu wypowiadał się na temat wpływu spowolnienia gospodarczego na kondycję spółki, stwierdzając, że w skrajnym przypadku kryzys może spółce nawet pomóc, gdyż wpłynie na odwrócenie się Polaków od droższych rozrywek, takich jak kino, teatry i restauracje w kierunku telewizji, co może wpłynąć na wyższe tempo

przyrostu abonentów. Prezes Libicki potwierdził również po raz kolejny zainteresowanie Cyfrowego Polsatu pozycją aktywnego operatora drugiego multipleksu cyfrowej telewizji naziemnej i wyraził chęć współfinansowania zakupu dekoderów w przypadku wybrania jego spółki na operatora oraz przeznaczenia części multipleksu na płatną ofertę telewizyjną. W kontekście ewentualnego przejęcia Cyfry Plus, Cyfrowy Polsat nie prowadzi obecnie żadnych rozmów, jednak byłby zainteresowany zakupem konkurenta. Zgadzamy się z niewielkim wpływem dekoniunktury w gospodarce na Cyfrowy Polsat. Uważamy, że nawet w niesprzyjających warunkach spółka będzie miała wpływ abonentów netto, jednak wydaje się nam, że mimo wszystko byłby on większy w czasie boomu gospodarczego, gdyż naszym zdaniem duża część osób, których stać na płatną telewizję naziemną już ją ma, zatem odwracanie się od kina czy teatru będzie miało charakter defensywny dla platform natomiast nie powinno wpłynąć na ich większą ekspansję. Na temat szans na przejęcie Cyfry Plus wypowiadaliśmy się we wcześniejszych komentarzach oceniając je jako nikłe w obecnych warunkach rynkowych.

Wojna pomiędzy Cyfrowym Polsatem a 'n'

Obie platformy cyfrowe zarzucają sobie nieuczciwą konkurencję i zapowiadają złożenie wniosków do UOKiK w celu rozpatrzenia ich skarg. Platforma 'n' zarzuca konkurentowi blokowanie jej dostępu do punktów dystrybucyjnych, co było już obiektem badań UOKiK kilka miesięcy temu i zostało rozpatrzone na korzyść Cyfrowego Polsatu. Z kolei Cyfrowy Polsat zarzuca 'n' stosowanie podwójnej oferty mającej na celu odebranie klientów zarówno jemu jak i Cyfrze Plus, co również ma być rozpatrzone pod kątem złamania zasad konkurencji. Konkurencja na rynku platform zaostrza się i zwłaszcza w gorącym okresie przedświątecznym, najważniejszym dla całego rynku próba zablokowania konkurencji skargą do UOKiK wydaje się codziennością. Nie sądzimy, by któraś ze skarg została pozytywnie rozpatrzona przez Urząd, ale niewątpliwie sytuacja psuje atmosferę wokół rynku.

Start platformy Telekomunikacji Polskiej

Telekomunikacja Polska uruchomiał planowany od dłuższego czasu projekt cyfrowej platformy satelitarnej stając się czwartym operatorem w Polsce. Cena oferowanych usług będzie wahać się między 60 PLN a 90 PLN w ramach których będzie można otrzymać ponad 32 kanały polskie i zagraniczne oraz ponad 200 kanalów FTA. nadawanych z satelity HotBird. Różnica w cenie wynika jednak nie ze zróżnicowanej oferty programowej lecz z prędkości Neostrady, która będzie sprzedawana razem z ofertą telewizyjną. W przyszłości TP chciałaby ujednolicić ofertę IPTV i platformy cyfrowej tak by stanowiła jedną przeznaczoną dla dwóch środków dystrybucji. Czas wejścia na rynek wydaje się trafiony, gdyż satelita mimo dużych problemów pojawiła się przed najważniejszym okresem w roku, czyli grudniem i końcem listopada. Wciąż brak jest jednak silnego wsparcia marketingowego nowego projektu i wcześniejszy start może przejść niezauważony przez potencjalnych klientów. Wobec tego faktu oraz niewielkiego wachlarza pakietów telewizyjnych (jeden podstawowy +możliwość dokupienia Multipakietu Canal+) wydaje się, że w parze Internet + telewizja ta druga może być zaniedbywanym dzieckiem. Czynnikiem wzmacniającym ofertę TP jest jednak łączenie usług. Wyłączając cenę Internetu według cennika bezpieczna neostrada, koszt pakietu telewizyjnego to około 15 PLN przy 12 miesięcznej umowie.

TVN (Akumuluj)

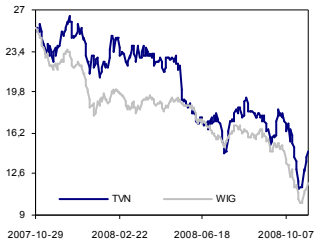
Cena bieżąca: 14,6 PLN **Cena docelowa: 21 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-13

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 165,0	1 554,7	33,5%	1 842,2	18,5%	2 078,2	12,8%
EBITDA	399,8	554,1	38,6%	671,3	21,1%	761,0	13,4%
marża EBITDA	*34,3%*	*35,6%*		*36,4%*		*36,6%*	
EBIT	348,4	482,1	38,4%	593,6	23,1%	676,8	14,0%
Zysk netto	258,8	243,3	-6,0%	359,8	47,9%	432,7	20,3%
P/E	19,4	20,8		14,1		11,8	
P/CE	16,2	16,1		11,6		9,8	
P/BV	4,1	3,5		3,0		2,6	
EV/EBITDA	14,4	10,4		9,0		8,1	
Dyield (%)	0,0	2,6		2,6		2,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	348,3
MC (cena bieżąca)	5 085,3
EV (cena bieżąca)	6 047,9
Free float	38,8%
Zmiana ceny: 1m	*-14,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-34,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-41,6%*
Max (52 tyg.)	26,4
Min (52 tyg.)	11,3



Początek miesiąca upłynie pod znakiem bardzo pomyślnych wiadomości. Najpierw opublikowano rekordowe wyniki oglądalności stacji TVN w październiku. Następnie News Corporation poinformował o wycofaniu się z inwestycji w TV Puls, a telewizja 'n' osiągnęła na koniec października liczbę 400 tysięcy abonentów w znaczący sposób powiększając ich liczbą w ciągu ostatnich dwóch miesięcy. Dodajmy do tego publikację wyników spółki za trzeci kwartał, które w naszej ocenie przynajmniej na poziomie operacyjnym powinny zostać odebrane jako pozytywne i mamy wymarzony początek miesiąca, który niechybnie wesprze notowania spółki. Zwracamy jednak uwagę na rosnące zagrożenie płynące ze spowolnienia w gospodarce, które z opóźnieniem przełoży się na TVN. Dyskontowanie przez inwestorów takiego scenariusza może nie nastąpić jeszcze w tym miesiącu jednak należy się liczyć z takim ryzykiem w najbliższym czasie.

Wzrost rynku reklamy w III kwartale

Według danch AGB Nielsen rynek reklamy urósł w trzecim kwartale bieżącego roku o 17,6%. W sumie wydatki reklamowe, po uwzględnieniu rabatów i upustów mają zdaniem AGB wynieść 1,0-1,2 mld PLN. Najszybciej według cenników rosły wpływy reklamowe Polsatu (37,4%), na drugim miejscu był TVN (19,3%). Ponadto bardzo dynamiczny wzrost odnotowały budżety reklamowe stacji tematycznych. Informacja pokrywa się z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami dotyczącymi rynku reklamy w trzecim kwartale. Dynamiki wpływów zaprezentowane przez AGB dotyczą przychodów bez potrącania rabatów i upustów i nie należy ich traktować jako wyznacznika dynamik sprzedaży poszczególnych stacji. Naszym zdaniem dynamiki te będą w przypadku wyższe choćby ze względu na przechodzenie z systemu sprzedaży czasu reklamowego w punktach ratingowych do sprzedaży według stałego cennika. Coraz więcej czynników wskazuje też na to, że pomyślny powinien być dla stacji telewizyjnych czwarty kwartał.

Wyniki oglądalności stacji telewizyjnych we wrześniu

Według danych podanych przez AGB Nielsen Media Research oglądalność TVN we wrześniu wyniosła 18,0% przy 16,74% odnotowanych we wrześniu ubiegłego roku. Tym samym TVN był obok TV Puls (wzrost oglądalności z 0,55% do 0,89%) jedyną stacją ogólnopolską, która poprawiła osiągnięte przed rokiem wyniki. Pozostali, czyli TVP1 (spadek z 21,98% do 21,23%), TVP2 (spadek z 18,4% do 16,94%), Polsat (spadek z 16,52% do 14,94%), TV4 (spadek z 2,4% do 1,87%) i TVPInfo (spadek 4,41% do 3,7%) odnotowały pogorszenie rezultatów. Gorsze wyniki zanotowały też dwie stacje tematyczne Grupy TVN: TVN24, którego oglądalność wyniosła 2,81% (przed rokiem 3,41%) i TVN7 z oglądalnością na poziomie 1,49% (1,62%). Podane wyniki oglądalności są bardzo dobrą informacją dla TVN. Mimo zwiększonej w tym sezonie jesiennym konkurencji, stacji znów udało się zdobyć palmę pierwszeństwa w opinii telewidzów. Wrześniowe rezultaty są o tyle ważne, że tendencja powinna utrzymać się przez cały jesienny sezon obejmujący również kluczowe dla branży telewizyjnej październik i listopad. Wobec znacznego pogorszenia wyników konkurencji (spadek notowań Polsatu o ponad 1,5%, Dwójki o blisko 1,5%) TVN będzie postrzegany przez reklamodawców jako gwarancja dotarcia z reklamą do szerokiej grupy widzów, co korzystnie przełoży się na sprzedaż czasu reklamowego mimo znacznych podwyżek jego ceny.

Cennik na październik o 35% w górę

Ceny reklam według stałego cennika w kanale TVN wzrosły w październiku o około 35% w porównaniu do września. W podobnym wymiarze wzrosły ceny w Polsacie. Zwyżkę cen w TVP ocenia się na kilkanaście procent. Metoda liczenia zmian w przychodach stacji na podstawie wzrostem średniej ceny w cenniku jest obarczona dużym błędem. Nie spodziewamy się by wzrost przychodów za ten miesiąc osiągnął aż taką skalę, nie mniej biorąc pod uwagę, że cały październikowy czas reklamowy został już sprzedany należy się spodziewać, że czwarty kwartał może być dla spółki bardzo pomyślny.

TVN nie widzi oznak spowolnienia na rynku reklamy

Zdaniem prezesa TVN, pana Piotra Waltera nie widać oznak spowolnienia na rynku reklamy telewizyjnej. Pan prezes zapowiedział również dwucyfrowy wzrost cen reklam w listopadzie w ujęciu m/m. Pan Walter zwrócił uwagę na bardzo dobry start jesiennej ramówki oraz dobre wyniki oglądalności stacji TVN we wrześniu. Ewentualna korekta prognoz ma nastąpić do 7 listopada. Zgadzamy się z Zarządem w kwestii perspektyw dla trzeciego i czwartego kwartału. Naszym zdaniem TVN nie ucierpi w tym okresie na zawirowaniach na rynkach finansowych. Jesteśmy nieco bardziej sceptyczni w stosunku do 2009 roku, jednak biorąc pod uwagę dobrą obecną sytuację makroekonomiczną kraju cięcia budżetów reklamowych mogą wystąpić w Polsce ze znacznym przesunięciem w stosunku do krajów dotkniętych kryzysem finansowym.

Pierwszy multipleks bez TVN i Polsatu?

Na rozprawie administracyjnej w sprawie naziemnej telewizji cyfrowej obecni byli jedynie przedstawiciele TV Puls i TVP. Zdaniem prezes UKE, pani Anny Strężyńskiej możliwe jest podzielenie pierwszego multipleksu pomiędzy te dwie stacje bez udziału TVN i Polsatu, a ostateczna decyzja zostanie podjęta w ciągu kilku tygodni. W naszej opinii stacje komercyjne są w tym momencie w bardzo korzystnej pozycji przetargowej w stosunku do UKE. Dzięki powiązanym z sobą szybko rozwijającym się platformom cyfrowym maja zapewnioną dystrybucję swoich kanałów. Z drugiej strony projektowi naziemnej telewizji cyfrowej trudno będzie się przebić bez udziału dwóch najważniejszych graczy. Multipleksy z kanałami telewizji publicznej oraz kilkoma startupowymi programami nie będzie w stanie zachęcić Polaków do kupna dekoderów. Z punktu widzenia interesu obu stron najrozsądniejsze wydaje się umieszczenie na pierwszym multipleksie wszystkich dotychczasowych graczy bez konieczności ich rezygnacji z posiadanych częstotliwości analogowych przed upływem ich koncesji.

TV Puls chce mieć kanały tematyczne

Telewizja Puls złożyła do KRRITV wniosek o przyznanie koncesji na nadawanie dwóch nowych kanałów tematycznych – Puls News i Puls Rozrywka. Kanały te mają być nadawane w telewizjach kablowych i na platformach cyfrowych. Docelowo mogą też trafić na multipleksy naziemnej telewizji cyfrowej. Jeszcze kilka miesięcy temu pomysł uruchomienia przez TV Puls stacji informacyjnej można było uznać za ciekawe uzupełnienie oferty. Jednak po tym jak stacja zwolniła w dość nieprzyjemnych okolicznościach ponad stu dziennikarzy pracujących przy serwisie informacyjnym Puls Raport, zbudowanie stającego na wysokim poziomie zespołu dziennikarskiego dla całej stacji tematycznej wydaje się trudnym zadaniem. W powodzeniu projektu nie będzie na pewno pomagał fakt, że stacje tematyczne ostatnio tracą oglądalność, a rynek jest już nasycony przez trzy tego typu kanały.

Polsat chce wejść do multipleksu

Przedstawiciele Polsatu zapowiedzieli, że złożą kolejny wniosek o przyznanie miejsca na multipleksie naziemnej telewizji cyfrowej uwzględniający tym razem zamianę częstotliwości analogowych na cyfrowe. Rezygnacja z częstotliwości analogowych miałaby być jednak obwarowana warunkiem odpowiedniego zasięgu nadawania cyfrowego w momencie oddawania częstotliwości cyfrowych. Ruch Polsatu w zasadzie niewiele zmienia. Stacja wciąż chce mieć gwarancje zasięgu projektu cyfrowego, co jest zrozumiałe, gdyż w wypadku powolnego rozwoju cyfryzacji zarówno Polsat jak i TVN musiałyby zrezygnować z prawie 100% zasięgu na rzecz znacznie mniejszego co stanowiłoby katastrofę dla możliwości zarobkowych koncernów, gdyż siłą rzeczy musiałyby spaść przychody reklamowe od reklamodawców.

Polsat chce wprowadzić swoje stacje tematyczne do kablówek

Władze Polsatu negocjują z operatorami telewizji kablowych wprowadzenie kanałów Polsat News, Polsat Cafe i Polsat Play do oferty kablówek. Pakiet kanałów miałby kosztować 2 PLN miesięcznie. W chwili obecnej nie uważamy by kanały tematyczne Polsatu stanowiły konkurencję dla TVN i jej kanałów tematycznych, gdyż cieszą się one sporą popularnością, o wiele większą niż kanały polsatowskie. W związku z tym trudno będzie operatorom zastąpić powyższe kanały nie obniżając konkurencyjności swojej oferty, na co wobec zaostrzającej się konkurencji na rynku płatnej telewizji i zagrożenia zwłaszcza ze strony platform cyfrowych, operatorzy kablówek nie mogą sobie z reguły pozwolić. Większe zagrożenie widzimy w dłuższej perspektywie, kiedy przy uzyskaniu większej popularności kanały Polsatu mogą stać się realnym substytutem kanałów TVN i wtedy rzeczywiście zagrozić takim kanałom jak TVN24 czy TVN Style podcinając przede wszystkim możliwość dalszego zwiększania opłat licencyjnych.

TVN i Polsat składają wnioski o rezerwację częstotliwości na multipleksie

Dwie komercyjne stacje złożyły wnioski o przyznanie im miejsca na multipleksie naziemnej telewizji cyfrowej. W zamian zdecydowane są oddać po 2012 część swoich częstotliwości analogowych, jednak warunkiem jaki stawiają jest posiadanie na ten moment cyfrowego dekodera przez 99% gospodarstw domowych. Zdaniem UKE nierealne jest dokładne sprawdzenie czy taka liczba ma dekoder do odbioru telewizji cyfrowej. Stacje wciąż obstają przy kluczowym dla siebie warunku gwarancji zasięgu telewizji cyfrowej. Według opinii UKE nierealne jest nie tyle dokładne sprawdzenie liczby odbiorców telewizji cyfrowej, co osiągnięcie takiej ilości w tak

krótkim czasie. W dużo lepiej przygotowanej pod tym względem Wielkiej Brytanii w 2007 roku, pięć lat po uruchomieniu telewizji naziemnej, cyfrową telewizję odbierało 61% odbiorników telewizyjnych (około 76% gospodarstw domowych), w tym nieco ponad 36% z multipleksu naziemnej telewizji cyfrowej. Jeżeli więc Polska powtarzałaby model brytyjski uzasadniona wydaje się walka stacji o gwarancje zasięgu i jak najdłuższe nadawanie analogowe.

Utworzenie spółki SunWeb

Grupa Onet poinformowała o zawiązaniu spółki SunWeb, która będzie w 100% należeć do tego podmiotu. Przedmiotem działalności spółki będzie oferowanie i rozwój oprogramowania w obszarze handlu internetowego, co ma stanowić element realizacji strategii Grupy TVN w obszarze e-commerce. E-commerce był w ostatnich kilku latach niezwykle dynamicznie rozwijającym się rynkiem, którego wartość na koniec 2006 roku przekroczyła w Polsce 5 mld PLN. Szersze wejście w ten rynek jest zatem ciekawym pomysłem i dopełnieniem obecności Grupy w tym rynku poprzez MangoMedia. Choć w przypadku ewentualnego spowolnienia, rynek ten z pewnością będzie się rozwijał wolniej niż dotychczas, to wciąż tempo jego rozwoju powinno być wyższe niż oczekiwane tempo wzrostu rynku reklamowego.

WSiP (Kupuj)

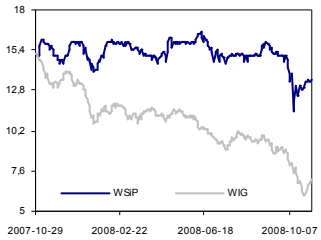
Cena bieżąca: 13,5 PLN **Cena docelowa: 18,4 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-22

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	253,4	224,9	-11,3%	190,7	-15,2%	192,6	1,0%
EBITDA	30,7	34,6	12,7%	41,3	19,4%	42,5	2,9%
marża EBITDA	*12,1%*	*15,4%*		*21,7%*		*22,1%*	
EBIT	23,2	29,8	28,7%	37,6	26,0%	38,6	2,6%
Zysk netto	20,1	49,2	144,9%	33,0	-32,8%	33,5	1,3%
P/E	21,0	7,2		10,1		10,0	
P/CE	15,3	6,6		9,1		8,9	
P/BV	3,5	2,9		3,2		3,1	
EV/EBITDA	11,1	8,3		6,8		6,7	
Dyield (%)	0,0	7,9		14,7		9,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,8
MC (cena bieżąca)	334,0
EV (cena bieżąca)	280,5
Free float	40,5%
Zmiana ceny: 1m	*-5,4%*
Zmiana ceny: 6m	*-14,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-10,1%*
Max (52 tyg.)	16,6
Min (52 tyg.)	11,5



W ubiegłym miesiącu akcje WSiP potaniały o 8,5%, co było wynikiem zdecydowanie lepszym od głównych indeksów giełdowych: WIG spadł w tym czasie o 24,0% a WIG20 o 23,4%. W tym miesiącu kurs akcji spółki powinien być dodatkowo wspierane publikacją wyników finansowych za trzeci kwartał, który tradycyjnie dopowiada za większość wypracowanych przez spółkę przychodów i zysków operacyjnych. W związku z powyższy uważamy, że akcje spółki powinny zachowywać się stabilnie poruszając się w trendzie bocznym w stosunku do październikowego zamknięcia.

Zakup Zielonej Sowy, podniesienie prognoz jednostkowych

Według informacji Parkietu WSiP przejmie wydawnictwo Zielona Sowa zajmujące się m.in. literaturą dziecięcą i młodzieżową oraz wydającą lektury szkolne, słowniki, rozmówki językowe, encyklopedie i leksykony. Zeszłoroczne przychody spółki to 16,4 mln PLN. Ponadto w najbliższym czasie ma dojść do podniesienia prognoz jednostkowych wyników spółki. Zakup Zielonej Sowy będzie miał na celu przede wszystkim zmniejszyć sezonowość sprzedaży Grupy, gdyż obecnie 70% obrotów realizowane jest w trzecim kwartale. Przejmowane Wydawnictwo funkcjonuje w segmencie literatury dla najmłodszych dzieci, a więc tam, gdzie spółka ma już ugruntowaną pozycję. W przypadku dalszych przejęć można się więc spodziewać zakupu podmiotów operujących w segmentach starszych dzieci – gimnazjów i szkół średnich.

Zakup Zielonej Sowy

Po długich negocjacjach Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne dokonały zakupu „Zielonej Sowy" krakowskiego wydawnictwa zajmującego się prasą dziecięcą. Kwota zakupu to 13,3 mln PLN, przy czym 10,3 mln PLN zostało zapłacone w momencie podpisania umowy, a pozostałe 3 mln płatne będą w trzech ratach w ciągu roku. W 2007 roku Zielona Sowa miała 16,5 mln przychodów i 1,52 mln zysku netto. Zakup uważamy za pozytywną informację. Cena zakupu implikuje P/E dla przejmowanego podmiotu na poziomie 8,75, czyli poniżej obecnego wskaźnika dla Wydawnictw wynoszącego według naszych prognoz 9,7. Ponadto zakup korzystnie wpłynie na zmniejszenie dużej sezonowości jaką charakteryzuje się sprzedaż WSiP.

Sektor IT

Asseco Poland

Asseco Poland: Kontrakt z PZU, 300 mln zysku netto w 2008 roku realne

Asseco podpisała umowę z Powszechnym Zakładem Ubezpieczeń na utrzymanie i modyfikację oprogramowania systemów Insurer i FKX. Wartość netto kontraktu to około 110 mln PLN. Ponadto wiceprezes spółki, pan Piotr Jeleński wypowiedział się na temat rynkowego konsensusu zysku netto na bieżący rok na poziomie 294 mln PLN, stwierdzając, ze jest on jak najbardziej realny do osiągnięcia. Obie wiadomości należy odczytywać pozytywnie. Kontrakt z PZU jest znacznej wartości nawet uwzględniając skalę działalności spółki. Z kolei pozytywny odzew spółki na temat konsensusu podnosi pewność inwestorów w kwestii powyższych szacunków.

Zakup Systemów informacyjnych Kapitał

Asseco poinformowało w komunikacie o zakupieniu 1005 udziałów w spółce Systemy Informacyjne Kapitał za 50 mln PLN. Przejęta spółka istnieje od 1996 roku, zatrudnia 17 osób i działa głównie w segmencie bankowym. Zajmuje się produkcją i wdrażaniem oprogramowania z zakresu zarządzania płynnością i pozycją finansową banków. Asseco zapłaciło za pakiet akcji 25 mln PLN. Pozostała kwota zostanie uiszczona w dwóch ratach po 12,5 mln PLN odpowiednio do 30 lipca 2010 roku i 30 lipca 2011 pod warunkiem osiągnięcia przez Kapitał za lata obrotowe 2008 i 2009 zysku netto przekraczającego 8 mln PLN. Akwizycja nie wpływa znaczącą na wyniki finansowe Grupy. Motywacją przejęcia było przede wszystkim zdobycie oprogramowania szeroko stosowanego przez wiele banków w Polsce, m.in. PKO BP, Nordea, Millenium, Getin, BGŻ. W przypadku wypełnienia warunków umowy wskaźnik P/E nią implikowany wynosi 6,25 co czyni też transakcję korzystna również pod względem parametrów przejęcia.

Comarch

15% wzrostu przychodów trudne do osiągnięcia

Zdaniem prezesa Comarchu, pana Janusza Filipiaka nieoficjalne cele finansowe wyznaczone przez spółkę na bieżący rok w postaci 15% dynamiki przychodów mogą być trudne do osiągnięcia. Zdaniem pana Prezesa wzrost przychodów może się wahać w okolicach 10%. W związku z oczekiwanym przez Comarch chłodzeniem koniunktury w branży spółka zdecydowała się zrezygnować z kilku wydatków, m.in. nie zdecydowano się na przeniesienie kilku oddziałów do większych biur, ścięto wydatki na reklamę i marketing. Przychylamy się do stanowiska spółki, że w wypadku znacznego spowolnienia gospodarczego w Polsce sektor IT może być tym który mocno ucierpi. Ponadto uważamy, że spółce trudno będzie przekroczyć 10% dynamiki na przychodach i spodziewamy się, że całoroczne tempo wzrostu powinno wahać się w granicach 5 - 7%.

Dwie umowy z Accounting Plaza CE

Comarch zawarł z Accounting Plaza Central Europe dwie umowy dotyczące outsourcingu przetwarzania dokumentów oraz hostingu infrastruktury sprzętowej w Comarch Data Center. Łączna wartość obu umów to 7 mln PLN. Pierwsza z umów dotyczy świadczenia usług na bazie rozwiązania Document Management System (DMS). Druga z umów wiąże się z przeniesieniem i konfiguracją infrastruktury technicznej, dostarczeniem szerokopasmowych łączy pomiędzy lokalizacją klienta a Comarch Data Center, łączy do internetu oraz uruchomieniem usługi zdalnego dostępu do systemów.

Qumak Sekom

Zarząd zadowolony z trzeciego kwartału, brak decyzji o zmianie prognoz

Prezes spółki, pan Paweł Jaguś poinformował, że trzeci kwartał był dla spółki bardzo udany, jednak ze względu na niestabilne otoczenie makroekonomiczne Qumak nie podniesie na razie tegorocznych prognoz wyników finansowych, co sygnalizował po wynikach drugiego kwartału. Prognoza ta zakładała osiągnięcie 250 mln PLN przychodów, 15,5 mln PLN zysku operacyjnego oraz 12,5 mln PLN zysku netto. Portfel zamówień spółki na 2009 rok wynosi 120 mln PLN. Brak decyzji o podniesieniu prognoz może oznaczać, że wyniki trzeciego kwartału chociaż dobre, to nie stanowią odpowiedniego bodźca do wykonania takiego ruchu. Samo wypełnienie starej prognozy będzie już dobrym sygnałem, gdyż przy obecnej kapitalizacji spółki będzie implikowało P/E na poziomie 8,0. Dodatkowo korzystnie wygląda portfel kontraktów podpisanych na 2009 rok, który stanowi około 50% zakładanych na bieżący rok przychodów.

Umowa z Komendą Główną Policji

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu kontraktu na przebudowę budynku Komendy Głównej Policji w Warszawie wraz z infrastrukturą techniczną , włączającą w to opracowanie koncepcji programowo-przestrzennej, wykonanie dokumentacji projektowej, wykonanie robót budowlanych i instalacyjnych oraz montaż i uruchomienie wyposażenia inwestycji. Wynagro-

dzenie z tytułu umowy wyniesie do 49,9 mln PLN brutto i składać się na nie będzie wynagrodzenie ryczałtowe w wysokości 1,22 mln PLN oraz 48,7 mln PLN wynagrodzenia kosztorysowego wynikającego z przedstawionych kosztorysów płac. Termin wykonania prac to 365 dni kalendarzowych. Jest to bardzo duży kontrakt, którego wartość netto wyniesie około 41 mln PLN, co stanowi około 20% zeszłorocznych przychodów spółki i 40% przychodów wypracowanych w pierwszym półroczu bieżącego roku. Biorąc pod uwagę terminarz prac kontrakt ten nie wpłynie w znaczący sposób na wyniki 2008 roku i nie wpłynie na decyzję o podniesieniu tegorocznych prognoz. Stanowi za to ważne zabezpieczenie bazy przychodowej na 2009 rok, co w perspektywie spodziewanego przez wszystkich spowolnienia gospodarczego ma istotny wpływ na utrzymanie w przyszłości dobrych wyników finansowych.

Sygnity

Raport półroczny, korekta wyników po drugim kwartale

Spółka zanotowała w pierwszym półroczu 2008 roku 24,7 mln PLN straty netto oraz 26,7 mln PLN straty operacyjnej. Zgodnie z raportem za drugi kwartał wyniki te wynosiły odpowiednio 18,0 mln PLN straty i 17,8 mln PLN straty. Różnica wynika z anulowania transakcji sprzedaży spółek Geomar i KPG oraz z utworzenia 1,9 mln PLN rezerwy na potencjalne zobowiązania wobec Urzędu Skarbowego. Rynek miał świadomość korekty jaka czeka sprawozdanie półroczne w związku z nie dojściem do skutku sprzedaży podmiotów zależnych. Pewnym zaskoczeniem może być jednak utworzenie rezerwy na zobowiązania wobec US. Nie pogarsza to w sposób znaczący wyników operacyjnych spółki jednak niweluje w pewien sposób pozytywny oddźwięk płynący z osiągnięcia pozytywnego wyniku operacyjnego w drugim kwartale. Ponadto utrudnia negocjacje w kwestii przedłużenia finansowania bankowego prowadzone obecnie przez spółkę.

Finansowanie bankowe przedłużone do 30 marca 2009 roku

Sygnity poinformowało w komunikacie o podpisaniu porozumienia z trzema bankami: Pekao, BRE Bankiem i Raiffeisen Bank Polska w sprawie dalszego finansowania działalności spółki. Wynegocjowane finansowanie będzie obowiązywało do 30 marca 2009 roku, a jego warunki zostały ujednolicone dla wszystkich banków. Nieznane są warunki nowego finansowania, ale należy oczekiwać, że marże wynegocjowane przez banki są wyższe niż w poprzedniej linii kredytowej. Mimo to informację o osiągnięciu porozumienia należy odczytywać jako bardzo dobrą dla Sygnity, gdyż dalsze kredytowanie jest dla spółki kwestią kluczową a wobec narastającego niepokoju w sektorze finansowym nie było wcale rzeczą pewną.

Umowa z Komendą Główną Policji

Sygnity w konsorcjum z Comp Safe Suport oraz Unisonem zawarło umowę z Komendą Główną Policji na dostawę 3223 sztuk mobilnych terminali noszonych (MTN) wraz z oprogramowaniem wspierających ich działanie. Kwota kontraktu to 18,93 mln PLN. Sygnity stara się ograniczać kontrakty sprzętowe ze względu na ich niską marżowość i sporą kwotę gotówki konieczną do zamrożenia w kapitale obrotowym. Wyjątkiem są kontrakty na mobilne terminale dla policji, gdyż dzięki większemu zaawansowaniu technicznemu gwarantują wyższe marże.

Dystrybutorzy IT

AB (Trzymaj)

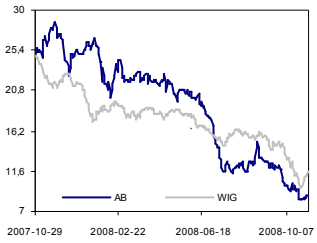
Cena bieżąca: 8,8 PLN **Cena docelowa: 12,8 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 230,2	3 100,4	152,0%	3 069,0	-1,0%	3 364,2	9,6%
EBITDA	16,8	41,2	145,9%	53,7	30,2%	58,4	8,9%
marża EBITDA	*1,4%*	*1,3%*		*1,7%*		*1,7%*	
EBIT	15,4	38,2	148,4%	48,4	26,4%	52,9	9,4%
Zysk netto	9,6	19,7	104,5%	25,8	30,9%	29,9	16,1%
P/E	10,7	7,1		5,4		4,7	
P/CE	9,4	6,2		4,5		4,0	
P/BV	1,4	0,7		0,6		0,5	
EV/EBITDA	10,7	7,5		5,9		5,6	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	16,0
MC (cena bieżąca)	140,4
EV (cena bieżąca)	316,1
Free float	37,9%
Zmiana ceny: 1m	*-12,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-56,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-65,1%*
Max (52 tyg.)	28,7
Min (52 tyg.)	8,3



Akcje AB potaniały w październiku o 21,2%, zachowując się nieco lepiej od szerokiego rynku akcji. Po słabych wynikach drugiego kwartału publikowane w bieżącym kwartale wyniki trzeciego powinny dać odpowiedź na pytanie, czy problemy związane z wojną konkurencyjną na rynku czeskim należą już do przyszłości i czy spółka jest w stanie udźwignąć fuzję jaką przeprowadziła w zeszłym roku. Rekomendujemy trzymanie akcji AB.

Sieć sprzedaży detalicznej w Czechach wzrośnie do 170 salonów

Spółka poinformowała w komunikacie, że zamierza w przyszłym roku zwiększyć liczbę salonów Comfor ze 165 do 170. Liczba salonów własnych ma wzrosnąć z obecnych 20 do 23 na koniec przyszłego roku. Spółka wiąże duże nadzieje z rynkiem czeskim stąd konsekwencja w powiększaniu sieci sprzedaży. Wyniki drugiego kwartału pokazały pewne trudności w zdobywaniu tamtejszego rynku wynikające z panującej tam wojny cenowej. Zapowiedź powiększenia liczby salonów wskazywać by mogła na poprawienie sytuacji na tamtejszym rynku.

Umowę o współpracy z HP Tronic

W ramach umowy o współpracę grupa AB stanie się dostawcą produktów do placówek HP Tronic, siecią sprzedaży detalicznej działającej w Czechach i na Słowacji. Wrocławski dystrybutor wraz z należącym do grupy AB, czeskim AT Computer Holding, zapewnią również zaplecze logistyczne oraz serwis dla oferowanych rozwiązań. HP Tronic to jedna z największych i najbardziej rozpoznawalnych sieci sprzedaży detalicznej w Czechach i na Słowacji, działająca na rynku elektroniki użytkowej, sprzętu AGD, oraz artykułów związanych z telefonią komórkową. HP Tronic posiada 32 sklepy własne, a AB z pewnością nie będzie jedynym dostawcą w ramach sieci. Mimo wszystko jest to wiadomość świadcząca o umacnianiu się AB na rynku czeskim i słowackim.

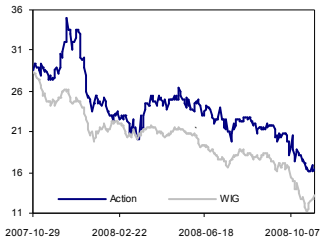
Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,4 PLN **Cena docelowa: 24 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski
Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 797,5	2 339,7	30,2%	4 568,6	95,3%	3 310,4	-27,5%
EBITDA	37,7	61,6	63,5%	128,6	108,7%	93,1	-27,7%
marża EBITDA	*2,1%*	*2,6%*		*2,8%*		*2,8%*	
EBIT	30,4	53,7	76,7%	113,4	111,4%	81,7	-27,9%
Zysk netto	22,0	34,5	56,8%	75,9	119,7%	49,7	-34,5%
P/E	12,2	8,2		3,7		5,7	
P/CE	9,2	6,6		3,1		4,6	
P/BV	1,9	1,6		1,1		1,0	
EV/EBITDA	8,7	7,1		3,4		4,6	
Dyield (%)	0,9	1,6		2,6		5,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	17,2
MC (cena bieżąca)	282,6
EV (cena bieżąca)	437,2
Free float	31,0%
Zmiana ceny: 1m	*-13,7%*
Zmiana ceny: 6m	*-34,4%*
Zmiana ceny: 12m	*-43,4%*
Max (52 tyg.)	35,0
Min (52 tyg.)	16,1



W Actionie rok obrotowy jest przesunięty w stosunku do roku kalendarzowego i w związku z tym spółka nie będzie publikować w listopadzie wyników kwartalnych. W październiku akcje spółki zanotowały spadek o 21%. Spodziewamy się, że jego ewentualne odreagowanie w listopadzie odbędzie się na mniejszą skalę niż w przypadku całego rynku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Zamówienie dla MSWiA

Spółka poinformowała, że jako podwykonawca BIW Koncept dostarczy w ramach kontraktu z MSWiA 400 serwerów dla starostw w całej Polsce. Wartość realizowanego kontraktu to 6,4 mln PLN. Zamówienie zostanie zrealizowane do 20 listopada. Zamówienia realizowane w ramach przetargów publicznych charakteryzują się zazwyczaj większą rentownością, jednak kwota całego kontraktu jest zbyt znikoma by wpływać na wyniki pierwszego kwartału w Spółce.

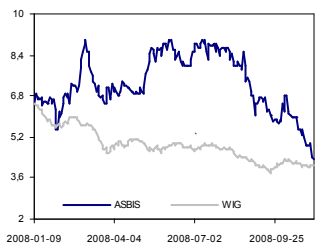
ASBIS (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,4 PLN **Cena docelowa: 9,5 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski
Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 008,8	1 397,3	38,5%	1 774,2	27,0%	2 085,5	17,5%
EBITDA	17,9	27,6	54,2%	38,8	40,5%	46,7	20,3%
marża EBITDA	*1,8%*	*2,0%*		*2,2%*		*2,2%*	
EBIT	16,1	25,7	60,0%	34,5	33,9%	40,5	17,5%
Zysk netto	9,5	18,9	99,6%	24,0	27,0%	28,5	18,6%
P/E	25,5	12,8		10,1		8,5	
P/CE	21,3	11,6		8,5		7,0	
P/BV	4,0	2,5		2,1		1,7	
EV/EBITDA	16,8	8,7		6,4		5,4	
Dyield (%)	0,4	0,4		1,2		1,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	55,5
MC (cena bieżąca)	241,4
EV (cena bieżąca)	247,9
Free float	32,8%
Zmiana ceny: 1m	*-35,9%*
Zmiana ceny: 6m	*-46,6%*
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	9,0
Min (52 tyg.)	4,4



W październiku udziałem Asbisu był spadek notowań o 20,5%, czyli nieco mniejszy niż miało to miejsce w przypadku całego rynku, który przecenił się o 24%. Obecnie decydujący wpływ na notowania będą miały w naszym odczuciu oczekiwania co do przyszłej kondycji rynku dystrybucji IT. Wyniki finansowe prezentowane do tej pory przez Asbis wskazywały na umiejętne unikanie problemów związanym z załamującym się popytem. Prezentowane w tym tygodniu wyniki trzeciego kwartału pokażą, czy spółka nadal jest w stanie odnajdywać wzrost na nowych rynkach i utrzymywać dynamikę na starych.

Komputronik (Kupuj)

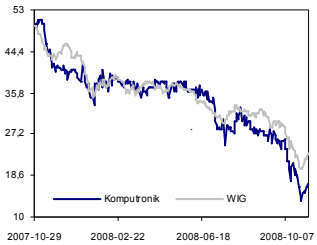
Cena bieżąca: 17,2 PLN **Cena docelowa: 33,9 PLN**

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	338,4	519,2	53,5%	921,2	77,4%	1 229,1	33,4%
EBITDA	11,4	13,9	22,4%	18,0	29,4%	31,7	76,4%
marża EBITDA	*3,4%*	*2,7%*		*2,0%*		*2,6%*	
EBIT	10,5	11,3	8,1%	13,3	17,5%	25,9	94,6%
Zysk netto	8,7	10,2	17,1%	20,3	99,0%	27,9	37,4%
P/E	11,9	12,6		7,0		5,1	
P/CE	10,7	10,0		5,6		4,2	
P/BV	6,0	1,5		0,8		0,7	
EV/EBITDA	8,1	6,9		7,1		4,2	
Dyield (%)	0,3	0,4		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	8,2
MC (cena bieżąca)	141,0
EV (cena bieżąca)	127,0
Free float	20,3%
Zmiana ceny: 1m	*-28,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-52,5%*
Zmiana ceny: 12m	*-66,3%*
Max (52 tyg.)	51,0
Min (52 tyg.)	13,1



Spółka informowała o problemach ze sprzedażą asortymentu w pierwszej połowie trzeciego kwartału, co z pewnością odbije się na publikowanych w listopadzie wynikach tego okresu. Wiadomość o problemach bardzo boleśnie odbiła się na notowaniach akcji Komputronika, które spadły w październiku o 50,6% zdecydowanie bijąc pod tym względem i tak słaby w tym okresie WIG. Wobec tak drastycznego spadku sądzimy, ze rynek w pełni już uwzględnia słabe wyniki trzeciego kwartału. Uwzględniając znaczna przecenę spółki podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Możliwe obniżenie prognoz

Spółka w październiku uruchomi działalność sklepu internetowego działającego na rynku czeskim i słowackim. Do końca miesiąca spółka ustosunkuje się do prognoz na 2008 r. Przejęcie Karen Notebook na razie wyczerpuje plany akwizycyjne Komputronika. Po nienajlepszej pierwszej połowie trzeciego kwartału całoroczne prognozy jakie spółka przedstawiła inwestorom stanęły pod znakiem zapytania. Przed nami co prawda wciąż najważniejszy dla branży czwarty kwartał, w którym spółka dzięki dźwigni finansowej powinina zanotować znaczną poprawę osiąganego wyniku finansowego, jednak wciąż może to nie wystarczyć na osiągnięcie zakładanych przez Zarząd 22 mln PLN zysku netto. W swoich założeniach byliśmy bardziej sceptyczni zakładając w 2008 roku zysk netto na poziomie 20 mln PLN, uważamy jednak, ze również nasze założenia będą być może musiały ulec weryfikacji w obliczu stagnacji popytu w branży.

Metale

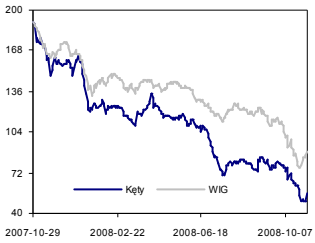
Kęty (Kupuj)

Cena bieżąca: 56,3 PLN **Cena docelowa: 109,4 PLN**

Analityk: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-04

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 085,6	1 253,0	15,4%	1 280,0	2,2%	1 369,6	7,0%
EBITDA	154,1	194,0	25,9%	187,9	-3,2%	201,0	7,0%
marża EBITDA	*14,2%*	*15,5%*		*14,7%*		*14,7%*	
EBIT	109,6	141,9	29,4%	128,0	-9,8%	141,1	10,2%
Zysk netto	87,8	97,8	11,4%	86,1	-12,0%	98,3	14,2%
P/E	5,9	5,3		6,0		5,3	
P/CE	3,9	3,5		3,6		3,3	
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6	
EV/EBITDA	5,0	4,5		4,7		4,1	
Dyield (%)	7,1	7,1		8,0		8,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	9,2
MC (cena bieżąca)	519,4
EV (cena bieżąca)	875,2
Free float	46,0%
Zmiana ceny: 1m	*-26,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-50,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-67,8%*
Max (52 tyg.)	178,0
Min (52 tyg.)	49,5



Akcje Grupy Kęty dyskontują już negatywny scenariusz makroekonomiczny, zakładający spadek PKB w Polsce poniżej 4% i silniejsze spowolnienie gospodarki UE - szczególnie niemieckiej. Słabsze niż można było oczekiwać wyniki za 3Q (ale zgodne z wcześniejszą) to efekt obniżenia dynamiki wzrostu produkcji przemysłowej dla całej gospodarki. Po trzech kwartałach spółka wypracowała 62 mln PLN zysku netto, co oznacza, że do całorocznej prognozy Zarządu brakuje jeszcze 23 mln PLN. Jak na 4Q poziom bardzo ambitny (w ubiegłego roku 27,3 mln PLN), ale nadal realny. Zarząd deklaruje, że w październiku i listopadzie sprzedaż wolumenowa SWW ustabilizowała się. Spółce pomoże osłabienie PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki za 3Q2008 - zgodne z zapowiedzią Zarządu

Spadek skonsolidowanych przychodów do 306,2 mln PLN (-9%) i EBITDA do 52,3 mln PLN (-4%) w porównaniu z ubiegłym rokiem to efekt z jednej strony umocnienia PLN w stosunku do USD (+20% r/r) i Euro (+13%), z drugiej spadku wolumenów sprzedaży na rynku krajowym w segmencie wyrobów wyciskanych (SWW). Zysk netto grupy zamknął się kwotą 22,6 mln PLN (-20% r//r) i dodatkowo był obciążony rosnącą amortyzacją i kosztami finansowymi – wynikającymi z rosnącego zadłużenia.

Kapitał obrotowy i płynność

Wbrew wcześniejszym zapowiedziom Zarządu w 3Q2008 Spółce nie udało się zoptymalizować kapitału obrotowego, co miało obniżyć zadłużenie. Należności handlowe wyniosły 265,5 mln PLN w porównaniu z 268 mln PLN przed rokiem i 256 mln PLN na koniec czerwca br. Spółka odnotowała spadek zapasów do 191 mln PLN (z 205 mln PLN przed rokiem i 196 mln PLN na koniec 2Q2008), przy jednoczesnym obniżeniu zadłużenia handlowego do 119 mln PLN z odpowiednio 148 i 165 mln PLN. Niekorzystnie zmieniła się również struktura zadłużenia Spółki. Obecnie zobowiązania krótkoterminowe wobec banków (głownie PKO BP i Pekao) i firm leasingowych wynoszą 355 mln PLN, długoterminowe 52,7 mln PLN. Przed rokiem było to odpowiednio 223 i 145 mln PLN.

KGHM (Akumuluj)

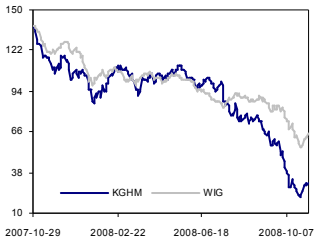
Cena bieżąca: 31,2 PLN **Cena docelowa: -**

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2008-05-12

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	11 669,7	12 183,0	4,4%	11 202,5	-8,0%	9 395,8	-16,1%
EBITDA	4 646,5	5 034,0	8,3%	4 126,1	-18,0%	3 140,7	-23,9%
marża EBITDA	*39,8%*	*41,3%*		*36,8%*		*33,4%*	
EBIT	4 302,2	4 682,0	8,8%	3 666,1	-21,7%	2 630,7	-28,2%
Zysk netto	3 504,6	3 799,0	8,4%	3 069,6	-19,2%	2 225,0	-27,5%
P/E	1,8	1,6		2,0		2,8	
P/CE	1,6	1,5		1,8		2,3	
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6	
EV/EBITDA	0,9	0,7		0,9		1,1	
Dyield (%)	32,1	54,5		32,1		24,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	200,0
MC (cena bieżąca)	6 230,0
EV (cena bieżąca)	3 662,8
Free float	36,0%
Zmiana ceny: 1m	*-24,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-71,1%*
Zmiana ceny: 12m	*-76,0%*
Max (52 tyg.)	130,0
Min (52 tyg.)	21,4



Nie zmieniamy naszej opinii na temat Spółki. Silna przecena akcji KGHM jest konsekwencją korekty na rynkach surowcowych, która w przypadku miedzi zbiegła się z sezonowym wzrostem zapasów. Niepewna sytuacja może utrzymać się jeszcze przez najbliższe tygodnie (wzrost popytu obserwowany jest od października), co powinno skutkować słabszym zachowaniem się akcji KGHM niż WIG. Naszym zdaniem jest to okazja do kupna akcji Spółki w średniej perspektywie. Zawieszamy cenę docelową dla akcji spółki w związku z aktualizacją modelu wyceny.

Koniec sporu

Organizacje związkowe KGHM odwołały pogotowie strajkowe oraz strajk ostrzegawczy, planowany na 5 listopada. Związkowcy odstąpili także od postulatu wzrostu stawek osobistego zaszeregowania o 200 PLN, natomiast Zarząd KGHM zrezygnował z projektu konsolidacji hut i kopalń. De facto oznacza to, że obie strony zrezygnowały ze swoich postulatów i zachowane zostaje status quo sprzed sporu. Kolejny Zarząd nie był w stanie przeprowadzić strukturalnej restrukturyzacji Spółki. Informacja bez wpływu na wycenę.

KGHM rozważa inwestycję z Hutmenem

KGHM rozważa wspólną inicjatywę z Hutmenem, która polegałaby na utworzeniu zakładu na terenie Huty Miedzi Legnica. Hutmen prowadzi studium wykonalności tego projektu. Według niepotwierdzonych informacji, spółki podpisały już w tej sprawie list intencyjny. Hutmen w kwietniu tego roku informował, że chce obniżać koszty w związku z niesprzyjającą sytuacją na rynku metali. Spółka szukała wówczas partnera, który pomógłby w modernizacji jej zakładu we Wrocławiu i wśród potencjalnych partnerów wymieniała KGHM. Hutmen jest producentem wyrobów z metali nieżelaznych, w tym rur i prętów miedzianych. Obecnie Hutmen należy do znaczących krajowych klientów KGHM. Inwestycję w przetwórstwo miedzi (produkty ciągnione i walcowane) uważamy za dobrą strategię. Pozwoliłoby to Spółce lepiej wykorzystać posiadane zasoby, m.in. ludzkie. Bez wpływu na kurs.

Niższa prognoza na 4Q2008

KGHM weryfikuje założenia do budżetu na IV kw tego roku w związku z sytuacją na rynkach finansowych. Korekta uwzględnia pogorszenie notowań miedzi przy osłabieniu złotego wobec USD w tym okresie. Dotychczasowa prognoza zakłada osiągnięcie przez KGHM w 2008 roku przychodów ze sprzedaży w wysokości 11,19 mld PLN oraz zysku netto w wysokości 2,9 mld PLN. Ponadto w Spółce rozpoczęło się referendum organizowane przez związki zawodowe. Przez trzy dni pracownicy Spółki będą odpowiadać m.in. na pytanie o to, czy popierają zorganizowanie strajku. W opinii Zarządu referendum jest nielegalne. Wg naszych szacunków zysk netto Spółki w 3Q2008 wyniesie 560 mln PLN, a przy obecnych warunkach zewnętrznych w 4Q2008 spadnie do 220 mln PLN (uwzględniając średnią cenę miedzi 4 900 USD/t, PLN/USD 2,55, wyższe koszty 4Q związane z m.in. premią dla pracowników). Oznacza to, że całoroczny wynik netto KGHM obniżyłby się do 2 220 mln PLN.

Budownictwo

Wzrost kosztów finansowania działalności budowlanej

Wzrosła awersja banków do kredytowania działalności budowlanej. Wiceprezes Stalexport Autostrady przyznaje, że do niedawna finansowanie inwestycji autostradowych na zasadzie PPP można było pozyskać od kilku banków, obecnie zaś trzeba ich zaprosić do konsorcjum znacznie więcej. Do tej pory oprocentowanie kredytów na inwestycje infrastrukturalne wynosiło około 1-1,2%, o tyle obecnie wynosi już w przybliżeniu 1,5-2%. Mniejsza dostępność kredytów to także zła wiadomość dla deweloperów. Prezes Budopolu Wrocław przyznaje, że część deweloperów zgłasza się do spółki deklarując chęć realizowania projektu, mimo to projekt nie rusza, ze względu na brak finansowania. Jacek Bielecki, dyrektor Polskiego Związku Firm Deweloperskich przyznaje, że prawdopodobieństwo ograniczenia finansowania projektów deweloperskich przez banki jest obecnie bardzo duże, w efekcie wiele inwestycji nie ruszy. Nie da się jednak ilościowo oszacować skutku zmiany podejścia banków.

Raport PMR o budownictwie

PRM prognozuje, że dynamika produkcji budowlanej w kolejnych latach będzie mniejsza niż w tym roku, jednak powinna przekroczyć poziom 10%. Firmy budowlane nadal pozytywnie oceniają koniunkturę na rynku, ich optymizm jest jednak stosunkowo mniejszy. Blisko 2/3 największych podmiotów budowlanych ocenia sytuację w segmencie budownictwa jako pozytywną. 35% badanych spodziewa się poprawy sytuacji w ciągu 12 najbliższych miesięcy, 44% zaś oczekuje utrzymania dobrej koniunktury. Przyczyną krytycznych ocen ze strony firm budowlanych są głównie opóźnienia w procedurze przetargowej, nie zaś następstwa kryzysu finansowego.

Wzrost konkurencji w budownictwie pośród podwykonawców

Zgodnie z wypowiedzią dyrektora serwisu Kurier Budowlany.pl, bardzo dużo firm zaczyna zgłaszać wolne terminy robót. Z ponad 10 tys. firm obsługiwanych przez przez portal, zleceń nie ma już co piąta. Jest to efekt m.in. załamania się koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Wzrost konkurencji wśród podwykonawców pozwala generalnym wykonawcom i inwestorom negocjować ceny usług.

Budownictwo mieszkaniowe

Problemy finansowe Restaury a kontrakty Budimexu i Pol-Aquy

Hiszpański deweloper prowadzący też inwestycje w Warszawie popadł w kłopoty finansowe. Problemy na rynkach finansowych skłoniły banki kredytujące inwestycje do zażądania spłaty pożyczek – w sumie 280 mln EUR. Restaura nie jest w stanie takich kwot zdobyć w żądanym terminie. W sądzie w Barcelonie spółka złożyła wniosek o postępowanie układowe. Paweł Augustyn, dyrektor polskiego oddziału firmy, twierdzi, że kłopoty centrali nie mają przełożenia na inwestycje w Warszawie. Wszystkie inwestycje prowadzone są przez spółki celowe, każda ma swoje finansowanie. Terminy realizacji inwestycji podobno nie są zagrożone.

Rosyjski rząd wykupi mieszkania deweloperów

Rząd Federacji Rosyjskiej zadecydował, że wykupi najtańsze mieszkania od rodzimych deweloperów. Mieszkania w tzw. klasie ekonomicznej stanowią około połowy budowanych w Rosji lokali. Rząd udostępni też deweloperom za pośrednictwem państwowych banków preferencyjne kredyty. Nakłady władz Federacji Rosyjskiej na wsparcie sektora nieruchomości mogą wynieść nawet kilkanaście mld USD. Pod koniec ubiegłego tygodnia niektóre zachodnie instytucje bankowe działające w Rosji w sposób znaczący zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów hipotecznych. Specjaliści z firmy Troika Dialog szacują, że w ciągu roku ceny najtańszych mieszkań w Rosji spadną nawet o jedną trzecią, luksusowych apartamentów zaś o 15-20%. Wiadomość ta jest istotna w kontekście usług świadczonych na rynku rosyjskim przez Unibep i Mostostal Export.

Wydatki państwa na budownictwo mieszkaniowe najniższe od lat

W tym roku wydatki państwa na budownictwo mieszkaniowe wyniosą 0,085% PKB, w kolejnym zaś spadną do 0,078% PKB. Zdaniem ekspertów, wydatki państwa na budownictwo będą najniższe od 60 lat. Były minister budownictwa, Andrzej Aumiller, szacuje, że zaspokojenie oszacowanego deficytu mieszkań w wysokości 1,5 mln lokali wymagałoby zwiększenia wydatków państwa na budowę nowych mieszkań do 1,5-2% PKB.

Budownictwo komercyjne

Podaż nowych centrów handlowych

Zgodnie z raportem firmy DTZ, w najbliższych latach zapowiada się najwięcej otwarć galerii handlowych w historii, a na rynek rocznie będzie trafiało co najmniej 1,5 mln m2 rocznie. Tyle ma na rynku pojawić się nowej powierzchni w 2008 i 2009 roku, w 2010 roku będzie to aż 1,7

mln m2. W 2007 roku na rynku pojawiło się 0,75 mln m2 powierzchni handlowej, w 2006 roku zaś 0,55 mln m2.

Budownictwo przemysłowe

Spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Zgodnie z danymi NBP – międzynarodowe koncerny zmniejszyły inwestycje w Polsce w okresie od stycznia do sierpnia do 30 mld PLN, w porównaniu do 37,5 mld PLN w tym samym okresie w roku 2007. Paweł Wojciechowski z PAIiIZ ocenia, że poziom inwestycji bezpośrednich w tym roku wyniesie od 10 do 12 mld EUR, w porównaniu do 13,7 mld EUR w roku 2007 i 15,2 mld EUR w roku 2006. W przeciwnym kierunku szły firmy polskie, które w okresie od stycznia do sierpnia 2008 roku wydały 8,4 mld PLN, w porównaniu do 3,1 mld PLN w roku ubiegłym.

Zainteresowanie magazynami utrzymuje się

Przedstawicielka ProLogis, jednego z największych deweloperów magazynów w Polsce deklaruje, że na razie nie widać spowolnienia. Firma po trzech kwartałach podpisała więcej umów na wynajem powierzchni magazynowej niż w tym samym okresie roku poprzedniego. Spowolnienie może być zauważalne w pierwszym kwartale 2009 roku. Utrzymywanie się wysokiego popytu obserwuje także firma Panattoni.

Budownictwo publiczne

Ogłoszony nowy przetarg na budowę metra w Warszawie

Władze miasta ogłosiły drugi przetarg na budowę odcinka centralnego drugiej linii metra. Na złożenie ofert wykonawcy mają czas do 16 lutego 2009 roku. Władze stolicy chcą na budowę metra przeznaczyć 3 mld PLN. Miasto zmieniło zasady organizacji przetargu. Miasto ma płacić stopniowo za wykonane roboty, jednak nie przewiduje wypłaty zaliczki. Cena ma być jedynym kryterium oceny ofert. PBG zapowiedziało start w przetargu i nie planuje raczej zmienić oczekiwanego wynagrodzenia, jeśli warunki przetargu nie ulegną zmianie. Pol-Aqua weźmie w nim udział, pod kątem ewentualnego ryzyka rozważy wzięcie udział zaś Budimex.

Szokujące wyniki I etapu przetargu na budowę stadionu we Wrocławiu

W pierwszym etapie przetargu, polegającym m.in. na ocenie referencji wykonawców, odrzucone zostało większość ofert firm budowlanych. W efekcie, pozytywnie weryfikacje przeszło konsorcjum Alpine Bau, PBG i Hydrobudowy oraz konsorcjum, którego liderem jest Mostostal Warszawa. Wartość przetargu to około 0,5 mld PLN. Z dalszej procedury przetargowej wykluczono 7 pozostałych konsorcjów, m.in. konsorcjum firm Hochtief i Mostostal Zabrze oraz konsorcjum Max Bogl Bauunternehmung i Budimex. Odrzucono także oferty firm chińskich. Przedstawiciele firm budowlanych wypowiadają się, że na pewno wynik rozstrzygnięcia I etapu będzie oprotestowany. Wykluczonym firmom przysługuje protest w formie skargi do Krajowej Izby Odwoławczej, a w przypadku niepowodzenia w tej instancji, skarga do sądu.

Spółki zakwalifikowane do budowy Baltic Arena

Na liście firm zakwalifikowanych do drugiego etapu przetargu, w którym złożone zostaną oferty cenowe, spośród firm giełdowych zakwalifikowano konsorcja z udziałem Budimexu, Hydrobudowy Polska, Polimex Mostostal. Zakwalifikowano też jedno konsorcjum z udziałem firm chińskich. Pierwszego etapu przetargu nie przeszły konsorcja z udziałem Pol-Aquy i Erbudu. W sprawie rozstrzygnięcia pierwszego etapu przetargu zdążyły już wpłynąć cztery protesty. Przewidywana wartość inwestycji to 670 mln PLN.

Budownictwo ekologiczne

Spalarnie śmieci za 3,7 mld PLN

Na liście projektów kluczowych na lata 2007-13 znajduje się 10 spalarni, każda o wartości 300-650 mln PLN. Teoretycznie pierwsze spalarnie powinny zacząć działać w 2010 roku, w praktyce jest to jednak nierealne. W przypadku miast, w których mamy do czynienia z zaawansowanymi konsultacjami, spalarnie mogą zacząć działać przez końcem 2013 roku.

Budownictwo drogowe

Kryzys finansowy może wpłynąć na budowę dróg?

W przyszłym roku ma rozpocząć się budowa 430 km autostrad w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. Wcześniej jednak firmy, które będą zarządzać trasami, muszą znaleźć finansowanie. Pomocne mogą tutaj być organizacje niekomercyjne. GTC, budująca odcinek A1 Nowe Marzy-Toruń za cenę około 0,9 mld PLN, zamierza pozyskać 575 mln EUR z Europejskiego Banku Inwestycyjnego, 350 mln EUR z SEK oraz 150 mln EUR z Nordyckiego Banku Inwestycyjnego. Pozostałe firmy będą musiały przynajmniej w części, skorzystać z zewnętrznego finansowania. Z nieoficjalnych źródeł wynika, że banki chcą udzielać kredytów o wartości co najwyżej 150 mln EUR. Rosną też marże na kredytach. Autostrada Wielkopolska, budująca odcinek

Nowy Tomyśl-Świecko, o koszcie 1,3 mld EUR, pierwotnie przewidywała marże na kredytach w wysokości 1,1-1,2 proc., lecz już teraz przy budowie jednego z autostradowych projektów w Wielkiej Brytanii, marże sięgnęły 1,7-2%. Firma zakłada, że Europejski Bank Inwestycyjny może sfinansować do 50% wartości prac. Generalnie, koszt budowy 1 km autostrady sięgał ostatnio około 12,5 mln EUR za km, ale z powodu kryzysu może wzrosnąć do aż 14 mln EUR za km.

Do 2010 roku powstanie 300 km obwodnic?

W tym roku ruszyła budowa 155 km obwodnic w 17 miastach, w 2009 roku planowane jest uruchomienie inwestycji w pobliżu 15 miast, o łącznej długości 142 km.

Drogi lokalne za 6 mld PLN

1 mld PLN rocznie mają otrzymać samorządy na modernizację i budowę nowych dróg. Wnioski do udziału w Narodowym Programie Przebudowy Dróg Lokalnych będą przyjmowane do 22 listopada, o tym zaś komu przyznane zostało dofinansowanie dowiemy się 6 grudnia. Program pozwoli na modernizację każdego roku 2 tys. km dróg gminnych lub 1 tys. km dróg powiatowych. Przez trzy lata na realizację programu rząd wyda 3 mld PLN, taką samą kwotę mają na drogi lokalne przeznaczyć samorządy.

Szansa na ukraińskie kontrakty drogowe

Polskie firmy szykują się do udziału w budowie dróg na Euro 2012 na Ukrainie. Łączna wartość potencjalnych kontraktów to 11,2 mld EUR. W ramach tej kwoty do 2012 roku zbudowane ma zostać 806 km nowych dróg, zmodernizowane 560 km dróg i wyremontowane 2900 km dróg. Szefowie Stalexportu rozmawiali już z Ukravtodor-em (ukraiński odpowiednik GDDKiA), o możliwości współpracy. Stalexport chce nie tylko budować autostrady, ale i nimi zarządzać. Przedstawiciel spółki spodziewa się, że w najbliższym czasie władze Ukrainy ogłoszą kilka przetargów na budowę i zarządzanie autostradami. Koszt budowy 1 km drogi na Ukrainie jest nieznacznie tańszy niż w Polsce. Działalnością na Ukrainie zainteresowana jest także Autostrada Wielkopolska. GTC na razie nie deklaruje chęci udziału w inwestycjach drogowych na Ukrainie.

Budownictwo kolejowe

PKP PLK nie zdąży z modernizacją torów do Euro 2012?

PKP PLK zatwierdziło nowy harmonogram modernizacji sieci linii kolejowych. Zakłada on, że do 2012 roku zostanie zmodernizowanych łącznie ponad 900 kilometrów linii kolejowych. Słabością inwestycji kolejowych są opóźnienia w przetargach.

Budownictwo energetyczne

Nie będzie uwolnienia cen energii

Mimo to można się spodziewać podwyżek taryf. W efekcie ceny energii dla gospodarstw domowych mogą wzrosnąć o kilkanaście procent. Podwyżki spowodowane będą koniecznością zwiększenia skali inwestycji w energetyce, perspektywą ograniczeń w emisji CO_2 i wzrostem kosztu węgla. Docelowo ceny energii mają być uwolnione, ale czynnikiem niezbędnym dla jej przeprowadzenia jest pojawienie się realnej konkurencji na rynku.

Kryzys finansowy negatywnie wpłynie na inwestycje w energetyce?

Prezes Electrabel Polska, z grupy Gaz de France – Suez, przyznał, że w ciągu dziesięciu dni marża bankowa dla kredytów zaciąganych przez spółkę wzrosła z 0,2% do 3%. W efekcie, inwestycje spółki mogą być trudniejsze do zrealizowania. W 2007 roku Tauron oceniał, że do wykonania planów potrzebne będzie pozyskanie około 30-50% finansowania ze źródeł zewnętrznych. Rzecznik Tauron Polska Energia wypowiedział się, że przedłużający się kryzys w sektorze finansowym może sprawić, że pojawią się problemy ze znalezieniem odpowiednich partnerów zapewniających finansowanie. Prezes zarządu WestLB Bank Polska mówi, że na polskim rynku jest aż 15-20 instytucji zainteresowanych finansowaniem energetyki, koszty pozyskania środków zaś będą bez wątpienia wyższe niż do tej pory. Przedstawiciel ING Bank wypowiedział się, że w Polsce nie ma na razie żadnego nowego projektu, aby mówić o konieczności pozyskania finansowania. Na razie zainteresowanie urządzeniami energetycznymi nie spada. Zgodnie z wypowiedzią przedstawiciela firmy Siemens, ich ceny nadal rosną.

Materiały budowlane

Duże spadki cen stali

Zgodnie z raportem Polskich Składów Budowlanych, we wrześniu ceny wyrobów stalowych spadły o 29,4%. Obecne ceny są ciągle o 5,5% wyższe niż ceny sprzed roku. Zbigniew Bachman z Polskiej Izby Przemysłowo-Handlowej Budownictwa przekonany jest, że spadek cen stali będzie kontynuowany, ze względu na spadek popytu. Drożeć mają zaś ceny materiałów zawierających cement oraz drewna, którego w kraju brakuje. Zdaniem Ryszarda Kowalskiego ze Związku Pracodawców-Producentów Materiałów dla Budownictwa, spadki cen są pochodną histerii cenowej z 2007 roku oraz odreagowaniem na zwiększony popyt inwestorski. Materiały

budowlane w tym roku powinny jeszcze tanieć, ale minimalnie. Dwa ostatnie tygodnie października przyniosły stabilizację na rynku stali, pytanie tylko czy jest to zjawisko trwałe.

Popyt na materiały budowlane może spaść w przyszłym roku nawet o 40%

Stanisław Gomułka, główny ekonomista BCC i Zbigniew Bachman, dyrektor Polskie Izby Przemysłowo-Handlowej Budownictwa zgodnie twierdzą, że w najbliższym roku popyt na materiały budowlane może spaść o 30-40%. Ostrożniejsze są szacunki Ryszarda Kowalskiego ze Związku Pracodawców Producentów Materiałów dla Budownictwa. Spodziewa się on spadku popytu na materiały budowlane nawet o 20%, co nie koniecznie oznacza, że o tyle zmniejszy się produkcja, gdyż istotny jest efekt spadku cen materiałów budowlanych. Wzrost popytu może być spowodowany dopiero wzmożonymi inwestycjami infrastrukturalnymi. Andrzej Ciepiela, z Polskiej Unii Dystrybutorów Stali twierdzi, że załamanie na rynku może potrwać nawet dwa lata. Niektórzy producenci stali już wygaszają piece, aby utrzymać ceny. Andrzej Balcerek, prezes cementowni Górażdże, twierdzi, że na razie sytuacja producentów cementu nie pogorszyła się, ale i tutaj można spodziewać się obniżenia popytu.

ABM Solid

Spółka bliższa przejęć

Najpóźniej w Q1 2009 spółka dokona nowych przejęć. Na ten cel ABM Solid posiada środki pochodzące jeszcze z emisji akcji. Negocjacje prowadzone są z czterema polskimi firmami, z których wszystkie są rentowne. Firmy te specjalizują się w budownictwie inżynieryjnym, drogowym i mieszkaniowym. Ich roczne obroty wynoszą od kilkudziesięciu mln PLN do kilkuset mln PLN. Na akwizycję firma przeznaczy ze środków własnych około 10 mln PLN, zamierza również skorzystać z kredytów. Prezes wyklucza dodatkową emisję akcji, jest za to spokojny o wyniki Q3 2008. Tegoroczna prognoza zakłada 400 mln PLN przychodów i 15,1 mln PLN zysku netto. Portfel na rok 2008 jest wypełniony w 100%. Prezes przyznaje, że w kolejnym roku spodziewa się wyższej dynamiki w budownictwie inżynieryjnym, mniejszej zaś w budownictwie przemysłowym. Przyznaje też, że negocjuje obecnie kilka kontraktów z dziedziny budownictwa przemysłowego, o wartości kilkudziesięciu mln PLN. Celem spółki jest specjalizacja branżowa i terytorialna oraz dołączenie do grupy 20 największych polskich firm budowlanych do 2010 roku.

Budopol Wrocław

Wywiad z prezesem

Prezes Mirosław Motyka deklaruje, że przy obecnym potencjalne wykonawczym spółki można spodziewać się generowania około 200 mln PLN przychodów rocznie. Ponadto, prezes twierdzi, że w pierwszej połowie roku zostały zakończone kontrakty o niskiej rentowności, co ma pozwolić spółce na uzyskanie lepszych wyników w przyszłości. Budopol zawarł wstępne porozumienia w sprawie przejęcia firmy instalatorskiej z okolic Wrocławia i drogowej z zachodniej Polski. Niewykluczone, że przynajmniej jedna z tych firm zostanie przejęta do końca roku. Według prospektu, koszt przejęcia firmy instalatorskiej to 17 mln PLN, drogowej zaś 5 mln PLN. Portfel zleceń spółki wynosi 280 mln PLN.

Energoinstal

Spodziewana poprawa w Q3 2008

Spółka obiecuje poprawę wyników w Q3 2008. W planach ma jeszcze jedną akwizycję i otwarcie biura projektowego. Wynik na koniec roku ma być zgodnie ze słowami prezesa dobry, choć sprzedaż nie będzie raczej wysoka, ze względu na restrukturyzację, przebudowę zakładów i wahania kursu walutowego. Prezes zakłada, że w przychodach za rok 2008 udział eksportu osiągnie poziom 75-80%. 70% sprzedaży powinna przynieść energetyka, resztę zaś budownictwo przemysłowe. Energoinstal wciąż posiada 20 mln PLN z emisji akcji. Liczy również na dotacje z UE, gdyż planuje inwestycje o wartości blisko 30 mln PLN, w laserowe techniki używane do spajania elementów kotłów. Spółka stara się o otrzymanie 40% dofinansowania.

Brak dodatkowych zysków z osłabienia PLN

Zgodnie z wypowiedzią prezesa spółki, tegoroczny wynik netto powinien wynieść kilka mln PLN. Lepiej zapowiada się rok kolejny, prezes dostrzega szanse na powrót do dwucyfrowej rentowności. Niestety, osłabienie złotego nie przyniesie spółce dodatkowych zysków, gdyż zabezpieczyła ona ryzyko kursowe po kursie EUR/PLN = 3,38. Osłabienie PLN może mieć większy wpływ dopiero na wyniki 2009 roku. Energoinstal stara się zwiększyć sprzedaż w kraju. Jak przyznaje prezes, spółka otrzymuje sporo zapytań w sprawie budowy spalarni śmieci i instalacji do spalania biomasy. Na rynku niemieckim spółka nie dostrzega na razie spowolnienia. Istnieje zaś ryzyko, że inwestycje w Niemczech wyhamują, ze względu na mniejszą dostępność finansowania dłużnego.

Energomontaż Północ

Wyniki kwartalne Q3 2008

Energomontaż Północ opublikował wyniki za trzeci kwartał 2008 roku. Przychody spółki wyniosły 74,9 PLN, w porównaniu do 77,8 mln PLN rok temu (-3,7%). Spółka zanotowała poprawę marży operacyjnej (w Q3 2008 marża EBIT wyniosła 8,2%, w porównaniu do 1,3% w Q3 2007 i 4,6% w pierwszym półroczu 2008). Zysk netto wzrósł w Q3 2008 do 6,0 mln PLN, z 0,1 mln PLN w roku ubiegłym (wzrost marży netto z 0,2% do 8,0%). W pierwszym półroczu zysk netto wyniósł 5,8 mln PLN (marża netto w wysokości 4,0%).

Portfel zamówień na 2009 rok i akwizycje

Na 2009 spółka ma zakontraktowane 280 mln PLN, na rok 2010 zaś 20 mln PLN. Grupa nie rezygnuje z akwizycji, choć dotychczasowe rozmowy nie przyniosły efektów. Rozmowy prowadzone są z polską firmą, działającą m.in. dla sektora energetycznego, zatrudniającą kilkuset ludzi. Akwizycja byłaby sfinansowana z kapitałów własnych.

Energomontaż Południe

Prognoza wyniku za 9 miesięcy i w 2008 roku

Zgodnie z wstępnymi szacunkami spółki, zysk po trzech kwartałach wyniesie 6 mln PLN. Przychody mają wynieść 175,9 mln PLN. Spółka podała prognozę wyników za rok 2008, w której zakłada 260 mln PLN przychodów oraz zysk netto w wysokości 21 mln PLN. Jest to pierwsza prognoza wyników w historii spółki. W prognozie założono realizację zdobytych w 2008 roku zamówień oraz utrzymanie dotychczasowego tempa podpisywania kolejnych aktów notarialnych w przypadku mieszkań w ramach inwestycji Osiedle Śliczna w Krakowie.

300 mln PLN obrotów

Wiceprezes spółki, Andrzej Hołda, podtrzymał prognozę 300 mln PLN obrotów w 2008 roku. Firma ma już zakontraktowane prace o wartości 124 mln PLN na rok kolejny. Zgodnie ze słowami wiceprezesa, spółka obecnie negocjuje umowy o wartości kilkudziesięciu mln PLN.

Brak zleceń dla grupy wykonawczej energetyki

Energomontaż Południe nie przewiduje w najbliższym czasie pozyskanie istotnych zleceń w ramach Grupy Wykonawczej Energetyki. Grupa powstała w czerwcu, w odpowiedzi na plany inwestycyjne polskiej energetyki. Wiceprezes Energomontażu Południe zakłada, że alternatywą dla GWE może być niemiecki rynek energetyczny, gdzie już teraz realizowane są spore inwestycje. Spółka rozważy większe zaangażowanie na rynku niemieckim w 2009 roku. Energomontaż planuje w najbliższym czasie pozyskać duży kontrakt z branży koksowniczej, nie zdradza jednak szczegółów. Ze względu na sytuację na GPW, spółka spowolniła skup akcji, ostrożniej podchodzi także do kolejnych przejęć.

Plany spółki na rok 2009

Spółka obawia się, że najbliższe dwa-trzy lata będą słabsze w polskiej energetyce, widzi jednak szanse w zakresie prac modernizacyjnych w elektrowniach, w sektorze cementowym i koksowniczym. Firma szykuje także oferty dla branży energetycznej w Niemczech. Na koniec 2008 roku udział eksportu osiągnie 11% wartości sprzedaży, w porównaniu do 27% w roku 2007. Zdaniem prezesa, możliwy byłby powrót do 20-25% w 2009 roku. Tegoroczne przychody ze sprzedaży mają sięgnąć 300 mln PLN. Prezes podtrzymał prognozę wzrostu o 15% w 2009 w zakresie przychodów z działalności podstawowej. Grupa planuje akwizycje, obecnie rozmawia z dwiema polskimi firmami z sektora energetyki. Przejęcia mogą mieć miejsce w pierwszej połowie 2009 roku.

Hydrobudowa Polska

Podniesienie prognoz na 2008 rok

Hydrobudowa Polska opublikowała nową prognozę wyników na rok 2008. Przychody spółki w 2008 roku mają osiągnąć 1,3 mln PLN przychodów oraz 83,7 mln PLN zysku netto. Podniesienie prognozy jest spowodowany m.in. konsolidacją Hydrobudowy 9 od początku roku, a nie jedynie wyników z czwartego kwartału. Prognoza nie uwzględnia wyników PRG Metro, gdyż spółka ta nie prowadziła do tej pory rachunkowości zgodnie z MSR.

Mostostal Export

Największy kontrakt w historii spółki

Mostostal Export podpisał kontrakt na budowę osiedla mieszkaniowego w obwodzie moskiewskim, w rejonie Domodiewo. Inwestor pozyskał już finansowanie, brakuje tylko zgody KUKE. Wartość kontraktu to 172 mln USD (407 mln PLN, czyli 262% przychodów spółki za rok 2007). Realizacja prac rozpocząć ma się w Q4 2008, pod warunkiem uzyskania gwarancji KUKE. Prezes spółki przyznaje, że Rosja jest najważniejszym rynkiem Mostostalu Export. Ewentualne pogorszenie stosunków z rosyjskimi partnerami nie jest na razie odczuwalne, prezes nie dostrzega też zagrożenia w kwestii finansowania kontraktów. Spółka otrzyma zaliczkę w wysokości 15% wartości kontraktu. Bieżący portfel zleceń spółki w Rosji wynosi 370 mln USD (877,2 mln PLN). 50% wartości portfela stanowią umowy związane z budownictwem mieszkaniowym, 30% związane z bazami przeładunkowymi, a po 10% z centrami handlowymi i biurowcami. Marża brutto na sprzedaży wynosi 10-12% w przypadku kontraktów trwających nie dłużej niż 12 miesięcy i 5-7% przy kontraktach realizowanych dłużej niż rok. Rentowność kontraktu za 172 mln USD prezes szacuje na 6% brutto. Kontrakt nie został uwzględniony w tegorocznej prognozie, w związku z tym prognoza może zostać skorygowana przy okazji wyników za Q3 2008. Zgodnie ze słowami prezesa, strata operacyjna zanotowana na rynkach wschodnich w pierwszym półroczu ma szanse być odrobiona w drugim. Na koniec roku spółka ma wygenerować dodatni wynik finansowy. Według ostatniej prognozy, grupa ma osiągnąć 200 mln PLN przychodów.

Zaskakujący wzrost wyników za pierwsze półrocze po audycie

Audytor spółki (KPMG) nie poparł założeń księgowych zastosowanych przez spółkę w pierwszym półroczu roku. W efekcie zysk netto wzrósł z 7,1 mln PLN do 30,3 mln PLN, zysk operacyjny z -6,8 mln PLN do +23,4 mln PLN, przychody zaś z 75,1 mln PLN do 95,3 mln PLN. Audytor stwierdził, że część aktywów Mostostalu Export jest warta więcej, niż wynosiła wycena spółki (m.in. chodzi tu o urealnienie wyceny pakietu walorów Instal Lublin). Wartość nieruchomości inwestycyjnych wzrosła z 51 do 77 mln PLN, łączne aktywa zaś z 170 mln PLN do 195 mln PLN. O 64%, tzn. 14,4 mln PLN, wzrosły zobowiązania długoterminowe spółki.

Umorzenie postępowania w sprawie hali sportowej

Mostostal Export ogłosił umorzenie przez sąd postępowania przeciwko spółce o wypłatę 74 mln PLN odszkodowania w związku z opóźnieniem w realizacji kontraktu na budowę hali sportowej na warszawskim Ursynowie. Sprawa została umorzona z przyczyn formalnych (nie złożenie w terminie rocznym wniosku o wszczęcie postępowania).

Mostostal Zabrze

Dwie umowy na naprawę nawierzchni

Spółka za pośrednictwem PRDiM podpisała dwa kontrakty na remont nawierzchni dróg w województwie śląskim. Wartość kontraktów to 32,3 mln PLN, czyli 8,8% planowanych przychodów na rok 2008. Wartość zleceń podpisanych od maja 2008 roku wynosi 157 mln PLN.

Wybór oferty spółki

Oferta Mostostalu Zabrze została uznana za najkorzystniejszą w przetargu na przebudowę wiaduktu w ciągu ulicy Reymonta w Opolu. Uczestnikiem konsorcjum jest PRDiM. Wartość oferty konsorcjum to 61 mln PLN, czyli 8,9% przychodów spółki za rok 2007.

Pol-Aqua

Raport za pierwsze półrocze 2008

Zysk netto w sprawozdaniu półrocznym wyniósł 26,7 mln PLN, w porównaniu do 30,7 mln PLN wykazanych w sprawozdaniu Q2 2008. Przedstawiciel spółki tłumaczy, że różnica wynika z korekty wyników spółek zależnych, a także zmiany ujęcie kredytu zaciągniętego przez jedną z nich. Wynik jednostkowy spadł z 11,2 mln PLN do 10,3 mln PLN, ze względu na utworzenie dodatkowych rezerw na należności.

Otwarcie działu gospodarki odpadami

Pol-Aqua tworzy Dział Gospodarki Odpadami i chwali się, że we wrześniu pozyskała już pierwszy kontrakt o wartości 8,4 mln PLN (0,6% prognozowanych przychodów spółki na rok 2008). Przedstawiciele firmy liczą na nowe kontrakty, w związku z dofinansowaniem UE sięgającym w latach 2007-2013 ponad 6 mld PLN.

Vectra wybuduje mieszkania dla wojska

Vectra w konsorcjum z Pol-Aqua zobowiązała się zaprojektować i wybudować pod klucz czternaście budynków mieszkalnych (392 mieszkania) wraz z infrastrukturą, zagospodarowaniem terenu i obiektami towarzyszącymi na osiedlu Piaski IV w Legionowie k/Warszawy. Wartość kontraktu to 101,6 mln PLN brutto, czyli około 7,2% prognozowanych przez Pol-Aquę przychodów na rok 2008. Termin zakończenia realizacji kontraktu to 12 kwietnia 2010 roku.

Pol-Aqua wystartuje w przetargu na stadion narodowy

Spółka deklaruje, że na pewno sama złoży ofertę. Pol-Aqua spodziewa się, że konkurencja w przetargu może być duża. Nawet w wypadku przegranej, firma może realizować część zadań podwykonawczych, na przykład dostarczać konstrukcje stalowe. W kwietniu przyszłego roku ma być wybrany generalny wykonawca inwestycji o wartości 1 mld PLN. Spółka zakończy roboty ziemne na stadionie do końca marca 2009 roku.

Prochem

Fuzja nie nastąpi szybko

Fuzja Prochemu ze szwajcarską firmą Chemgineering została bezterminowo zawieszona. Skłoniła ku temu niestabilna sytuacja na rynkach finansowych oraz wahania kursu CHF. Udziałowcy Chemgineering mieli w zamian za swoje papiery objąć nową emisję akcji Prochemu. Firmy zapowiadają rozwijanie współpracy nawet bez połączenia. Chemgineering specjalizuje się w usługach inżynieryjnych dla rynków farmaceutycznego, biotechnologii i chemicznego. Po pierwszym półroczu 2008 roku szwajcarski Chemgineering wypracował 1 mln PLN zysku netto i 50 mln PLN obrotów. W tym samym czasie Prochem osiągnął 8,6 mln PLN zysku netto i 161,4 mln PLN obrotów. W 2008 roku spółka planuje osiągnięcie zysku netto w wysokości 14 mln PLN, przy 280 mln PLN przychodów. Prezes nie dostrzega zagrożenia niewykonania prognozy.

Projprzem

Korzystne warunki działalności mimo kryzysu?

Projprzem zaprezentował wyniki za Q3 2008. Przychody wzrosły z 38,9 mln PLN do 48,5 mln PLN, zysk netto zaś z 2,7 mln PLN do 5 mln PLN. Wzrost odnotowany został we wszystkich segmentach działalności spółki. Ze względu na trudną sytuację na rynku deweloperskim, prezes spółki zapowiedział, że udział w segmentu w przychodach ze sprzedaży wyniesie 10%, a nie 20% jak poprzednio zakładał. Prezes nie dostrzega symptomów spowolnienia gospodarczego za granicą, dostrzega wręcz wzrost ilości zamówień. Spółce sprzyja taniejący złoty i stal.

Rafako

Realizacji programu inwestycyjnego a przebieg kryzysu finansowego

Rafako uzależnia realizację programu inwestycyjnego od sytuacji na rynkach finansowych. Prezes Różacki ocenia, że kryzys na rynku finansowym może mieć wpływ na pozyskane przez firmy energetyczne środki na nowe inwestycje. W efekcie, część inwestycji może nie być realizowana. Wpływ kryzysu może być widoczny w przypadku projektów, które miały się rozpocząć za rok czy dwa lata. Być może pewne spowolnienie będzie już widoczne w drugiej połowie 2009 roku. Spółka zapowiadała, że w 2009 roku wyda na inwestycje 30-50 mln PLN, jednak teraz wstrzymuje realizację tych projektów. Rozbudowa mocy wytwórczych będzie bezpośrednio związana z decyzjami inwestycyjnymi firm energetycznych. Do końca roku ma być przejęta firma projektowa, większe przejęcia zaś są chwilowo wstrzymane. Prezes twierdzi, że spółka jest bardzo dobrze przygotowana na kryzys, biorąc pod uwagę brak kredytów oraz nadwyżkę finansową w dyspozycji firmy. Wyniki za Q3 2008 powinny pokazać wzrost wyników r/r. Prezes dodał też, że spółka zyskuje na osłabieniu PLN, gdyż około 80% kotłów produkowanych przez Rafako jest sprzedawanych na granicą.

Podważony transfer udziałów Rafako do Laris Investments

Zarządca Elektrimu zakwestionował umowę pożyczki udzielonej firmie Laris Investments w 2007 roku. W konsekwencji udzielonej pożyczki i umowy o jej zabezpieczeniu, firma Laris Investments przejęła 37,45% akcji Rafako od Elektrimu.

Unibep

Po wynikach Q3 2008 korekta prognoz

Po wynikach za Q3 2008 spółka ma podać korektę prognoz – niższe mają okazać się przychody. Prezes spółki, Jan Mikołuszko, jest przekonany, że w obliczu kryzysu na rynkach finansowych nadchodzą ciężkie czasy dla budownictwa. Tegoroczny portfel zamówień jest już niemal wypełniony, ale część inwestycji przesunęła się na następny rok. Inwestorzy mają problemy m.in. z uzyskiwaniem kredytów. Prezes zapewnia, że tegoroczna prognoza skonsolidowanego zysku netto (24 mln PLN) będzie zrealizowana, ale przychody (prognoza: 670 mln PLN) będą niższe niż planowano. Obecnie spółka koncentruje się na zapełnianiu przyszłorocznego portfela zleceń. Unibep ma już zakontraktowane umowy na 230 mln PLN w kraju i na 180 mln PLN za granicą. Unibep złożył oferty na 16 obiektów, 9 innych jest w przygotowaniu, spółka ma też 9 innych zapytań ofertowych. Wartość ofert mieści się w przedziale 30-80 mln PLN. Prezes jest przekonany, że kilka umów uda się podpisać jeszcze w tym roku. Spółka stara się przygotować do trudniejszych czasów poprzez lepszą kontrolę kosztów. Wstrzymane też zostały zakupy gruntów. W tym roku nie należy się spodziewać dwóch kolejnych zleceń z Rosji. Tam, zgodnie ze słowami prezesa, inwestorzy mają jeszcze więcej problemów niż w Polsce. Zdaniem prezesa, dobra koniunktura ma szanse wrócić dopiero w 2010 roku.

Budimex (Kupuj)

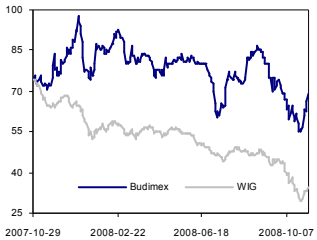
Cena bieżąca: 69 PLN **Cena docelowa: 80 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	3 043,2	3 075,9	1,1%	3 357,1	9,1%	3 834,9	14,2%
EBITDA	31,1	51,7	66,0%	137,9	167,0%	141,3	2,5%
marża EBITDA	*1,0%*	*1,7%*		*4,1%*		*3,7%*	
EBIT	9,9	28,0	182,2%	118,8	323,5%	121,7	2,5%
Zysk netto	3,9	15,1	286,9%	99,2	558,5%	109,8	10,6%
P/E	452,4	116,9		17,8		16,0	
P/CE	70,2	45,5		14,9		13,6	
P/BV	3,4	3,3		2,9		2,6	
EV/EBITDA	48,4	29,5		10,9		10,1	
Dyield (%)	0,0	0,0		1,4		3,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	25,5
MC (cena bieżąca)	1 761,6
EV (cena bieżąca)	1 499,8
Free float	26,7%
Zmiana ceny: 1m	*3,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-15,0%*
Zmiana ceny: 12m	*-4,6%*
Max (52 tyg.)	97,7
Min (52 tyg.)	55,0



Pozytywnie postrzegamy perspektywy Budimexu, ze względu na realizację planu budowy dróg w Polsce oraz szansę na zdobycie kontraktów na budowę odcinków autostrad Stryków-Pyrzowice oraz Stryków Konotopa. Jednocześnie redukujemy nasze oczekiwania w przypadku segmentu deweloperskiego oraz segmentu budownictwa ogólnego. Spodziewamy się, że w 2010 roku, tzn. wtedy, gdy spowolnienie w gospodarce będzie widoczne w wynikach przedsiębiorstw budowlanych, aż 72% wyniku Budimexu będzie generowanego w segmencie drogowym, nie narażonym na wahania koniunktury. Rekomendujemy kupno walorów Budimexu.

Wyniki kwartalne Q3 2008

Przychody Budimexu w Q3 2008 wyniosły 964,9 mln PLN, czyli o około 8,6% więcej niż w roku ubiegłym i o 2% więcej niż konsensus rynkowy. Marża zysku operacyjnego ukształtowała się na poziomie 3,6%, w porównaniu do 3,5% w pierwszym półroczu i 1% w roku ubiegłym (konsensus prognoz: 3,4%). Zysk netto w Q3 2008 wyniósł 27,2 mln PLN (marża: 2,8%), w porównaniu do 45,9 mln PLN w pierwszym półroczu (marża: 3,1%) oraz 1,4 mln PLN w roku ubiegłym (marża: 0,2%). Konsensus prognoz zakładał wygenerowanie 25,9 mln PLN zysku netto (marża: 2,8%). Wyniki Budimexu za Q3 2008 są naszym zdaniem bardzo dobre. Po zaliczeniu wszystkich przychodów z rozliczenia transakcji na instrumentach pochodnych do wyniku z działalności budowlanej, otrzymujemy rentowność brutto ze sprzedaży w segmencie na poziomie 9,7%. Spółka przyznaje, że wysoka rentowność została wygenerowana na kontraktach infrastrukturalnych. Równocześnie, Budimex zaksięgował bardzo wysokie pozostałe koszty operacyjne, z których aż 33,1 mln PLN to odszkodowania i kary umowne.

Opóźnienia w rozstrzygnięciu negocjacji

W piątek ministerstwo infrastruktury miało wybrać konsorcjum, które dostanie kontrakt na budowę i eksploatację odcinka autostrady A2 Stryków-Konotopa. Niestety, negocjacje nie zostały zakończone. Powody opóźnień w negocjacjach mogą być różne. Jedna z wersji wydarzeń mówi, że ogłoszenie wyniku nie mogło mieć miejsca, ponieważ ostatecznie dokumenty musi jeszcze zaakceptować Cezary Grabarczyk, minister infrastruktury, który w ubiegłym tygodniu przebywał wraz z premierem w Pekinie. Inni zaś twierdzą, że wyłonienie zwycięzcy jest trudne ze względu na kryzys na rynkach walutowych oraz bardzo wysoką zmienność kursów walutowych. Pewien anonimowy specjalista wypowiedział się nawet, że nie spodziewa się w związku z tym decyzji w tym roku. Według nieoficjalnych informacji, oferta Autostrady Południe (Budimex, Ferrovial, Cintra) zakłada ukończenie budowy do kwietnie 2013 roku i koszt 1 km = 10 mln EUR. Oferta Autostrady Mazowsze (Stalexport Autostrady) zakłada zakończenie budowy przed Euro 2012 i koszt budowy 1 km = 12-14 mln EUR. Wśród przedstawicieli firm autostradowych za faworyta uchodzi Autostrada Mazowsze, gdyż Autostrada Południe stara się jeszcze o kontrakt na budowę odcinka Stryków – Pyrzowice, w związku z tym zrealizowanie obu projektów jednocześnie mogłoby nie być możliwe. Budżet kontraktu na budowę odcinka Stryków – Konotopa to 1,6-1,7 mld EUR, z czego 500-700 mln EUR może pożyczyć Europejski Bank Inwestycyjny.

Duży kontrakt i ambitne plany

Budimex podpisał kontrakt na zaprojektowanie i budowę odcinka autostradowej obwodnicy Wrocławia. Wartość kontraktu to 638,8 mln PLN, czyli 19,7% prognozowanych przychodów za rok 2008. Ogłoszenie zwycięstwa Budimexu w przetargu zostało podane do wiadomości publicznej w sierpniu. W wywiadzie prezes spółki przyznał, że nie wyklucza osiągnięcia 100 mln PLN zysku netto w 2008 roku. Portfel zamówień Budimexu sięga 3,5 mld PLN (włączając kontrakt na autostradę 4,1 mld PLN). Prezes przyznał także, że w przyszłym roku Budimex uzyska wyższą rentowność. Optymalna rentowność netto spółki to 4%, może być ona osiągnięta w 2009 lub 2010 roku.

W planach redukcja kosztów zarządu

Budimex zapowiada połączenie Budimexu SA z Budimexem Inwestycje. Budimex Inwestycje posiada 50% udziałów w Budimex Nieruchomości, jest właścicielem i zarządcą niektórych aktywów grupy Budimex, a w chwili obecnej realizuje dwa projekty deweloperskie: Idzikowskiego i Polkowska.

Kontrakt z Budimex Nieruchomości

Budimex podpisał kontrakt na 117,7 mln PLN ze spółką Budimex Nieruchomości (w której Budimex posiada 50% udziałów). Termin rozpoczęcia budowy to 15 października 2008 roku, a termin zakończenia to 10 grudnia 2010 roku. Przedmiotem budowy jest III etap inwestycji Apartamenty Murano. Wartość inwestycji to około 3,6% przychodów prognozowanych na rok 2008.

Nowy kontrakt drogowy

Budimex podpisał kontrakt na budowę dwóch odcinków drogi w Zabrzu ze spółką Drogowa Trasa Średnicowa. Wartość kontraktu to 245,4 mln PLN, czyli 7,7% prognozowanych przychodów na rok 2008.

Elektrobudowa (Kupuj)

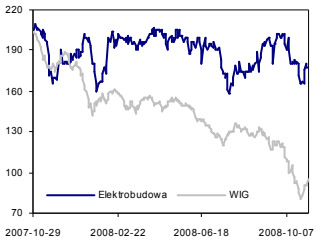
Cena bieżąca: 177,5 PLN **Cena docelowa: 246,2 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-09-05

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	473,9	679,6	43,4%	873,3	28,5%	943,6	8,0%
EBITDA	28,2	49,6	75,8%	79,9	61,1%	91,0	13,9%
marża EBITDA	*6,0%*	*7,3%*		*9,2%*		*9,6%*	
EBIT	23,5	44,2	87,9%	69,4	56,8%	73,9	6,5%
Zysk netto	15,4	34,7	125,2%	57,3	65,0%	63,4	10,7%
P/E	48,6	21,6		14,7		13,3	
P/CE	37,3	18,7		12,4		10,5	
P/BV	8,2	6,7		3,5		3,0	
EV/EBITDA	26,7	15,1		10,3		8,9	
Dyield (%)	0,8	1,1		2,2		2,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	4,7
MC (cena bieżąca)	842,7
EV (cena bieżąca)	822,8
Free float	39,1%
Zmiana ceny: 1m	*-9,0%*
Zmiana ceny: 6m	*-11,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-13,5%*
Max (52 tyg.)	207,0
Min (52 tyg.)	157,5



Przewidujemy, że spółka zrealizuje zaktualizowaną prognozę wyników na rok 2008. Z uwagi na przewidywane inwestycje w polskiej energetyce podtrzymujemy rekomendację kupuj, zwracając jednocześnie uwagę, że dynamika wzrostu przychodów i marże mogą być niższe w 2009 i 2010 roku niż zakładaliśmy, ze względu na przewidywaną ujemną dynamikę inwestycji w segmencie budownictwa przemysłowego w 2009 i 2010 roku. Znaczna część klientów spółki należy do sektora przemysłu ogólnego.

Erbud (Kupuj)

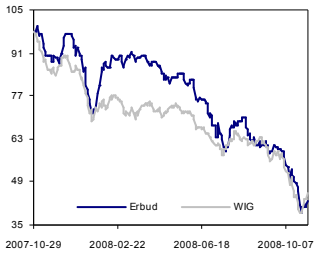
Cena bieżąca: 42,5 PLN **Cena docelowa: 80,2 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-18

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	426,2	663,1	55,6%	1 056,0	59,3%	1 297,0	22,8%
EBITDA	26,6	34,6	30,1%	67,8	96,0%	79,6	17,3%
marża EBITDA	*6,2%*	*5,2%*		*6,4%*		*6,1%*	
EBIT	25,4	32,8	29,3%	61,3	87,2%	72,5	18,3%
Zysk netto	20,2	31,8	57,6%	54,0	69,6%	65,9	22,1%
P/E	21,2	16,8		9,9		8,1	
P/CE	19,9	15,9		8,8		7,3	
P/BV	10,4	2,8		2,2		1,7	
EV/EBITDA	15,0	13,4		5,9		4,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	12,6
MC (cena bieżąca)	534,3
EV (cena bieżąca)	401,4
Free float	21,0%
Zmiana ceny: 1m	*-25,4%*
Zmiana ceny: 6m	*-48,7%*
Zmiana ceny: 12m	*-57,4%*
Max (52 tyg.)	99,8
Min (52 tyg.)	39,0



Podtrzymujemy rekomendację kupuj, pomimo coraz bardziej realnego spowolnienia w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego. Sądzimy, że dużym atutem Erbudu jest dostęp do rynków eksportowych (możliwość transferu pracowników do krajów obcych, w przypadku braku pracy w Polsce) oraz szeroka sieć kontraktów biznesowych z firmami zagranicznymi (możliwość brania udziału w przetargach infrastrukturalnych w konsorcjum). Sądzimy, że sytuacja dewelopera Erbudu, firmy Budlex, jest znacznie lepsza niż większości deweloperów notowanych na GPW. Firma ta na rynku Bydgoskim i Toruńskim posiada udział rynkowy rzędu 60% (możliwość dyktowania cen). Ponadto, Budlex współpracuje z bankami w przypadku finansowania zakupów mieszkań przez klientów (ograniczenie ryzyka nie wywiązania się klientów z umowy zakupu, jak w przypadku systemu sprzedaży mieszkań 10/90).

Wyniki za pierwsze półrocze 2008

Erbud opublikował raport za pierwsze półrocze 2008. Różnice w przychodach oraz kosztach nie są istotne, zysk przed opodatkowaniem wyniósł w raporcie półrocznym 21,1 mln PLN, w raporcie kwartalnym zaś 21,3 mln PLN (-1,1%). Znacznie mniejszy okazał się za to podatek odroczony, który w raporcie 1H 2008 został wykazany w kwocie 5,3 mln PLN, w raporcie Q2 2008 zaś w wysokości 8,2 mln PLN (-35,5%). W efekcie zysk netto dla akcjonariuszy większościowych w raporcie 1H`08 osiągnął wysokość 15,7 mln PLN, zaś w raporcie Q2 13,2 mln PLN (+19,1%). Niższy zaksięgowany podatek wynika z opinii audytora dotyczącej podatku rozpoznanego w spółkach zależnych. Firma Budlex składa się ze spółek celowych, powołanych do różnych celów, np. prowadzenia inwestycji czy zakupu gruntów. W raporcie Q2 2008 spółka wykazała na przykład podatek, zapłacony w ramach transakcji sprzedaży gruntu przez jedną spółkę zależną innej spółce zależnej. W wyniku interwencji audytora, tego typu podatek nie został wykazany w sprawozdaniu skonsolidowanym. Różnice są niewielkie, nie mają charakteru operacyjnego oraz nie wpływają na wycenę spółki.

Mostostal Warszawa (Kupuj)

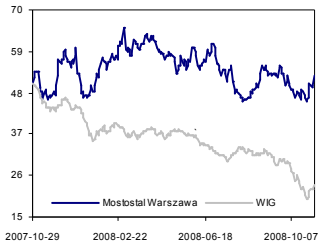
Cena bieżąca: 52,6 PLN **Cena docelowa: 68,9 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-22

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 188,1	1 928,4	62,3%	2 275,9	18,0%	2 595,6	14,0%
EBITDA	40,6	78,5	93,2%	113,8	45,0%	132,1	16,1%
marża EBITDA	*3,4%*	*4,1%*		*5,0%*		*5,1%*	
EBIT	21,2	58,9	178,0%	90,9	54,4%	107,6	18,3%
Zysk netto	17,0	52,9	211,7%	78,7	48,7%	87,4	11,0%
P/E	52,7	19,9		13,4		12,0	
P/CE	24,6	14,5		10,4		9,4	
P/BV	4,0	3,7		2,9		2,6	
EV/EBITDA	20,2	11,1		7,3		6,1	
Dyield (%)	0,0	0,1		0,0		3,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	20,0
MC (cena bieżąca)	1 052,0
EV (cena bieżąca)	830,5
Free float	18,7%
Zmiana ceny: 1m	*7,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-2,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-1,7%*
Max (52 tyg.)	65,5
Min (52 tyg.)	45,7



Mostostal Warszawa jest naszym zdaniem jedną z najbardziej atrakcyjnie wycenionych spółek budowlanych na GPW. W dodatku, firma w ograniczonym stopniu jest zagrożona ryzykiem pogorszenia koniunktury w dziedzinie budownictwa ogólnego, ze względu na bardzo zdywersyfikowany profil działalności. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt na budowę obwodnicy Wrocławia

Mostostal Warszawa, w konsorcjum z Strabag, Dywidag Bau i Heilit+Woerner zbuduje odcinek Autostradowej Obwodnicy Wrocławia. Wartość kontraktu to 2,06 mld PLN brutto, z czego 30%, czyli 617,4 mln PLN przypada na Mostostal Warszawa (23,8% przychodów prognozowanych na rok 2009). Termin zakończenia prac to 29 miesięcy od daty przekazania placu budowy (najwcześniej: marzec 2011).

PBG (Akumuluj)

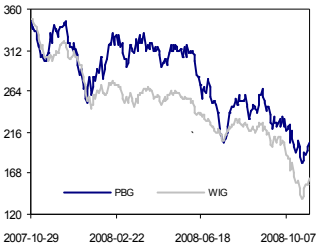
Cena bieżąca: 203,5 PLN **Cena docelowa: 245,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-11-05

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	674,3	1 376,8	104,2%	2 036,4	47,9%	2 769,7	36,0%
EBITDA	88,5	138,2	56,1%	268,4	94,3%	356,7	32,9%
marża EBITDA	*13,1%*	*10,0%*		*13,2%*		*12,9%*	
EBIT	72,0	109,4	52,0%	234,3	114,2%	322,5	37,6%
Zysk netto	52,2	102,1	95,6%	143,1	40,2%	194,7	36,1%
P/E	46,9	26,3		19,1		14,0	
P/CE	35,6	20,5		15,4		11,9	
P/BV	6,7	3,6		3,1		2,7	
EV/EBITDA	31,6	22,0		12,1		9,2	
Dyield (%)	0,0	0,1		0,0		2,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	13,4
MC (cena bieżąca)	2 733,0
EV (cena bieżąca)	3 253,3
Free float	53,0%
Zmiana ceny: 1m	*-7,1%*
Zmiana ceny: 6m	*-35,2%*
Zmiana ceny: 12m	*-39,3%*
Max (52 tyg.)	345,0
Min (52 tyg.)	180,0



Perspektywy PBG postrzegamy pozytywnie. Zwracamy uwagę na bardzo duży backlog w segmencie gazu ziemnego i ropy naftowej (około 750 mln PLN na rok 2009), który naszym zdaniem pozwoli spółce generować bardzo dobre marże. Dalej uważamy, że ryzyko wzrostu konkurencji w segmencie ekologicznym w 2009 roku jest realne, natomiast sądzimy, że jego wpływ został już zdyskontowany. Z uwagi na spadek wyceny spółki, zmieniamy naszą rekomendację z trzymaj na akumuluj.

Podniesienie prognoz na 2008 rok

PBG opublikowała nową prognozę wyników na rok 2008. Zgodnie z nową prognozą, przychody ze sprzedaży mają wynieść 1 924 mln PLN, zysk netto dla akcjonariuszy większościowych zaś 157,8 mln PLN. Prognoza nie uwzględnia wyników PRG Metro, gdyż spółka ta nie prowadziła do tej pory rachunkowości zgodnie z MSR. Przedstawiciel spółki, p. Jacek Krzyżaniak twierdzi, że w 2009 roku spółka będzie w stanie utrzymać dynamikę wzrostu przychodów na poziomie z 2008 roku. Zgodnie z wyjaśnieniem przedstawiciela spółki, PBG nie skorygowało tych danych finansowych, gdyż różnica pomiędzy poprzednią a obecną prognozą nie przekroczyła 10%.

Wyniki za pierwsze półrocze 2008

Firma PBG opublikowała raport za pierwsze półrocze 2008. Różnice w przychodach, a także kosztach nie są istotne, zysk przed opodatkowaniem wyniósł w raporcie półrocznym 68,8 mln PLN, w porównaniu do 67,3 mln PLN wykazanych w raporcie Q2 2008 (+2,2%). Istotna różnica występuje za to w przypadku podatku dochodowego, który w raporcie 1H 2008 wyniósł 15,8 mln PLN, w raporcie Q2 2008 zaś 4,8 mln PLN (-69,5%). Zysk przypadający akcjonariuszom mniejszościowym osiągnął wielkość 14,0 mln PLN, w porównaniu do 10,3 mln PLN wykazanych w raporcie kwartalnym (+36,0%). Zysk netto w raporcie 1H 2008 wyniósł 50,0 mln PLN, w porównaniu do 41,2 mln PLN wykazanych w sprawozdaniu Q2 2008. Efekt wynika z decyzji audytora o utworzeniu aktywa z tytułu podatku odroczonego w Hydrobudowie 9. W efekcie, aktywowaniu uległa tarcza podatkowa, którą dysponuje spółka. Przedstawiciel PBG szacuje, że tarcza podatkowa, jaką dysponuje PBG z tytułu posiadania udziałów w Hydrobudowie 9 wynosi około 47 mln PLN, z czego około 11 mln PLN zostało aktywowane w pierwszej połowie 2008 roku.

PBG zbuduje magazyn w Wierzchowicach

PBG otrzymało kontrakt na rozbudowę PMG Wierzchowice o wartości 1,09 mld PLN (54% prognozowanych przychodów na rok 2008). Realizacja kontraktu potrwa trzy lata (2009-2011).

Oferta Hydrobudowy najkorzystniejsza w przetargu na stadion w Poznaniu

Hydrobudowa Polska w konsorcjum z PBG i Alpine złożyła najkorzystniejszą ofertę cenową na budowę Stadionu w Poznaniu. Wartość oferty to 486 mln PLN brutto, czyli 50 mln PLN więcej niż przewidywał kosztorys inwestorski. Konkurencyjne oferty przedstawiły trzy inne konsorcja, w których znalazły się firmy takie jak Budimex, Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa. Za rozbudowę stadionu oczekiwali wynagrodzenia od 495 mln PLN do 629 mln PLN. Ponieważ 100% kryterium zwycięstwa w przetargu jest cena, kontrakt najprawdopodobniej będzie realizowany przez konsorcjum na czele z Hydrobudową Polska. P. Krzyżaniak z PBG przyznaje, że rentowność kontraktu została skalkulowana przy rentowności operacyjnej na poziomie kilkunastu procent.

Rozwój w segmencie drogowym

PBG połączyło spółki PRID, Betpol i Dromost. Odtąd firmy te będą działać w grupie Apriva. Już obecnie rentowność spółek jest bardzo wysoka, w ubiegłym roku w Betpol osiągnęła poziom 21,3%, w Dromoście 14,7%, zaś w PRID 12,9%. W ramach budowy grupy PBG pragnie zainwestować kilkadziesiąt mln PLN, nie mniej niż 50 mln PLN, aby przygotować się do realizacji inwestycji drogowych (wytwórnie mas bitumicznych,..). W tym roku przychody z działalności

drogowej mogą osiągnąć poziom 150 mln PLN, za trzy lata zaś – 500 mln PLN. Ważnym atutem PBG jest dostęp do własnych złóż kruszyw. P. Jacek Krzyżaniak przyznaje, że spółka rozważała kolejne akwizycje, ale firmy z obrotami nie mniejszymi niż 100 mln PLN i rentownością na poziomie około 10% są wyceniane znacznie wyżej niż firmy obecne na GPW.

7 mld PLN backlogu na koniec roku?

Zdaniem Przemysława Szkudlarczyka, wiceprezesa spółki, portfel zamówień PBG może urosnąć na koniec roku do 7 mld PLN. Skonsolidowana sprzedaż na koniec roku powinna przekroczyć 2 mld PLN.

Polimex Mostostal (Kupuj)

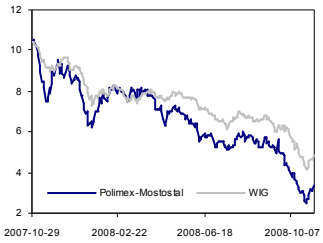
Cena bieżąca: 3,4 PLN **Cena docelowa: 4,1 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-24

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	2 483,4	3 720,5	49,8%	4 506,2	21,1%	4 979,1	10,5%
EBITDA	129,7	205,4	58,4%	299,8	45,9%	310,5	3,6%
marża EBITDA	*5,2%*	*5,5%*		*6,7%*		*6,2%*	
EBIT	98,5	160,4	62,8%	237,3	47,9%	244,3	3,0%
Zysk netto	62,6	100,1	59,9%	138,9	38,8%	147,1	5,9%
P/E	25,6	16,2		11,8		11,1	
P/CE	17,1	11,2		8,1		7,7	
P/BV	4,5	1,6		1,4		1,2	
EV/EBITDA	13,8	10,3		7,6		7,7	
Dyield (%)	0,4	0,5		0,3		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	481,0
MC (cena bieżąca)	1 635,3
EV (cena bieżąca)	2 269,6
Free float	58,8%
Zmiana ceny: 1m	*-13,9%*
Zmiana ceny: 6m	*-51,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-66,8%*
Max (52 tyg.)	10,3
Min (52 tyg.)	2,5



Uważamy, że kurs akcji spółki w sposób przesadny zareagował na ryzyka związane z kryzysem na rynkach finansowych oraz na możliwość spadku rentowności produkcji konstrukcji stalowych. W naszym zaktualizowanym modelu wyceny udział segmentu produkcji i budownictwa ogólnego w przychodach spółki wynosi 38,9% w porównaniu do 57,4% w 2008 roku. Pozostała część wyniku będzie generowana w segmencie infrastrukturalnym (drogi i koleje) oraz budownictwa specjalistycznego (chemia, energetyka). Sądzimy, że przyjęte przez nas w modelu wyceny założenia odzwierciedlają perspektywy spółki, w związku z tym rekomendujemy kupno walorów Polimexu.

Komentarz prezesa do sprawozdania półrocznego

Konrad Jaskóła, prezes Polimexu, wypowiedział się na temat sprawozdania półrocznego. Prezes tłumaczy, że różnica między wyceną rynkową Energomontażu Północ i wartością 65,5% pakietu akcji spółki wynika z parytetu wymiany akcji, który został ustalony przez niezależnego doradcę, PWC. Wymiana akcji była wykorzystana przy zakupie drugiej transzy akcji Energomontażu Północ. Pierwsza transza została nabyta po cenie 11,74 PLN za akcję, czyli wówczas z 28,5% dyskonta do ówczesnej ceny rynkowej. Ponadto, prezes komentuje kwestię braku opinii audytora odnośnie działalności rumuńskiej spółki zależnej, Grupy Kapitałowej Coifer. Jego zdaniem, brak opinii wynika z faktu, że spółka dopiero od początku roku 2008 wdrożyła MSR, w związku z tym brakuje porównywalnych danych za rok ubiegły.

Odpowiedź na dekoniunkturę za granicą

Zgodnie z udzielonym wywiadem, prezes spółki nadal wierzy w koniunkturę w polskim budownictwie. Bardzo duży popyt obserwowany jest w zakresie kotłów dla energetyki. Kolejnym perspektywicznym segmentem jest chemia oraz drogi i koleje (wzrost popytu na roboty ma doprowadzić do wzrostu realizowanych marż). Prezes wierzy także, że spółce nie zabraknie zleceń w pozostałych segmentach. Polimex w najbliższym czasie nie planuje nowych akwizycji. Ma za to mieć miejsce połączenie Naftobudowy i Naftoremontu. Zarząd spółki obiecuje też dążyć do utrzymania corocznego zwiększania sprzedaży o 20-30% i marży zysku netto nie mniejszej niż 3%. Portfel spółki sięga obecnie 6,2 mld PLN. Spółka nie posiada problemu z pozyskaniem finansowania od banków, jest także w stanie zmniejszyć zadłużenie dokonując sprzedaży m.in. posiadanych działek w Krakowie i Katowicach, a także hotelu Warszawa. W grudniu spółka przedstawi strategię na lata 2009-2011.

Duża umowa Torpol

Torpol pozyskał duży kontrakt na modernizację linii kolejowej E-65 odcinek Warszawa - Gdynia etap II 53,5 mln EUR. Wartość kontraktu to około 4,8% prognozowanych wartości przychodów za rok 2008.

Trakcja Polska (Kupuj)

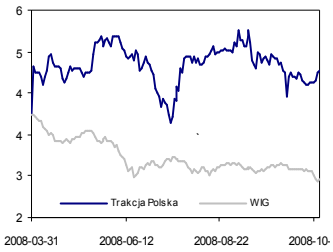
Cena bieżąca: 4,8 PLN **Cena docelowa: 6 PLN**

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-17

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	363,2	646,8	78,1%	848,8	31,2%	1 007,8	18,7%
EBITDA	16,8	35,6	112,4%	71,4	100,4%	86,6	21,4%
marża EBITDA	*4,6%*	*5,5%*		*8,4%*		*8,6%*	
EBIT	12,1	29,6	145,1%	63,0	113,2%	73,8	17,1%
Zysk netto	11,5	29,6	158,6%	57,2	92,9%	70,1	22,6%
P/E	54,9	21,2		13,6		11,1	
P/CE	38,9	17,6		11,8		9,3	
P/BV	5,2	4,3		2,5		2,0	
EV/EBITDA	29,5	15,8		8,7		5,7	
Dyield (%)	0,0	0,5		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	160,1
MC (cena bieżąca)	774,9
EV (cena bieżąca)	621,9
Free float	38,8%
Zmiana ceny: 1m	*-2,0%*
Zmiana ceny: 6m	*0,6%*
Zmiana ceny: 12m	
Max (52 tyg.)	5,6
Min (52 tyg.)	3,8



Zaletą Trakcji Polskiej jest brak powiązania między przychodami i zyskami spółki a koniunkturą gospodarczą. Jest to związane z charakterem klienta (PKP PLK), który zyski generuje z taryf za korzystanie z infrastruktury, ponadto inwestycje PKP PLK są dotowane ze środków UE. Rekomendujemy kupno walorów Trakcji Polskiej.

Zmiana prognozy na rok 2008

Trakcja Polska dokonała korekty prognozy wyniku za rok 2008. Zysk netto wzrósł z 51 mln PLN do 58 mln PLN, przychody zaś spadły z 896 mln PLN do 861 mln PLN. Zarząd uznał, że marże na wykonywanych kontraktach będą wyższe od pierwotnie szacowanych. Prognoza EBIT została podniesiona o 4%, do 67,3 mln PLN.

Poprawa wyników w 2009 roku

Spółka ma w połowie wypełniony portfel na rok 2009 (backlog na 2009 rok wynosi 0,5 mld PLN). Portfel może wkrótce wzrosnąć, gdyż Trakcja spodziewa się ogłoszenia jeszcze w tym kwartale przetargów o wartości 2-2,5 mld PLN. Trakcja Polska wkrótce podpisze umowy na modernizację stacji kolejowej Czarnowąsy oraz części węzła poznańskiego. Poza przetargami kolejowymi, spółka startuje w przetargu na modernizację bazy metra na warszawskich Kabatach. Spółka zapowiada poprawę wyników w 2009 roku, niezależnie od ewentualnych przejęć, które mogą być przeprowadzone w najbliższych miesiącach. Zgodnie z wypowiedzią prezesa, podniesienie prognozy związane jest z poprawą wydajności w spółce.

Podpisanie kontraktu za 120 mln PLN

Spółka podpisała kontrakt na prace budowlane na odcinku Warszawa Główna Towarowa – Józefów, Warszawa Główna Towarowa – Warszawa Gołąbki, Warszawa Główna Towarowa – Warszawa Gdańska. Wartość kontraktu to 120 mln PLN, czyli 14% przychodów prognozowanych na rok 2008.

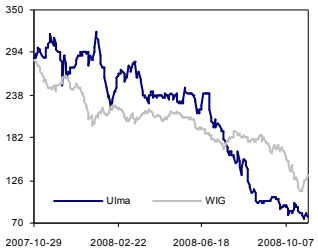
Ulma Construccion Polska (Trzymaj)

Analityk: Maciej Stokłosa

Cena bieżąca: 79 PLN **Cena docelowa: 100,2 PLN** **Data ostatniej aktualizacji: 2008-09-05**

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	154,3	222,6	44,3%	248,3	11,5%	273,3	10,1%
EBITDA	74,7	108,5	45,3%	91,9	-15,3%	108,8	18,4%
marża EBITDA	*48,4%*	*48,7%*		*37,0%*		*39,8%*	
EBIT	45,6	66,6	46,0%	42,3	-36,5%	47,5	12,3%
Zysk netto	32,9	50,9	54,6%	27,0	-47,0%	25,8	-4,4%
P/E	11,7	8,2		15,4		16,1	
P/CE	6,2	4,5		5,4		4,8	
P/BV	3,8	1,7		1,5		1,4	
EV/EBITDA	6,5	4,4		6,6		6,4	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5,3
MC (cena bieżąca)	415,2
EV (cena bieżąca)	605,3
Free float	24,5%
Zmiana ceny: 1m	*-12,2%*
Zmiana ceny: 6m	*-66,9%*
Zmiana ceny: 12m	*-73,1%*
Max (52 tyg.)	320,0
Min (52 tyg.)	75,3



Podtrzymujemy rekomendację neutralną, ze względu na dużą niepewność co do kształtowania się równowagi konkurencyjnej na rynku dzierżawy szalunków. Ze względu na znaczną obniżkę cen dzierżawy szalunków, Ulma w pierwszej połowie roku pozyskała stosunkowo niewiele umów dzierżawy. Prognozujemy, że sytuacja poprawi się w Q4 2008 (nowe umowy, wzrost rotacji majątku), natomiast przyznajemy, że możliwa jest wcześniejsza poprawa, tzn. w Q3 2008. W perspektywie wyników lat przyszłych (2010, 2011), dostrzegamy ryzyka związane ze spadkiem produkcji budowlano - montażowej w segmencie budownictwa kubaturowego, w którym głównie wykorzystywane są szalunki. Rekomendujemy trzymanie walorów Ulmy.

Deweloperzy

Sprzedaż mieszkań spadła o 22,6%

Zgodnie z danymi firmy REAS, sprzedaż mieszkań spadła w tym roku o 22,6%. W Q3 2008 sprzedaż mieszkań w największych miastach Polski była zaś o 1/3 większa niż rok temu. Dobre wyniki Q3 2008 wynikają z niskiej bazy porównawczej (sprzedaż w Q3 2007 była najniższa w ciągu 2 ostatnich lat). Zgodnie z prognozą firmy, wyniki sprzedaży za Q4 2008 mają być bardzo słabe, co związane jest z trudnościami w pozyskaniu kredytów hipotecznych. Spośród lokali, które mają być oddane, 81% zostało sprzedanych, a 45% lokali, które pojawią się na rynku w 2009 roku, zostało już objętych umowami przedwstępnymi. Zastój na rynku potrwa minimum 9 miesięcy i nie pozostanie bez wpływu na ceny. Zdaniem przedstawiciela firmy, deweloperzy już w najbliższych miesiącach mogą być zmuszeni do obniżki cen oferowanych lokali.

Sprzedaż nieruchomości spadła/spadnie o 70%?

Prezes Polnordu w wywiadzie przyznaje, że wzrost wymagalnego udziału własnego do powyżej 10% wartości transakcji zakupu mieszkania, czyli do na przykład 20, czy 30%, może zmniejszyć sprzedaż mieszkań nawet o 70%. Prezes Gant Development spodziewa się, że największy problem może pojawić się ze sprzedażą kilkudziesięciometrowych mieszkań z tzw. średniej półki. Jerzy Sobański z Warszawskiego Stowarzyszenia Pośredników w Obrocie Nieruchomościami twierdzi, że w tej chwili wielkość sprzedaży na rynku to jedynie 30% tego, co się sprzedawało przed rokiem. Pan Sobański uważa jednak, że duży spadek cen nieruchomości do 30% jest jednak mało prawdopodobny. Prezes Metrohouse spodziewa się, że w ciągu kolejnych miesięcy uwidoczni się zacięta walka o klientów pomiędzy deweloperami, a sprzedającymi na rynku wtórnym. Krzysztof Kieszkowski z firmy Polanowscy Doradcy ds. Nieruchomości uważa, że ceny ofertowe mogą być stopniowo zmniejszane, upusty zaś mogą wynieść do 20% dzisiejszej ceny.

Kiedy najlepiej kupować mieszkania?

Analitycy Open Finance przewidują, że ceny mieszkań w ciągu najbliższych 12 miesięcy spadną o 10%, popyt zaś spadnie o 20%. Zdaniem pośrednika, banki ciągle skłonne są udzielać kredytów w PLN, ponadto pewni inwestorzy mogą być skłonni wycofać pieniądze z giełdy i ulokować je w nieruchomościach. W efekcie, dołek cenowy zdaniem Open Finance wystąpi najprawdopodobniej na wiosnę 2009 roku.

Prognozy redNet Consulting

Firma w raporcie „Rynek mieszkaniowy w Polsce do 2012 roku" twierdzi, że do końca 2008 roku ceny mieszkań w Warszawie spadną średnio o 5% i na tym spadki się zakończą. Prezes spółki twierdzi, że ceny mieszkań w Gdańsku nie będą już spadać. W 2009 roku średnie ceny mieszkań w Warszawie mają utrzymać się na poziomie zbliżonym do poziomu z Q4 2008. Indeksy cenowe mogą jednak pokazywać spadki, ze względu na większy udział mieszkań z segmentu popularnego. Kryzys kredytowy może spowodować, że właśnie tego typu mieszkania będą cieszyć się największym powodzeniem. Zgodnie ze słowami prezesa redNet, mieszkań tych wcale nie ma wiele. W latach 2010 i 2011 ceny mieszkań w Warszawie mają na powrót rosnąć, w 2012 roku oczekiwana jest stabilizacja, a może nawet kolejna korekta cenowa. Zgodnie z szacunkami redNet, w Polsce występuje deficyt mieszkań sięgający 1,4 mln lokali (uwzględniając emigrację zarobkową).

Ustanie obowiązku odrolnienia ziemi o niskiej klasie

Jeden z projektów ustaw rządowych ma zwiększyć dostępność gruntów pod zabudowę mieszkaniową, zdejmując obowiązek odrolnienia z właścicieli gruntów miejskich i pozamiejskich czwartej, piątej i szóstej klasy. Deweloperom zależy na zmianie przepisów, zgodnie jednak uważają, że to dopiero mały krok we właściwym kierunku.

Kogo dotkną zaostrzenia w udzielaniu kredytów hipotecznych?

Zgodnie ze słowami prezesa firmy doradczej REAS, zmiana warunków przyznawania kredytów hipotecznych dotknie przynajmniej 40% nabywców. Jednocześnie, część klientów zostanie zepchnięta do niższego segmentu rynku. Klienci będą rozważać kupno mieszkania w gorszej lokalizacji bądź samodzielną budowę domu. W ciągu ostatniego roku rozpoczęto wokół Warszawy budowę prawie 10 tys. domów, podczas gdy w latach ubiegłych liczba ta sięgała 4 - 5 tys. domów. Po odjęciu popytu spekulacyjnego popyt trwały można szacować na 15 tys. mieszkań, gdy odpłynie z niego 4 - 5 tys. lokali, to można mówić o dużym ubytku popytu. Prezes REAS przypuszcza, że nie było wielu deweloperów, którzy rozpoczęli budowę bez finansowania, problemem może być zaś przedłużanie się czasu potrzebnego na sprzedaż mieszkań i związana z tym konieczność renegocjacji umów kredytowych z bankami. Część deweloperów może być w związku z tym zmuszona do wyzbywania się składników majątku, w tym gruntów. Prezes przewiduje, że utrudnienia z udzielaniem kredytów dla deweloperów i klientów może doprowadzić do sytuacji, w której za trzy lata podaż będzie znacznie mniejsza od potrzeb, w związku z tym w 2011 roku znów rozpocznie się wzrost cen mieszkań.

Trudności deweloperów w pozyskiwaniu kredytów

Banki uważają branżę deweloperską za jedną z najbardziej ryzykownych. Przedstawiciel BZ WBK przyznał, że najbardziej ryzykowne branże w ocenie banku to: budownictwo, transport i przemysł meblarski. Mimo to, nawet w tych czasach, niektórzy deweloperzy mogą liczyć na kredyt na inwestycję mieszkaniową. Prezes Dom Development przyznaje, że uzyskanie kredytu jest możliwe pod warunkiem posiadania dobrej lokalizacji i dobrej opinii w branży. Przedstawiciel Polnordu przyznaje, że spółka nie starała się o kredyt w ostatnim czasie, ale inni deweloperzy spotykają się z odmową i wyjątkowym zaostrzaniem kryteriów kredytowych. W najlepszym przypadku deweloper musi się spodziewać wzrostu udziału własnego w inwestycji nawet do 50% oraz wyższej prowizji pobieranej przez bank (czasem prowizja dochodzi nawet do 3,5%).

Gant

Gant wstrzymuje projekty deweloperskie

Wynik za trzeci kwartał powinien być zbliżony do wyniku z Q2 2008 – zgodnie z deklaracją przedstawiciela spółki. Gant wstrzymuje projekty mieszkaniowe, których rozpoczęcie planowano na rok 2009, zamierza natomiast rozpocząć trzy projekty komercyjne. Sprzedaż mieszkań za październik zgodnie ze słowami prezesa wygląda nieźle, ale wykazuje tendencję spadkową. W ciągu trzech tygodni października sprzedane zostało 38 mieszkań. Gant, podobnie jak JW Construction, sprzedawał mieszkania w systemie 10/90, co może być czynnikiem ryzyka w przypadku utraty dostępności kredytów hipotecznych. Prezes przyznaje, że spodziewa się zrywania umów przez część klientów, którzy wpłacili już 10% wartości mieszkania. Spółka sprzedała do tej pory 560 mieszkań i raczej nie wypełni prognozy zakładającej sprzedaż 800 lokali. Gant docelowo pragnie sprzedawać wybudowane obiekty komercyjne. Płynność spółki nie jest zagrożona zgodnie z wypowiedzią zarządu, ma o tym świadczyć dążenie do uruchomienia programu skupu akcji własnych. Do końca roku deweloper planuje spłacić 140 mln PLN długu (obecnie spółka posiada 470 mln PLN w kredytach krótko i długookresowych). Prawdopodobnie też 100 mln PLN pożyczki na zakup i modernizację CH Marino zostanie zamienione na kredyt długoterminowy.

Raport za pierwsze półrocze 2008

Zysk netto wykazany przez Gant w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym jest o ponad 1/3 niższy od wyniku za 6 miesięcy (23 mln PLN wg. raportu półrocznego, 33,3 mln PLN wg. raportu Q2 2008). Wynik operacyjny za to zwiększył się nieznacznie, do 31,9 mln PLN. Znacznie spadły przychody finansowe, z 21 mln PLN do 6,8 mln PLN. Wynika to z innego ujęcia księgowego posiadanych przez spółkę certyfikatów Gant FIZ, a dokładnie wyłączenia ich wyceny ze sprawozdania skonsolidowanego. Do Gant FIZ trafiają wybrane aktywa grupy, w celu zmniejszenia opodatkowania. Pani Luiza Barg, członek zarządu, tłumaczy, że kwestia wyceny certyfikatów nie będzie miała wpływu na realizację prognozy zysku netto w wysokości 101,6 mln PLN (prognoza nie uwzględniała wyceny certyfikatów).

Sprzedaż mieszkań za Q3 2008

W Q3 2008 Gant sprzedał 169 mieszkań – informuje Luiza Berg, członek zarządu spółki. Wynik jest gorszy od oczekiwań dewelopera, który przewidywał, że w każdym kwartale tego roku znajdzie nabywców około 200 mieszkań. W takim założeniem zarząd spółki przygotował nową, obniżoną prognozę wyników na rok 2008 w sierpniu. Prognoza ta zakłada wypracowanie 101,6 mln PLN zysku netto. Luiza Berg deklaruje, że spółka zwiększy sprzedaż w Q4 2008.

Obniżka cen wybranych mieszkań o 7%

Gant wprowadził nową akcję promocyjną: „mieszkania bez VAT-u". Klienci, którzy do 30 listopada zdecydują się na zakup wybranych lokali w dwóch wrocławskich inwestycjach (przy ul. Kamiennej i Opolskiej) oraz w Krakowie (osiedle Pod Fortem), zapłacą za nie cenę niższą o 7%, czyli podatek VAT.

Gant skupi akcje własne

Deweloper rozpocznie skup akcji własnych. Łącznie może kupić maksymalnie 1,77 mln walorów za łączną kwotę 80 mln PLN, co oznaczałoby skup 12,5% kapitału akcyjnego spółki.

Plan sprzedaży sieci kantorów, plany sprzedaży CH Marino

Działalność kantorowa przyniosła spółce bardzo dobre wyniki w październiku, prawdopodobnie zbliżone do wyników notowanych zazwyczaj w czasie całego kwartału. Rządowe plany wejścia do strefy Euro przyspieszą jednak reorganizację grupy kapitałowej. Sprzedaż części kantorowej może mieć miejsce już na przełomie grudnia i stycznia. Gant na razie najprawdopodobniej nie pozyskał kupca na CH Marino i planuje obiekt wynajmować. Obłożenie centrum sięga 90%, ale spółka jest bliska podpisania umów na wynajem kolejnych 10% powierzchni.

Immoeast

Odejście wieloletniego prezesa

Karl Petrikovics, prezes Immoeast (od 1998) oraz Immofinanz (od 1990), zrezygnował z obydwu funkcji. Do zarządu spółek powołany został Thomas Kleibl, poprzednio pełniący funkcję członka zarządu w Austrian Airlines. W liniach lotniczych Pan Kleibl odpowiedzialny był za sprawy finansowe oraz techniczne, wcześniej zaś zajmował różne stanowiska w grupie Wienerberger, produkującej materiały budowlane.

W planach sprzedaż części projektów deweloperskich

Thomas Kleibl, który właśnie objął funkcję członka zarządu, deklaruje, że po latach intensywnej ekspansji obecnym celem jest zapewnienie firmom płynności, co ma zostać osiągnięte poprzez redukcję liczby projektów deweloperskich oraz sprzedaż części portfela nieruchomości. Nie należy się spodziewać jednak, aby kroki te zostały podjęte szybko, gdyż szybkie wyjście z inwestycji wiązałoby się z uzyskaniem przez spółkę niekorzystnych cen. Spółka rozpatruje także fuzję ze swym akcjonariuszem większościowym, firmą Immofinanz. Na razie brak jednak w tej sprawie konkretów.

J.W. Construction

Plan „awaryjny" JW Construction

Spółka odwołała uprzednie prognozy, zakładające osiągnięcie w 2008 roku 820 mln PLN zysku i 150 mln PLN zysku netto. Główny akcjonariusz, Pan Wojciechowski, przyznaje, że wynik za rok 2008 jest niepewny, ze względu na możliwość nie wywiązania się klientów z umów zakupu mieszkań (system 10/90). Aż 2,5 tys. mieszkań zostało sprzedanych przez JW Construction w ramach programu 10/90. Na razie problem dotknął kilkudziesięciu klientów spółki, w ciągu kolejnych tygodni zaś problem będzie się powiększał. Pan Wojciechowski przyznaje, że może się okazać, że spółka pozostanie z gotowymi mieszkaniami, jeśli banki nadmiernie zaostrzą kryteria przyznawania kredytów. Wymaganie 30% wkładu własnego oznaczałoby zgodnie ze słowami Pana Wojciechowskiego prawdziwy kataklizm dla rynku. Zapowiada jednocześnie pomoc osobom, które nie mogą wywiązać się z zawartej z deweloperem umowy, ze względu na nie udzielenie przez bank kredytu. Plan awaryjny spółki zakłada m.in. pożyczenie pieniędzy klientom na sfinansowanie wkładu własnego oraz wynajęcie mieszkania np. na dwa lata z opcją jego wykupu po tym okresie (JW Construction liczy, że wtedy sytuacja na rynku się unormuje). JW Construction rozważa wstrzymanie wszystkich planowanych do uruchomienia inwestycji, jeśli sytuacja na rynku się nie poprawi.

Wywiad z prezesem spółki

W wywiadzie prezes spółki przyznał, że na około 5,5 tys. mieszkań znajdujących się w realizacji tylko około 500 nie znalazło jeszcze nabywców. JW Construction przygotowuje się do rozpoczęcia projektów komercyjnych, w przypadku części inwestycji spółka posiada już pozwolenia na budowę. Firma zapowiada wzmocnienie części wykonawczej, na zasadzie przejęcia spółki budowlanej. Zakup miałby zostać dokonany za gotówkę bądź za akcję dewelopera. JW Construction rozpatruje duży zakup gruntów w Rosji, w obwodzie moskiewskim. Zakup działki o powierzchni 40 ha kosztowałby 36 mln USD.

Pozyskany kredyt inwestycyjny

PKO BP udzielił spółce JW Construction kredytu inwestycyjnego na kwotę 66,8 mln PLN. Kredyt przeznaczony jest na sfinansowanie kosztów związanych z inwestycją hotelową „Czarny Potok" w Krynicy Zdroju. Ostateczny termin spłaty kredytu ustalono na 31 grudnia 2017 roku.

LC Corp

Prace przy budowie Sky Tower zostaną wstrzymane?

Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami, w pierwszym tygodniu listopada ma się odbyć spotkanie inwestora z podwykonawcami, którzy mają przygotować scenariusze „bezpiecznego zamknięcia budowy". Prezes Elektrobudowy (spółka ma kontrakt na wykonanie instalacji elektroenergetycznej na 64 mln PLN) przyznaje, że nie otrzymał żadnego formalnego powiadomienia o przerwaniu budowy, natomiast wybiera się na spotkanie z inwestorem. Przedstawiciel LC Corp nie udzielił jednoznacznej odpowiedzi w sprawie aktualnychi terminów zakończenia inwestycji, przedstawionych w sierpniu. Szerszego komentarza można spodziewać się przy okazji prezentacji wyników za Q3 2008.

Polnord

Poprawa wyników w 2009 roku?

Zgodnie z wypowiedzią prezesa, spółka ma poprawić wynik w 2009 roku. Większość zysku ma zostać wypracowana w segmencie komercyjnym. Istotny wpływ ma mieć także sprzedaż gruntów. Polnord zamierza sprzedawać przynajmniej 50% zbudowanych powierzchni komercyjnych. Prezes spółki przewiduje też, że w najbliższym czasie ceny mieszkań spadną 10-15%, co doprowadzi do wzrostu popytu, a w perspektywie wpłynie na powrót cen mieszkań do tendencji wzrostowej. Ze względu na gorszą koniunkturę na rynku mieszkaniowym, Polnord planuje mocniej zaangażować się na rynku komercyjnym. Rozpoczęto już wstrzymywanie kolejnych inwestycji mieszkaniowych. Nie będą one rozpoczynane, o ile nie sprzeda się przynajmniej 70% mieszkań w inwestycjach oferowanym klientom.

Polnord zarobi na drogach

22,5 mln PLN otrzymał Polnord za sprzedaż 2,5 ha gruntów w warszawskim Wilanowie. Nie wiadomo, ile wyniesie zysk na transakcji, pojawi się on jednak już w Q3 2008. Nabywcą były władze stolicy, które na tych gruntach wybudują aleję Rzeczpospolitej. Spółka ma jeszcze 17,5 ha gruntów, które w przyszłości odkupi od niej miasto. Grunty powinny zostać sprzedane do końca roku. Obecnie jeden metr kwadratowy kosztuje 900 PLN.

Nie są wykluczone opóźnienia w nowych inwestycjach w Rosji

Polnord nie wyklucza opóźnienia w rozpoczęciu projektu mieszkaniowego w Saratowie w Rosji, nie zamierza zaś opóźniać już realizowanych inwestycji w Nowosybirsku. Biurowiec w Nowosybirsku jest już zakończony i w tym miesiącu powinien być przekazany do użytkowania. Praktycznie jest on w 60% sprzedany. Przedsprzedaż mieszkań w projekcie Leżena zgodnie z wypowiedzią prezesa przebiega dobrze. Na 500 mieszkań zostało sprzedane 100.

Polnord rozpocznie działalność na Białorusi

Polnord zapowiada zawiązanie spółki na Białorusi, w której jedynym udziałowcem będzie Polnord. Polnord chce realizować w Mińsku duże osiedla mieszkaniowe oraz obiekty komercyjne. Zgodnie z deklaracją prezesa spółki, koszt budowy 1 m2 powierzchni mieszkaniowej w Mińsku sięga 0,8 tys. USD, cena sprzedaży zaś 2 tys. USD. Polnord oczekuje, że będzie największym inwestorem z Polski na Białorusi. W ciągu ostatnich lat władze Białorusi podjęły kroki mające zachęcić zagranicznych inwestorów, m.in. utworzyły specjalne strefy ekonomiczne.

Polnord kupuje grunty

Wojciech Ciurzyński, prezes Polnordu, uważa, że nadszedł dobry moment na powiększenie banku ziemi, gdyż część gruntów już potaniała. Zdaniem prezesa, kryzys na rynku deweloperskim ma potrwać do połowy lub nawet do końca przyszłego roku. Spółka kupiła już w tym roku m.in. działkę w Powsinie pod budowę osiedla domów jednorodzinnych i teren w Trójmieście pod budowę biurowca. Polnord podpisał także umowę kupna działki w Szczecinie, na której powstaną mieszkania o łącznej powierzchni 50 tys. m2 oraz działki w Lublinie (1 tys. m2). Prezes spółki zapowiada zakup gruntów w Szczecinie, Lublinie i Katowicach, jednocześnie zapewniając, że firma ma na to pieniądze, jak i na zwiększenie wkładu własnego w realizowanych projektach mieszkaniowych. W nowe przedsięwzięcia Polnord mógłby zainwestować nawet 100 mln PLN. Inwestycje mogą być nawet większe, gdyż spółka spodziewa się uzyskania około 80 mln PLN do końca pierwszego półrocza 2009 roku, ze sprzedaży inwestycji rosyjskich. Polnord w 2009 roku planuje rozpocząć 3-4 nowe inwestycje na terenie Miasteczka Wilanów. Spółka zapowiada, że do inwestycji będzie podchodzić ostrożnie, uruchamiając kolejny etap inwestycji po przedsprzedaży 60-70% mieszkań z etapu w trakcie realizacji.

Kontynuacja współpracy Polnordu z Fadesą

Martinsa Fadesa zobowiązała się, że nie wycofa się z Polski i będzie kontynuować w kraju wszystkie projekty deweloperskie. Fadesa Prokom Polska, należąca w 51% do hiszpańskiego dewelopera i w 49% do Polnordu, realizuje dwie inwestycje mieszkaniowe: Ostoja Wilanów w Warszawie oraz Osiedle Innova we Wrocławiu. Wkrótce rozpocznie się budowa osiedla Villa Botanica w Warszawie. Zgodnie z deklaracją zarządu, pomimo ogłoszenia niewypłacalności przez Martinsę, kondycja finansowa Fadesa Prokom Polska jest stabilna. Około 90% z blisko tysiąca budowanych mieszkań znalazło już nabywców. Firma ma już zapewnione finansowanie projektów. Zgodnie z deklaracją Pana Wojciecha Ciurzyńskiego, prezesa Polnordu, koszty budowy lokali spółki nie przekraczają 3,7 tys. PLN za metr kwadratowy. Ma to pozwolić spółce na dość swobodne manipulowanie cenami mieszkań w wypadku dekoniunktury. Fadesa Prokom Polska w najbliższym czasie zmieni nazwę na Fadesa Polnord Polska. Niewykluczone też, że działalność spółki zostanie rozszerzona na inne kraje, Hiszpanie i Polacy mogliby współpracować m.in. na rynkach: rumuńskim i węgierskim.

Duże umowy z głównym akcjonariuszem

Polnord zawarł z Prokom Investments w terminie od 1.06.2008 do 29.10.2008 umowy na łączną wartość 104,5 mln PLN. Umowa o największej wartości, zawarta 29.10.2008, dotyczy zakupu

wierzytelności przysługujących Prokom Investments od Fadesa Prokom Polska. Wartość umowy obejmuje kwotę pożyczek o wartości nominalnej 47,8 mln PLN oraz odsetek o wartości nominalnej w kwocie 7,5 mln PLN. Wierzytelności staną się wymagalne w 31.12.2011 i do czasu wymagalności oprocentowane są stawką WIBOR (3m) + 1,5% w skali roku. Cena nabycia wierzytelności to 49,4 mln PLN (efektywna stopa dyskonta w skali rocznej = 12%). W efekcie umowy znikną wszystkie powiązania pomiędzy Fadesą, a Prokom Investments.

Handel

Emperia Holding (Kupuj)

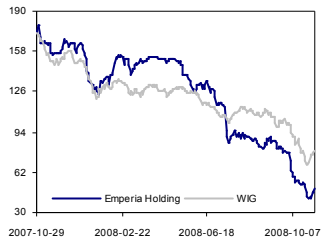
Cena bieżąca: 49 PLN **Cena docelowa: 166,1 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz
Data ostatniej aktualizacji: 2008-06-03

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 406,7	4 596,5	226,8%	5 936,2	29,1%	6 757,4	13,8%
EBITDA	51,2	173,4	238,5%	210,8	21,5%	278,0	31,9%
marża EBITDA	*3,6%*	*3,8%*		*3,6%*		*4,1%*	
EBIT	33,0	134,3	307,5%	153,1	13,9%	198,6	29,8%
Zysk netto	23,4	89,7	283,9%	116,2	29,5%	150,3	29,3%
P/E	28,2	8,2		6,3		4,9	
P/CE	15,8	5,7		4,2		3,2	
P/BV	1,8	1,1		0,9		0,8	
EV/EBITDA	14,6	4,9		4,4		3,5	
Dyield (%)	5,6	3,5		1,8		6,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln) *	15,0
MC (cena bieżąca) *	734,6
EV (cena bieżąca) *	934,3
Free float	75,4%
Zmiana ceny: 1m	*-22,8%*
Zmiana ceny: 6m	*-67,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-71,2%*
Max (52 tyg.)	179,5
Min (52 tyg.)	40,5

** po uwzględnieniu emisji akcji dla akcjonariuszy BOS*



Październik przyniósł gwałtowną wyprzedaż akcji Emperii, które spadły o prawie 40%, czyli znacznie bardziej od szerokiego indeksu WIG. Głównego powodu tak słabego zachowania się walorów należy upatrywać w obawach inwestorów o wyniki finansowe 3Q. Pojawiają się bowiem pogłoski, iż raport może zaskoczyć negatywnie. Nasze prognozy zakładają wypracowanie przez dystrybutora 17,5 mln PLN zysku netto, co biorąc pod uwagę 15,5 mln PLN z zeszłego roku, kiedy wynik był zaniżony przez straty na hedgingu, nie wydaje się oczekiwaniem wygórowanym. Ewentualne odchylenie od tego poziomu byłoby, więc sporym rozczarowaniem, ale raczej wynikałoby z wyższych kosztów integracji niż ze spadku rentowności na podstawowej działalności, więc powinno być traktowane jako czynnik jednorazowy. Obecnie Spółka jest już notowana poniżej 10 P/E (nawet przy założeniu, że 2H'08 będzie tak samo słabe jak 1H'08), dlatego zalecalibyśmy kupowanie akcji Emperii po publikacji raportu za 3Q.

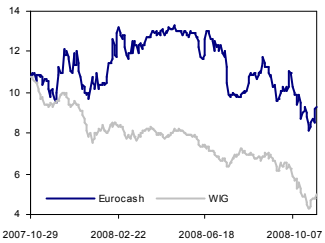
Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 9,32 PLN **Cena docelowa: 14 PLN**

Analityk: Kamil Kliszcz
Data ostatniej aktualizacji: 2008-08-06

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	3 237,0	4 729,4	46,1%	6 779,2	43,3%	7 914,1	16,7%
EBITDA	87,3	121,9	39,7%	158,0	29,7%	196,5	24,3%
marża EBITDA	*2,7%*	*2,6%*		*2,3%*		*2,5%*	
EBIT	55,2	85,8	55,3%	109,9	28,2%	141,1	28,4%
Zysk netto	41,6	58,9	41,7%	87,4	48,4%	114,9	31,4%
P/E	28,6	20,2		13,8		10,5	
P/CE	16,2	12,5		8,9		7,1	
P/BV	6,0	5,1		3,7		3,1	
EV/EBITDA	14,0	9,3		7,3		5,6	
Dyield (%)	1,7	2,5		1,0		3,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	129,0
MC (cena bieżąca)	1 202,1
EV (cena bieżąca)	1 161,1
Free float	35,3%
Zmiana ceny: 1m	*-9,5%*
Zmiana ceny: 6m	*-28,3%*
Zmiana ceny: 12m	*-15,3%*
Max (52 tyg.)	13,3
Min (52 tyg.)	8,1



Akcje Eurocash w czasie październikowej paniki zachowywały się relatywnie stabilnie i ostatecznie spadły tylko 10%, podczas gdy szeroki rynek stracił na wartości ponad 22%. Premia do innych dystrybutorów FMCG i stabilny kurs znajduje pełne uzasadnienie w niskim ryzyku tegorocznych wyników i najbardziej komfortowej, w ramach branży, sytuacji bilansowej w kontekście obaw o dynamiki przychodów w 2009 roku. W najbliższym czasie nie spodziewamy się jednak, aby pojawiły się jakieś okoliczności, które mogłyby stanowić przyczynek do dynamicznych wzrostów cen akcji Eurocash od obecnych poziomów, tym bardziej, że konsensus prognoz na 3Q będzie Spółce dość trudno przebić. Obecnie Eurocash jest wyceniany przy P/E'08 13,6, co znacząco odbiega od mediany dla porównywalnych Spółek. W tym kontekście przy ewentualnej kontynuacji odbicia na rynku obserwowanego w ostatnich dniach, walory te mogą zachowywać się gorzej od rynku.

Inne

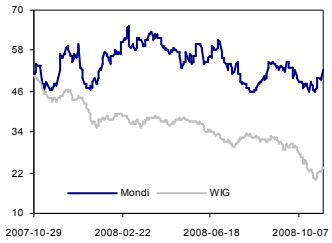
Mondi (Kupuj)

Cena bieżąca: 33 PLN **Cena docelowa: 54,2 PLN**

Analityk: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2008-10-31

(mln PLN)	2006	2007	zmiana	2008P	zmiana	2009P	zmiana
Przychody	1 443,9	1 610,4	11,5%	1 410,8	-12,4%	1 594,6	13,0%
EBITDA	434,9	400,0	-8,0%	287,0	-28,2%	320,7	11,7%
marża EBITDA	*30,1%*	*24,8%*		*20,3%*		*20,1%*	
EBIT	326,4	295,7	-9,4%	186,1	-37,0%	182,8	-1,8%
Zysk netto	270,0	246,2	-8,8%	156,3	-36,5%	130,7	-16,3%
P/E	6,1	6,7		10,6		12,6	
P/CE	4,4	4,7		6,4		6,1	
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,3	
EV/EBITDA	3,9	4,1		6,9		7,2	
Dyield (%)	14,8	16,4		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	50,0
MC (cena bieżąca)	1 650,0
EV (cena bieżąca)	1 980,1
Free float	19,0%
Zmiana ceny: 1m	*7,3%*
Zmiana ceny: 6m	*-2,6%*
Zmiana ceny: 12m	*-1,7%*
Max (52 tyg.)	65,5
Min (52 tyg.)	45,7



Nominalnie nieco niższe wyniki za 3Q2008 niż nasze oczekiwania to efekt przede wszystkim zdarzenia jednorazowego, tj. remontu turbiny w elektrociepłowni (EBIT niższy o 7 mln PLN). Na poziomie operacyjnym oceniamy wyniki za miniony kwartał jako zgodne z prognozą. W październiku średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN jest o 8,3% wyższa niż średnia w 3Q i o 2% wyższa niż w 2Q2008. Wyższe ceny w całości przekładają się na EBIT Spółki. Pomimo spowolnienia europejskiej gospodarki ceny papieru CCM w Europie zaczęły stabilizować się, co może być efektem umocnienia USD (droższy import ze strefy dolarowej). Utrzymanie się obecnych poziomów kursu Euro/PLN może oznaczać dla Spółki wyższy tegoroczny zysk niż nasza prognoza. Spółka ma zapewnione finansowanie inwestycji w nową maszynę papierniczą (uruchomienie II połowa 2009). Podtrzymujemy rekomendację kupna z niezmienioną ceną docelową na poziomie 54,2 PLN.

Wyniki za 3Q

W minionym kwartale przychody Spółki obniżyły się do 340 mln PLN (-11,7% r/r), głównie za sprawą spadku cen papieru i umocnienia PLN. W stosunku do 2Q2008 przychody wzrosły o 6,8%, co zgodnie z oczekiwaniami wynikało ze zwiększenia wolumenu sprzedaży o 16% (nowe moce produkcyjne, remont w 2Q, 8% spadek cen papieru w PLN). EBITDA Spółki wyniosła 73 mln PLN (-28% r/r), a zysk netto 31 mln PLN (-43% r/r). Wysoka dźwignia operacyjna związana z cenami papieru negatywnie wpływa na marżę EBITDA, która spadła do 21,4% z 26,2% przed rokiem. Efektu tego nie jest w stanie w pełni zamortyzować spadek cen drewna i makulatury (odpowiednio -14% i -31%).

W 3Q2008 negatywnie na poziom przychodów i EBITDA wpłynął remont turbiny parowej w elektrociepłowni, co obniżyło przychody ze sprzedaży praw majątkowych wynikających ze sprzedaży energii zielonej o 8,7 mln PLN w ujęciu r/r. W 4Q2008 produkcji w tym obszarze powinna powrócić do poziomów z poprzednich kwartałów.

Wyższe koszty finansowe obciążające wynik brutto wynikają z rosnącego zadłużenia związanego z realizacją projektu nowej maszyny papierniczej. Od początku roku Spółka wydała na ten cel już 259 mln PLN. Na koniec 3Q2008 dług netto Spółki wzrósł do 108 mln PLN. W celu sfinansowania projektu Spółka podpisała umowę z EBI na kredyt o wartości 478 mln PLN z terminem spłaty do 2017 roku. Pozostała część CAPEXu ma pochodzić ze środków własnych Spółki. Zdolności produkcyjne zakładu wzrosną o połowę.

Przy braku zdarzeń jednorazowych i utrzymaniu się kursu PLN/Euro na obecnym poziomie (3,6), w 4Q Spółka powinna wygenerować ponad 50 mln PLN zysku netto, co oznaczałoby przekroczenie naszej prognozy rocznej o co najmniej 8 mln PLN. Na chwilę obecną nie zmieniamy naszych dotychczasowych prognoz w modelu.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

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

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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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:

PBG

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2008-09-12
kurs z dnia rekomendacji	246,90
WIG w dniu rekomendacji	39572,33

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, ż e 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: Budvar Centrum, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construccion Polska, Unibep
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Provimi-Rolimpex, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Optopol, Nepentes, Sygnity, Unibep.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 13 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 14 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.