

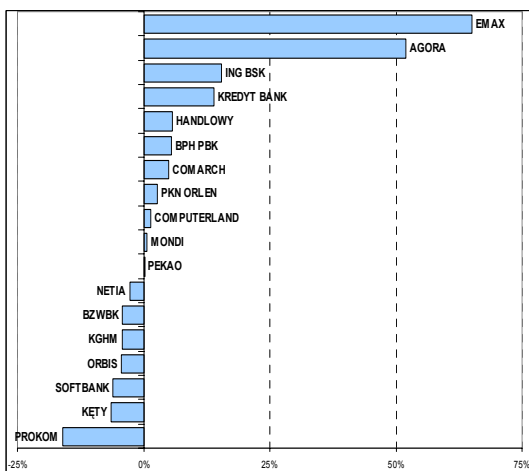
29 kwietnia 2005

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji

Prognozy wyników kwartalnych

WIG	25 939
Średnie P/E 2005	14,7
Średnie P/E 2006	14,3
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	621 mln PLN

I kwartał 2005
Dynamika EPS wybranych spółek*
Ze spółek


*liczone za okres: II kw. '04-I kw. '05 / I kw. '04-IV kw. '04

Zespół Analiz:

Tomasz Mazurczak
(+48 22) 697 47 35
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl

Michał Marczak
(+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl

Hanna Kędziora
(+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl

Andrzej Powierża
(+48 22) 697 47 42
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl

Witold Samborski
(+48 22) 697 47 36
Witold.Samborski@breinwest.com.pl

Przemysław Smoliński
(+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl


Telekomunikacja. 10% wzrost przychodów ze sprzedaży Netii w relacji do I kwartału 2004 jest efektem niskiej bazy. Na początku 2004 roku spółka realizowała znacząco niższe (13%) przychody z preselekcji (udział w rynku F2M i ILD TPSA był o ponad 10 pkt. proc. wyższy niż obecnie), interkonektu (zmiana metodologii rozliczeń z EI-Netem) i transmisji danych (usługi hurtowe, szerokopasmowy dostęp do internetu).

Media. Oczekujemy zdecydowanej poprawy wyników w stosunku do danych sprzed roku. W przypadku Agory po stronie przychodów jest to efekt z jednej strony wzrostu rynku reklamowego z drugiej uruchomienia nowych projektów książkowych. Poprawa wyników operacyjnych to efekt wysokiej dźwigni jaka charakteryzuje się branża medialna.

Metale. Biorąc pod uwagę ceny miedzi i kurs PLN/USD spodziewamy się, że przychody KGHM utrzymają się na poziomie 1,55 mld PLN, tj. zbliżonym do analogicznego okresu ubiegłego roku. W międzyczasie Zarząd przyznał pracownikom 10% podwyżki, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w wyższych w stosunku do ur. kosztach wytworzenia i spadku EBIT.

Informatyka. Pierwszy kwartał powinien przynieść zdecydowaną poprawę wyników Emaksu (skutek kontraktu z Poczta Polska), zbliżone do ubiegłorocznych wyniki Computerlandu i Comarchu, oraz słabe wyniki Prokomu. Wyniki Softbanku powinny ulec poprawie na poziomie zysku operacyjnego, ale według naszych szacunków zysk netto spadnie.

Sektor finansowy (*)


		BPH				Redukuj			
		Banki							
Analitik: Andrzej Powierża		P/E 2004	17,1	P/BV 2004	2,3	Cena bieżąca	473 PLN		
		P/E 2005	15,4	P/BV 2005	2,2	Cena docelowa	457 PLN		
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	340	305	11,5%	1405	1278	9,9%	1535	1405	9,3%
Marża odsetkowa netto	2,5%	2,6%		2,5%	2,5%		2,5%	2,5%	
WNDB	690	631	9,4%	2887	2842	1,6%	3070	2887	6,3%
Zysk przed rezerwami	302	267	13,2%	1354	1293	4,7%	1457	1354	7,6%
Zysk brutto	243	183	32,5%	1061	980	8,2%	1119	1061	5,5%
Zysk netto	195	152	28,3%	879	792	11,0%	932	879	6,0%

(Wyniki jednostkowe)

MSRy obniżą wynik

Z wypowiedzi przedstawicieli banku, którzy ubolewają, że MSRy powodują obniżenie wyniku banków znacząco zwiększających akcję kredytową można wywnioskować, że wyniki BPH w 1. kw. br., pierwszy raz sporządzone według MSR-ów, mogą negatywnie zaskoczyć rynek. Co prawda prezes Józef Wancer zapowiedział, że wynik brutto będzie wyższy niż rok temu, ale nie wiadomo, wynik według których standardów miał na myśli. Bankowi nie udało się przekonać audytora do rozpisywania kosztów udzielenia nowych kredytów w czasie i należy spodziewać się znaczącego spadku wykazywanych przychodów z tytułu prowizji kredytowych. W takiej sytuacji zakładane przez nas 195 mln zł zysku netto może okazać się zbyt ambitną prognozą, a przecież nawet taki wynik mógłby rozczarować inwestorów liczących na zapowiedziany na ten rok przez prezesa 1 mld zł zysku netto.

Podobna (tzn. negatywna) może być reakcja inwestorów na spowolnienie akcji kredytowej (w 1. kw. bank udzielił 850 mln zł kredytów i pożyczek hipotecznych wobec 814 mln zł rok temu). Rosnąca konkurencja w sektorze w sposób nieubłagany będzie uderzać w najdynamiczniejsze banki, które poprawę wyników i wysokie wyceny zawdzięczały większej agresywności.

		BZ WBK				Redukuj			
		Banki							
Analitik: Andrzej Powierża		P/E 2004	14,9	P/BV 2004	2,2	Cena bieżąca	91,0 PLN		
		P/E 2005	14,0	P/BV 2005	2,1	Cena docelowa	96,1 PLN		
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	221	220	0,5%	907	870	4,2%	922	907	1,6%
Marża odsetkowa netto	3,2%	3,6%		3,1%	3,4%		2,9%	3,1%	
WNDB	428	463	-7,7%	1 752	1 762	-0,6%	1 813	1 752	3,5%
Zysk przed rezerwami	168	187	-10,4%	685	698	-1,9%	778	685	13,7%
Zysk brutto	146	155	-5,6%	599	570	5,0%	684	599	14,2%
Zysk netto	110	129	-14,5%	475	444	6,8%	544	475	14,5%

(Wyniki skonsolidowane)

Wolniej jedziesz, dalej zajedziesz

Wydaje się, że był to udany kwartał dla BZ WBK. Stabilnie rosnące przychody powtarzalnie częściowo zrekompensowały brak dywidendy od Grupy CU (w zeszłym roku 52,8 mln zł, tegoroczna dywidenda w wysokości 44 mln zł zostanie zaksięgowana w 2. kw.), co w połączeniu z niższymi kosztami działania (zakładamy spadek o 7% w porównaniu z 1. kw. 2004 r.) i niższym saldem rezerw powinno przełożyć się na wynik brutto tylko o 6% niższy niż rok temu. Jeżeli bankowi uda się zrealizować zakładany przez nas zysk 110 mln zł, będzie można na tej podstawie uznać, że uwzględniając dywidendę od Grupy CU jest szansa na zrealizowanie naszej prognozy całorocznego zysku na poziomie 475 mln zł, a więc wyższego niż wynik ubiegłego roku wzmocniony zdarzeniami jednorazowymi (oprócz nadzwyczaj dużej dywidendy trzeba pamiętać o 55 mln zł zysku brutto na sprzedaży CardPointu). Pokazywałoby to, że mimo braku spektakularnych sukcesów w sprzedaży (w ostatnich latach bank utracił wiodące miejsce na rynku kredytów hipotecznych oraz kart kredytowych) BZ WBK jest w stanie osiągać przyzwoity zwrot z kapitału (oczekujemy 15% w 2005 r.).

(*) Wszystkie wyniki i prognozy banków według PZR, za wyjątkiem prognozy wyników 1. kw. 2005., sporządzonej według MSR-ów, ale w układzie zgodnym z PZR (np. prowizje kredytowe wykazane jako przychód prowizyjny, a nie odsetkowy). W prognozie wyników jednostkowych dla celów porównawczych zachowano wycenę jednostek podporządkowanych metodą prawa własności.


Banki

 Analitik:
Andrzej Powierża

Handlowy

Redukuj

 P/E 2004 21,0 P/BV 2004 1,4
 P/E 2005 18,3 P/BV 2005 1,7

Cena bieżąca 66,9 PLN
Cena docelowa 60,0 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	220	194	13,4%	840	899	-6,6%	759	840	-9,6%
Marża odsetkowa netto	2,6%	2,3%		2,5%	2,7%		2,2%	2,5%	
WNDB	457	502	-9,0%	1973	1918	2,8%	2020	1973	2,4%
Zysk przed rezerwami	105	118	-10,9%	650	558	16,4%	665	650	2,3%
Zysk brutto	93	103	-9,8%	527	477	10,6%	541	527	2,5%
Zysk netto	102	78	31,8%	479	416	14,9%	489	479	2,2%

(Wyniki jednostkowe)

Korporacyjna niewiadoma

Spodziewamy się poprawy wyniku, będącej efektem lepszych wyników domu maklerskiego i innych spółek zależnych oraz brak odpisu wartości firmy. Co prawda uważamy, że w dłuższym terminie konieczne będzie odpisanie części wartości firmy, ale spodziewamy się, że bank, wykorzystując coraz lepsze wyniki części detalicznej, póki co uzna, że nie zachodzi taka potrzeba. Niestety na wyniki banku wpływają przede wszystkim wyniki części korporacyjnej. Najprawdopodobniej Handlowy w dalszym ciągu będzie zmniejszał ekspozycje bilansowe (wolumen kredytów i depozytów) i starał się zwiększać przychody pozaodsetkowe. Ze względu na niską akcję kredytową (oraz wdrożenie metody efektywnej stopy procentowej w rozliczaniu niektórych produktów detalicznych) w małym stopniu dotknie go zmiana sposobu księgowania przychodów prowizyjnych związanych z kredytami. Ze względu na spadek kursu akcji Citigroup silniejszy niż osłabienie się złotego, wycena opcji nie powinna negatywnie zaważyć na kosztach kwartalnych.


Banki

 Analitik:
Andrzej Powierża

ING BSK

Zawiesz.

 P/E 2004 15,2 P/BV 2004 1,8
 P/E 2005 13,1 P/BV 2005 1,7

Cena bieżąca 427 PLN
Cena docelowa 486 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	202	197	2,5%	822	822	0,0%	875	822	6,6%
Marża odsetkowa netto	2,3%	2,7%		2,3%	2,6%		2,3%	2,3%	
WNDB	403	377	6,8%	1640	1584	3,6%	1695	1640	3,4%
Zysk przed rezerwami	150	136	9,8%	605	586	3,1%	632	605	4,6%
Zysk brutto	115	58	97,3%	435	353	23,2%	485	435	11,4%
Zysk netto	109	53	107,5%	423	366	15,5%	470	423	11,1%

(Wyniki jednostkowe)

Kwartał prawdy

Bardzo dobre wyniki 4. kw. ub.r., będące efektem trochę niższych kosztów i dobrego wyniku jednostek podporządkowanych, ale przede wszystkim niskich rezerw, zostały bardzo dobrze odebrane przez rynek, ale część inwestorów pozostała nieufna i łączyła dobre wyniki z ofertą akcji banku, sprzedawanych przez strategicznego inwestora. Dlatego bardzo wazy jest wynik 1. kw., który naszym zdaniem potwierdzi, że poprzedni kwartał nie był przypadkiem i ING BSK ma szansę trwale poprawić rentowność. Optymistycznie zakładamy wzrost przychodów, który nawet mimo kosztów wyższych o 7% niż w 1. kw. 2004 r. powinien przełożyć się na wzrost wyniku przed rezerwami. Jeżeli do tego dojdą zdecydowanie mniejsze rezerwy (zakładamy saldo na poziomie 35 mln zł wobec 71 mln zł przed rokiem i 2 mln w 4. kw.), to zyska brutto może się prawie podwoić, a przy dobrych wynikach biura maklerskiego zysk netto więcej niż podwoić.


Banki

 Analitik:
Andrzej Powierża

Kredyt Bank

Redukuj

 P/E 2004 10,9 P/BV 2004 1,6
 P/E 2005 11,0 P/BV 2005 1,4

Cena bieżąca 8,35 PLN
Cena docelowa 8,60 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	139	168	-17,3%	662	635	4,3%	683	662	3,2%
Marża odsetkowa netto	2,6%	2,8%		3,0%	2,8%		2,9%	3,0%	
WNDB	324	312	3,9%	1381	1321	4,5%	1466	1381	6,2%
Zysk przed rezerwami	71	48	47,4%	331	322	2,9%	375	331	13,3%
Zysk brutto	51	24	112,6%	217	194	11,8%	252	217	16,2%
Zysk netto	46	20	129,0%	206	185	11,0%	238	206	15,8%

(Wyniki skonsolidowane)

Czy wzrosną przychody?

Odejście z zarządu banku Fedele Di Maggio jest dowodem na to, że restrukturyzacja banku została w zasadzie ukończona. Ograniczono koszty i przebudowano strukturę banku, teraz przyszedł czas na zapowiadane przez nowego prezesa, Ronni Richardsona, zwiększenie sprzedaży. To będzie znacznie trudniejsze do osiągnięcia, ale mimo to uważamy, że tegoroczne wyniki mogą zostać dobrze odebrane przez inwestorów. Przy wysokim wskaźniku Koszty/Dochody niewielkie zwiększenie przychodów i niewielki spadek kosztów przekładają się na olbrzymi wzrost zysku przed rezerwami. Nie widzimy powodu, aby saldo rezerw było znacząco wyższe niż rok temu, co przy utrzymaniu efektywnej stopy podatkowej poniżej poziomu stawki ustawowej (efekt nie wykazania w bilansie aktywów podatkowych) powinno umożliwić osiągnięcie zysku na poziomie 46 mln zł, co dawałoby szansę na przekroczenie 200 mln na koniec roku, a więc osiągnięcie celu, o którym bank wspominał od kilku lat.


Banki

 Analitik:
Andrzej Powierża

Pekao

Redukuj

 P/E 2004 16,3 P/BV 2004 2,8
 P/E 2005 15,9 P/BV 2005 2,7

Cena bieżąca 131,5 PLN
Cena docelowa 126,3 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	537	551	-2,6%	2 185	2 260	-3,3%	2 213	2 185	5,0%
Marża odsetkowa netto	3,6%	3,5%		3,6%	3,7%		3,5%	3,6%	5,0%
WNDB	1 014	1 023	-0,8%	4 231	4 135	2,3%	4 447	4 231	5,0%
Zysk przed rezerwami	443	463	-4,5%	1 909	1 863	2,5%	2 014	1 909	5,0%
Zysk brutto	370	366	1,0%	1 624	1 513	7,3%	1 761	1 624	5,0%
Zysk netto	301	296	1,5%	1 376	1 343	2,4%	1 490	1 376	5,0%

(Wyniki skonsolidowane)

Stabilny zysk

Nie widzimy powodu, aby wyniki banku w 1. kw. br. różniły się w drastyczny sposób od stabilnych ubiegłorocznych wyników kwartalnych, które na poziomie brutto (poza 4. kw.) oscylowały wokół 365-366 mln zł. Zakładając stabilne przychody i koszty oraz lekko spadające koszty ryzyka kredytowego zakładamy niewielki wzrost zysku brutto. W sytuacji kiedy wyniki prowidzyczne spadną w wyniku wprowadzenia nowych zasad rachunkowości, byłyby to dobry wynik, pokazujący, że restrukturyzacja banku zaczyna przynosić rezultaty. Pomogły bankowi też duże wpłaty do funduszy inwestycyjnych, aczkolwiek ze względu na obserwowane przesunięcie zainteresowania w stronę funduszy obligacyjnych przychody z tytułu opłaty wstępnej nie wzrosły proporcjonalnie do wzrostu pozyskanych aktywów. Szczęśliwie coraz większą rolę pełnią przychody z tytułu współuczestniczenia w opłacie za zarządzanie.

Ponieważ bank nie zapowiada na ten rok operacji optymalizujących obciążenie podatkowe, zakładamy efektywną stawkę podatku lekko wyższą niż stawka ustawowa, co przekłada się na zysk netto minimalnie wyższy niż rok temu. .


Banki

 Analityk:
Andrzej Powierża

PKO BP

Trzymaj

 P/E 2004 16,7 P/BV 2004
P/E 2005 15,7 P/BV 2005

 3,1
2,9

Cena bieżąca 25,30 PLN
Cena docelowa 25,80 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Wynik odsetkowy	b.d.	922	b.d.	3 709	3 632	2,1%	3 774	3 709	1,8%
Marża odsetkowa netto	b.d.	4,2%	b.d.	4,1%	4,2%		3,9%	4,1%	
WNDB	b.d.	1 487	b.d.	6 049	5 593	8,1%	6 223	6 049	2,9%
Zysk przed rezerwami	b.d.	567	b.d.	2 345	1 977	18,6%	2 494	2 345	6,4%
Zysk brutto	b.d.	512	b.d.	2 081	1 854	12,2%	2 097	2 081	0,8%
Zysk netto	b.d.	413	b.d.	1 689	1 511	11,8%	1 708	1 689	1,1%

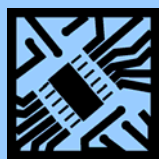
(Wyniki skonsolidowane)

Wielka niewiadoma

Brak danych porównawczych, nie tylko sporządzonych według MSR-ów, ale także według PZR, nie tylko nie pozwala na porównania, ale i bardzo utrudnia sporządzenie prognozy wyników kwartalnych. Wstępną prognozę podstawowych pozycji przedstawia tabela powyżej. Wydaje się, że wyniki będą dobre. Konkurenci podkreślają mocną pozycję banku na rynku kredytów hipotecyjnych, a nowa oferta kredytów konsumpcyjnych (SSK) także powinna przyczynić się do wzrostu sprzedaży. W takiej sytuacji nawet zmiany regulacyjne, obniżające wykazywane przychody prowizyjne, nie powinny być zagrożeniem. W dodatku pomoże bankowi brak danych porównawczych — w raporcie zobaczymy od razu dane historyczne według MSR-ów, a w stosunku do nich wynik 1 kw. br. będzie na pewno lepszy. W stosunku do 4. kw. liczymy na lepszy wynik z operacji finansowych (w poprzednim kwartale był on zaniżony zew względu na różne sposoby klasyfikowania zysku i strat na papierach wartościowych i zabezpieczających je instrumentach pochodnych).

Pilnie obserwowaną pozycją będą koszty działania oraz ryzyka kredytowego. Oczekujemy kosztów niższych niż w 4. kw. i wyższych niż w 3. kw., a salda rezerw na poziomie 55 mln zł, czyli 1/4 naszej prognozy całorocznych kosztów ryzyka kredytowego.

Informatyka



Informatyka

 Analityk:
Witold Samborski

Comarch

P/E 2005	15,2	EV/EBITDA 2005	10,0	Cena bieżąca	53,6 PLN
P/E 2006	12,7	EV/EBITDA 2006	8,9	Cena docelowa	brak

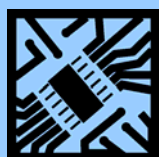
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	70,0	66,4	5%	342,9	330,0	4%	384,1	342,9	12%
EBITDA	7,7	7,0	10%	37,7	26,1	44%	42,2	37,7	12%
marża	11,0%	10,5%		11,0%	7,9%		11,0%	11,0%	
EBIT	5,0	4,7	5%	26,7	18,2	47%	31,2	26,7	17%
Zysk brutto	5,0	4,5	12%	26,9	15,0	79%	32,3	26,9	20%
Zysk netto	4,0	3,8	6%	24,1	16,1	50%	29,0	24,1	20%

Dane skonsolidowane, bez udziału w wynikach Interii, NetBrokers i Cracovii, bez odpisów wartości firmy

Przyhamowanie wzrostu eksportu

Oczekujemy nieznacznej poprawy sprzedaży i nieco większej poprawy zysków Comarchu w I kwartale w porównaniu z I kwartałem 2004 roku. W pierwszym kwartale prawdopodobnie wolniejszy niż w poprzednich kwartałach był wzrost eksportu Comarchu, na co wskazuje portfel zamówień spółki z końca roku, w którym wzrósł udział zamówień krajowych względem zagranicznych (w porównaniu z portfelem sprzed roku).

W całym roku 2005 spodziewamy się poprawy zysków Comarchu, głównie z powodu wzrostu sprzedaży wysokomarżowych produktów dla małych i średnich firm. Plany Comarchu budowy centrum rozwojowo-produkcyjnego w Dreźnie stają się naszym zdaniem pod znakiem zapytania zapowiedzi spółki spowolnienia wzrostu i skupienia się na zyskach.



Informatyka

 Analityk:
Witold Samborski

Computerland Trzymaj

P/E 2005	21,5	EV/EBITDA 2005	8,6	Cena bieżąca	101 PLN
P/E 2006	13,1	EV/EBITDA 2006	6,8	Cena docelowa	113 PLN

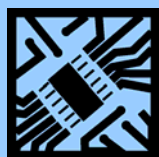
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	160,0	151,0	6%	837,0	739,8	13%	987,6	837,0	18%
EBITDA	15,5	14,7	5%	79,4	74,7	6%	94,1	79,4	19%
marża	9,7%	10,5%		9,5%	10,1%		9,5%	9,5%	
EBIT	9,3	8,5	9%	54,4	49,7	10%	69,1	54,4	27%
Zysk brutto	5,4	6,0	-11%	39,7	26,0	52%	65,1	39,7	64%
Zysk netto	4,3	4,0	7%	32,2	18,1	78%	52,7	32,2	64%

Dane skonsolidowane, bez odpisów wartości firmy

Dobry I kwartał, jak rok temu

Spodziewamy się równie dobrych jak rok temu wyników Computerlandu w I kwartale. Nieduży wzrost przychodów oczekiwany przez nas w I kwartale wynika z niższego niż rok temu portfela zamówień Computerlandu na początku roku. Podobnie jak w całym 2005 roku, oczekujemy utrzymania się w I kwartale znacznych przychodów Computerlandu ze strony NBP, będącego od kilku lat najważniejszym klientem spółki.

Z tego co wiemy na dzisiaj, raportowanie według MSR (poczynając od raportu za I kwartał) będzie miało wyraźny negatywny wpływ na wyniki Computerlandu: zysk operacyjny 2005 roku będzie obciążony kosztami programu opcji dla Zarządu (4,5 mln zł rocznie) i umorzenia części wartości firmy, szacowanego przez spółkę na 2,5-3,0 mln zł. Pozytywny wpływ na wynik netto będzie natomiast miało przeprowadzone w 2004 roku wykupienie i umorzenie części obligacji zamiennych (koszty finansowe spadają o 5 mln zł).


Informatyka

 Analityk:
Witold Samborski

Emax

 P/E 2005 11,9 EV/EBITDA 2005 9,7
 P/E 2006 11,5 EV/EBITDA 2006 9,9

Cena bieżąca 99 PLN
Cena docelowa brak

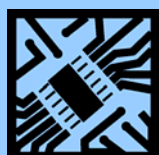
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	60,0	44,0	36%	287,1	326,7	-12%	315,5	287,1	10%
EBITDA	3,0	-1,0		37,3	34,0	10%	37,9	37,3	2%
marża	5,0%	-2,2%		13,0%	10,4%		12,0%	13,0%	
EBIT	1,5	-2,7		31,3	25,6	22%	31,9	31,3	2%
Zysk brutto	2,3	-2,3		34,4	21,8	58%	36,2	34,4	5%
Zysk netto	1,8	-2,8		28,2	15,4	83%	29,3	28,2	4%

Dane skonsolidowane, bez odpisów wartości firmy

Poczta da wyższe przychody

Realizacja zawartego w 2004 roku kontraktu z Poczta Polska jest głównym źródłem oczekiwanej przez nas poprawy wyników Emaksu w I kwartale. Drugim znaczącym czynnikiem jest stabilność kursu złotego w pierwszym kwartale, co oznacza zerowy wynik na wycenie wbudowanych w długoterminowe kontrakty instrumentów finansowych. Z powodu przesunięcia się realizacji części pierwszego etapu prac na Poczcie na 2005 rok oczekujemy poprawy marż w tradycyjnie bardzo słabym dla Emaksu I kwartale.

Wyniki Emaksu będą w 2005 roku lepsze od podawanych oficjalnie wyników za rok 2004 także z powodu zaniechania od 2005 roku odpisywania wartości firmy jednostek podporządkowanych (pokazane powyżej wyniki za rok 2004 już zawierają taką korektę, polegającą na eliminacji odpisów wartości firmy).


Informatyka

 Analityk:
Witold Samborski

Prokom

 P/E 2005 12,5 EV/EBITDA 2005 9,0
 P/E 2006 10,8 EV/EBITDA 2006 7,7

Akumuluj

Cena bieżąca 105 PLN
Cena docelowa 195 PLN

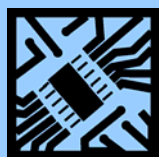
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	180,0	182,0	-1%	1260,0	774,5	63%	1394,0	1260,0	11%
EBITDA	24,9	37,6	-34%	174,0	90,0	93%	191,9	174,0	10%
marża	13,8%	20,7%		13,8%	11,6%		13,8%	13,8%	
EBIT	18,7	31,5	-41%	149,0	60,1	148%	166,9	149,0	12%
Zysk brutto	17,5	24,3	-28%	144,5	45,8	216%	166,4	144,5	15%
Zysk netto	14,0	19,7	-29%	117,1	34,8	236%	134,8	117,1	15%

Dane jednostkowe

Słaby pierwszy kwartał

Spodziewamy się, że sytuacja Prokomu w I kwartale nie uległa zasadniczej poprawie. Przeciągające się podpisywanie umów z Poczta Polska, brak postępu w sprawie offsetu (uwzględnionego w naszej prognozie sprzedaży na rok 2005 w kwocie 100 mln zł) i nadal wysoki poziom kosztów przełożyły się w naszej ocenie na pogorszenie wyników jednostkowych.

Nasze oczekiwania co do całego roku 2005 są w odniesieniu do Prokomu zdecydowanie optymistyczne. Oparte są one jednak na tracącym wartość założeniu o realizacji części projektu Tetra już w tym roku i na założeniu, że przychody z PZU wzrosną, co także może okazać się zbyt optymistyczną wizją. Prognozy te nie uwzględniają w ogóle ogłoszonych niedawno planów znacznych cięć kosztów przez Prokom (spółka szacuje je na 80 mln zł rocznie, z czego 40 mln zł rocznie wydaje nam się kwotą dość łatwo osiągalną).


Informatyka

 Analityk:
Witold Samborski

Softbank

Akumuluj

 P/E 2005 11,3 EV/EBITDA 2005 8,2
 P/E 2006 8,6 EV/EBITDA 2006 5,6

Cena bieżąca 23,6 PLN
Cena docelowa 36,5 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	90,0	74,8	20%	530,0	488,0	9%	550,0	530,0	4%
EBITDA	3,6	3,0	21%	52,5	57,2	-8%	62,4	52,5	19%
marża	4,0%	4,0%		9,9%	11,7%		11,3%	9,9%	
EBIT	1,1	0,1		42,5	46,4	-8%	52,4	42,5	23%
Zysk brutto	1,4	5,2	-74%	43,6	31,7	38%	57,5	43,6	32%
Zysk netto	1,1	4,8	-77%	43,6	37,3	17%	57,5	43,6	32%

Dane skonsolidowane, bez odpisów wartości firmy

Poprawa wyniku operacyjnego w I kwartale

Spodziewamy się znacznego wzrostu sprzedaży skonsolidowanej Softbanku w I kwartale, głównie wskutek realizacji dużych umów z PKO BP. Z tego samego powodu oczekujemy utrzymania przez spółkę średniej marży z zeszłego roku, mimo że nasza całoroczna prognoza mówi o spadku marży. Oczekujemy natomiast słabszego salda przychodów i kosztów finansowych w pierwszym kwartale (spółka zadłużyła się po zakupie Compu Rzeszów).

Nasza prognoza nie uwzględnia ani skutków proponowanej emisji akcji na finansowanie przejęć, ani wkładu ewentualnie przejmowanych spółek do wyników Softbanku. Nie obejmuje ona też udziału Softbanku w zyskach Compu Rzeszów, które być może zaczną wpływać na skonsolidowane zyski Softbanku po planowanym wzroście udziału spółki w Compie do ponad 20%.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
 Michał Marczak

Netia

 P/E 2005 12,8
 P/E 2005 15,7

 EV/EBITDA 2004 3,9
 EV/EBITDA 2005 3,8

Akumuluj

Cena bieżąca 3,9 PLN
Cena docelowa 4,5 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	233,5	212,0	10,2%	965,3	897,2	7,6%	994,2	965,3	3,0%
EBITDA	81,3	75,8	7,2%	353,2	324,9	8,7%	357,9	353,2	1,3%
marża	34,8%	35,8%	-2,7%	36,6%	36,2%	1,0%	36,0%	36,6%	-1,6%
EBIT	23,3	23,6	-1,3%	122,8	85,8	43,1%	135,7	122,8	10,6%
Zysk brutto	26,8	32,5	-17,7%	133,3	113,7	17,3%	148,3	133,3	11,3%
Zysk netto	26,8	32,3	-17,1%	133,3	159,2	-16,2%	108,3	133,3	-18,8%

Bez niespodzianek

10% wzrost przychodów ze sprzedaży w relacji do I kwartału 2004 jest efektem niskiej bazy. Na początku 2004 roku spółka realizowała znacząco niższe (13%) przychody z preselekcji (udział w rynku F2M i ILD TPSA był o ponad 10 pkt. proc. wyższy niż obecnie), interkonektu (zmiana metodologii rozliczeń z EI-Netem) i transmisji danych (usługi hurtowe, szerokopasmowy dostęp do internetu). W naszej prognozie założyliśmy spadek przychodów z bezpośrednich usług głosowych o 1,5%, co jest efektem spadku cen połączeń, który częściowo amortyzuje wyższa liczba abonentów. Założenie to oceniamy jako optymistyczne. W krótkim horyzoncie czasowym nie widzimy zagrożeń dla poziomu marży EBITDA spółki, która powinna utrzymać się na poziomie 35%. W wynikach kwartalnych będziemy zwracali uwagę na liczbę abonentów. IV kwartał w tym względzie wskazał, że spółka przestaje pozyskiwać nowych klientów biznesowych.

Media



Media

 Analityk:
Michał Marczak

Agora

Trzymaj


P/E 2005	29,5	EV/EBITDA 2005	12,2	Cena bieżąca	60,0 PLN
P/E 2006	21,3	EV/EBITDA 2006	9,9	Cena docelowa	52,0 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	298,3	210,2	41,9%	1 097,8	1 009,3	8,8%	1 195,8	1 097,8	8,9%
EBITDA	62,1	25,5	143,2%	259,7	140,5	84,8%	312,5	259,7	20,3%
marża	20,8%	12,1%	71,3%	23,7%	13,9%	69,9%	26,1%	23,7%	10,5%
EBIT	35,5	-3,3		153,8	17,3	787,3%	191,3	153,8	24,4%
Zysk brutto	31,7	-8,0		142,6	-5,0		197,4	142,6	38,4%
Zysk netto	25,1	-9,3		115,6	2,1		160,0	115,6	38,4%

Rynek pomoże


Oczekujemy zdecydowanej poprawy wyników w stosunku do danych sprzed roku. Po stronie przychodów jest to efekt z jednej strony wzrostu rynku reklamowego z drugiej uruchomienia nowych projektów książkowych. Poprawa wyników operacyjnych to efekt wysokiej dźwigni jaka charakteryzuje się branża medialna. Najwyższej dynamiki wzrostu przychodów oczekujemy w przypadku AMS, który jest beneficjentem ponad 30% wzrostu rynku reklamy zewnętrznej. W przypadku głównego aktywów Grupy, tj. Gazety Wyborczej spodziewamy się 7% wzrostu przychodów z reklamy. Wzrost przychodów o 55 mln PLN to efekt wydawnictw książkowych. Należy również pamiętać, że spółka kupuje papier do druku dziennika w cenach denominowanych w Euro, co dodatkowo korzystnie wpływa na marżę EBITDA, która naszym zdaniem wzrośnie z 12% przed rokiem do 20%.

Metale

				Kęty			Redukuj		
		Metale		P/E 2005	10,9	EV/EBITDA 2005	6,7	Cena bieżąca	107,5 PLN
		Analityk: Michał Marczak		P/E 2006	11,1	EV/EBITDA 2006	6,5	Cena docelowa	111,0 PLN
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	165,4	177,9	-7,0%	815,0	729,0	11,8%	921,0	815,0	13,0%
EBITDA	27,1	36,6	-26,0%	164,0	153,1	7,1%	165,9	164,0	1,2%
marża	16,4%	20,6%	-20,4%	20,1%	21,0%	-4,2%	18,0%	20,1%	-10,5%
EBIT	20,5	27,5	-25,5%	119,0	114,0	4,4%	116,9	119,0	-1,8%
Zysk brutto	21,5	28,2	-24,0%	113,0	108,0	4,6%	110,6	113,0	-2,1%
Zysk netto	18,0	23,9	-24,8%	91,0	92,0	-1,1%	89,1	91,0	-2,1%

Zgodnie z prognozą

Biorąc pod uwagę to, że spółka opublikowała już prognozę wyników za I kwartał, publikacja raportu nie powinna przynieść zaskoczeń. Grupa zanotowała 7-8% spadek przychodów, co wynikało w głównej mierze ze spadku cen wyrobów (wpływ umocnienia złotego). Wyższe niż pierwotnie zakładał Zarząd ceny aluminium i 6% cło na import metalu spoza UE to czynniki, które zwiększają koszty operacyjne w stosunku do ur. W efekcie należy spodziewać się wyniku operacyjnego na poziomie 17 mln PLN, tj. o 10% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

				KGHM			Redukuj		
		Metale		P/E 2005	6,6	EV/EBITDA 2005	5,0	Cena bieżąca	29,9 PLN
		Analityk: Michał Marczak		P/E 2006	17,7	EV/EBITDA 2006	8,3	Cena docelowa	27,3 PLN
(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	1 546,0	1 519,1	1,8%	5 641,0	6 158,0	-8,4%	5 223,0	5 641,0	-7,4%
EBITDA	481,3	502,6	-4,2%	1 002,0	1 652,3	-39,4%	617,0	1 002,0	-38,4%
marża	31,1%	33,1%	-5,9%	17,8%	26,8%	-33,8%	11,8%	17,8%	-33,5%
EBIT	420,1	431,3	-2,6%	727,0	1 371,0	-47,0%	305,0	727,0	-58,0%
Zysk brutto	490,1	551,5	-11,1%	1 065,0	1 447,0	-26,4%	396,0	1 065,0	-62,8%
Zysk netto	401,8	461,0	-12,8%	905,0	1 159,0	-21,9%	337,0	905,0	-62,8%

Bez rewelacji

Średnia cena miedzi (spot) w I kwartale wyniosła 3 175 USD/t, tj. o 2,6% więcej niż w IV kwartale 2004. Analogicznym okresie złoty umocnił się w stosunku do USD (średnia w kwartale) o 6,1% (3,07). Efekt zmian czynników makroekonomicznych jest więc negatywny dla spółki (-3,6%) w relacji do wyników za ostatni kwartał ur. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że przychody spółki utrzymają się na poziomie 1,55 mld PLN, tj. zbliżonym do analogicznego okresu ubiegłego roku. W międzyczasie Zarząd przyznał pracownikom 10% podwyżki, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w wyższych w stosunku do ur. kosztach wytworzenia i spadku EBIT. Założyliśmy, że wynik na działalności finansowej wyniesie plus 70 mln PLN, na co złożą się odsetki od Dialogu oraz zyski na transakcjach zabezpieczających (walutę).


Pozostałe

 Analityk:
Michał Marczak

Orbis

 P/E 2005 19,9 EV/EBITDA 2005 7,9
 P/E 2006 20,8 EV/EBITDA 2006 8,0

Trzymaj

Cena bieżąca 23,7 PLN
Cena docelowa - PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	170,7	174,8	-2,3%	959,0	954,6	0,5%	1 014,9	959,0	5,8%
EBITDA	12,3	14,9	-17,4%	165,8	171,8	-3,5%	170,9	165,8	3,0%
marża	7,2%	8,5%	-15,4%	17,3%	18,0%	-3,9%	16,8%	17,3%	-2,6%
EBIT	-13,3	-7,9	67,7%	62,2	69,7	-10,7%	60,6	62,2	-2,7%
Zysk brutto	-10,4	-8,3	26,1%	74,2	69,9	6,1%	71,7	74,2	-3,3%
Zysk netto	-9,6	-7,2	34,3%	54,8	56,0	-2,0%	52,6	54,8	-4,1%

Sezonowo słaby kwartał

Wyniki kwartalne Orbisu nie powinny zachwycać, co wynika z sezonowości sektora i niskiej sprzedaży usług hotelarskich w I i IV kwartale roku a przez wysoka dźwignię operacyjną stratę EBIT. Dodatkowo negatywny wpływ na wyniki spółki będzie miało umocnienie złotego w stosunku do Euro (część – przede wszystkim dużych hoteli nadal podaje ceny w Euro). Średni poziom Euro/PLN w I kwartale to 4,03 w stosunku do 4,24 w IV kwartale 2004 i 4,78 w IQ2004. Dynamikę wzrostu liczby sprzedanych pokoi w hotelach orbisu szacujemy na 2%, w Hekonie na 7%. Jednocześnie spodziewamy się 13% spadku średniej ceny za wynajęty pokój, co jak napisaliśmy z jednej strony jest efektem silnego złotego z drugiej jednak silniejszej konkurencji.


Pozostałe

 Analityk:
Hanna Kędziora

PKN Orlen

 P/E 2005
P/E 2006 EV/EBITDA 2005
EV/EBITDA 2006

Trzymaj

Cena bieżąca 46.5 PLN
Cena docelowa

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005*	2004	zmiana	2006*	2005*	zmiana
Przychody	6 044	6 325	-4%		30 565				
EBITDA	870	817	7%		3 969				
marża	14,4%	12,9%	11%		13,0%				
EBIT	567	505	12%		2 750				
Zysk brutto	583	517	13%		3 016				
Zysk netto	454	397	14%		2 396				

Prognozy w trakcie aktualizacji
Wzrost zysków mimo możliwego obniżenia przychodów

W I kwartale 2005 roku marża na przerobieniu ropy Brent spadła z 4,2 do 3,8 USD na baryłkę. W tym samym czasie dyferencjał Ural/Brent wzrósł z 2,9 do 5,1 USD na baryłkę, co z nadwyżką zniósłoby efekt spadku marży. Ostatecznie więc zmiany na rynku ropy były pozytywne dla Orlenu.

Negatywny wpływ na wyniki koncernu ma natomiast wzmocnienie złotego (z 3,8 do 3,1 PLN/USD).

Z informacji uzyskanych w Orlenie wynika, że w I kwartale koncern notował wyraźny wzrost przerobu ropy; dodatkowe uzyski były sprzedawane głównie w hurcie oraz nieco wzrósł eksport. Niestety, koncern wciąż notuje spadek udziałów w rynku detalicznym (rzędu kilku %), a dodatkowo zaostrza się sytuacja konkurencyjna na rynku niemieckim (spodziewamy się strat w tej części działalności).

Podsumowując oceniamy, że na poziomie wyniku operacyjnego oraz netto można spodziewać się 12-14% dynamiki wzrostu. Wynik netto na poziomie około 450 mln zł uznamy za dobry.


Pozostałe

 Analityk:
Michał Marczak

Mondi

 P/E 2005 16,8 EV/EBITDA 2005 6,1
 P/E 2006 12,6 EV/EBITDA 2006 5,5

Trzymaj

Cena bieżąca 48,0 PLN
Cena docelowa 51,0 PLN

(mln PLN)	IQ2005	IQ2004	zmiana	2005	2004	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	310,9	335,4	-7,3%	1 284,4	1 306,5	-1,7%	1 384,4	1 284,4	7,8%
EBITDA	77,7	89,1	-12,8%	393,4	511,3	-23,1%	445,8	393,4	13,3%
marża	25,0%	26,6%	-5,9%	30,6%	39,1%	-21,7%	32,2%	30,6%	5,1%
EBIT	50,4	56,1	-10,1%	282,9	391,8	-27,8%	339,8	282,9	20,1%
Zysk brutto	51,4	51,0	0,9%	174,5	377,9	-53,8%	231,9	174,5	32,9%
Zysk netto	41,2	39,2	5,0%	143,1	310,1	-53,9%	190,2	143,1	32,9%

Spadek cen papieru

W IQ2005 ceny papieru wyrażone w Euro oscylowały na poziomie średniej z IV kwartału 2005. Po uwzględnieniu złotego były średnio o 5% niższe niż w ostatnich trzech miesiącach 2004. Wartości te w stosunku do I kwartału 2004 wynoszą odpowiednio +6% w Euro i -11% w PLN. Ponieważ ceny papieru w istotny sposób przenoszą się na wynik operacyjny spodziewamy się spadku marży EBITDA do 25% z 27% przed rokiem. Spółka powinna też odczuć zwiększone koszty zakupu drewna. W naszej prognozie założyliśmy 10% podwyżki tego surowca. W j prognozie wyniku brutto nie zakładamy zysków na transakcjach zabezpieczających. Z ostatnich wypowiedzi Prezesa spółki mogło wynikać, że przy obecnych poziomach złotego spółka ogranicza poziom zabezpieczeń.

Terminy publikacji raportów

Spółka	I kw. 2005 jednostkowy	I kw. 2005 skonsolidowany	Roczny 2004 skonsolidowany
AGORA			15.04.05
AMICA	04.05.05	13.05.05	
BPH		12.05.05	
ING BSK	12.05.05	12.05.05	17.02.05
BUDIMEX		13.05.05	30.08.05
BZWBK	12.05.05	12.05.05	11.03.05
COMARCH	16.05.05	16.05.05	03.06.05
COMPUTERLAND		16.05.05	10.06.05
ECHO	16.05.05	16.05.05	15.06.05
EKODROB	04.08.05		30.09.05
ELBUDOWA	05.05.05	13.05.05	
EMAX		12.05.05	29.04.05
FARMACOL	16.05.05	16.05.05	31.08.05
FORTE	16.05.05	16.05.05	30.04.05
GETIN	13.05.05	28.04.05	31.03.05
GROCLIN	12.05.05	12.05.05	11.05.05
HANDLOWY	16.05.05	16.05.05	31.05.05
HOOP	16.05.05	16.05.05	31.08.05
HYDROTOR	04.05.05	16.05.05	10.06.05
INDYKPOL	13.05.05	13.05.05	
JELFA	19.04.05		
JUTRZENKA	05.05.05		29.04.05
KĘTY		12.05.05	18.04.05
KGHM	05.05.05	16.05.05	19.04.05
KREDYT BANK			
KROSNO	05.05.05	12.05.05	26.04.05
MIESZKO	05.05.05		31.03.05
MILLENNIUM		05.05.05	17.02.05
NETIA	11.05.05	11.05.05	01.03.05
ORBIS	13.05.05	13.05.05	29.04.05
PEKAO		12.05.05	14.03.05
PKOBP		16.05.05	12.08.05
PGF	16.05.05	16.05.05	10.08.05
PKNORLEN	16.05.05	16.05.05	20.04.05
POLIMEXMS	16.05.05	16.05.05	08.06.05
PROKOM		16.05.05	09.05.05
RAFAKO			15.04.05
RELPOL	12.05.05	12.05.05	24.05.05
REMAK	05.05.05		04.03.05
SOFTBANK	13.05.05	13.05.05	20.04.05
ŚWIECIE	29.04.05	29.04.05	
TELEKOMUNIKACJA	28.04.05	13.05.05	31.03.05
TORFARM	05.05.05		18.04.05
WAWEL	05.05.05		15.04.05

Źródło: Parkiet

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Banki, Inne finansowe (Andrzej Powierża)			
BPH PBK	Redukuj	457.00	2005-03-22
BZWBK	Redukuj	96.10	2005-03-22
GETIN	Trzymaj	3.82	2005-02-16
HANDLOWY	Redukuj	60.00	2005-03-22
ING BSK	Zawieszona	486.10	2005-03-22
KREDYT BANK	Redukuj	8.60	2005-03-22
MILLENNIUM	Redukuj	2.62	2005-03-22
PEKAO	Redukuj	126.30	2005-03-22
PKO BP	Trzymaj	25.80	2005-03-22
Telekomunikacja, Media, Surowce, Turystyka (Michał Marczak)			
AGORA	Trzymaj	52.00	2004-08-10
KĘTY	Redukuj	111.00	2005-04-07
KGHM	Redukuj	27.30	2005-03-03
NETIA	Akumuluj	4.50	2005-04-25
ORBIS*			
ŚWIECIE	Trzymaj	51.00	2005-04-07
TELEKOMUNIKACJA	Trzymaj	19.50	2005-02-08
Chemia, Farmaceutyki, AGD (Hanna Kędziora)			
AMICA	Trzymaj	37.30	2004-12-14
FARMACOL	Kupuj	34.50	2005-03-24
JELFA	Kupuj	70.00	2005-02-25
PGF	Redukuj	50.40	2005-03-24
PKNORLEN	Trzymaj	41.10	2005-02-09
TORFARM	Akumuluj	46.00	2005-03-24
IT, Budownictwo (Witold Samborski)			
BUDIMEX*			
COMARCH*			
COMPUTERLAND	Trzymaj	113.00	2004-12-17
ECHO INVESTMENT*			
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	36.70	2005-02-08
EMAX*			
POLIMEX	Trzymaj	33.30	2005-01-20
PROKOM	Akumuluj	181.00	2004-10-22
SOFTBANK	Akumuluj	36.50	2005-04-04
Spożywcze (Dorota Puchlew)			
EKODROB	Sprzedaj	2.60	2004-11-08
HOOP	Akumuluj	14.50	2005-03-18
INDYKPOL	Trzymaj	77.00	2004-11-17
JUTRZENKA	Akumuluj	48.00	2004-12-17
MIESZKO	Trzymaj	3.50	2004-12-17
WAWEL	Akumuluj	120.00	2005-03-22
Pozostałe			
FORTE (H.K.)	Kupuj	13.80	2005-03-18
GROCLIN (A.P.)*			
HYDROTOR (D.P.)	Kupuj	26.00	2004-11-17
KROSNO (H.K.)	Akumuluj	145.00	2004-09-22
RAFAKO (M.M.)*			
RELPOL (A.P.)*			
REMAK (P.S.)	Trzymaj	12.85	2004-09-16

* w trakcie aktualizacji



Zmiany rekomendacji w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
KĘTY	Redukuj	111.00	2005-04-07
NETIA	Akumuluj	4.50	2005-04-25
SOFTBANK	Akumuluj	36.50	2005-04-04
ŚWIECIE	Trzymaj	51.00	2005-04-07

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	9	12	9	4	0	2	4	2	0
procent	2.9%	25.7%	34.3%	25.7%	11.4%	0.0%	25.0%	50.0%	25.0%	0.0%



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Dyrektor DSliA
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor DSliA
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor DSliA
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl

Dzielnicki Adrian tel. (+48 22) 697 48 82
Adrian.Dzielnicki@breinwest.com.pl

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
Joanna.Niedziela@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Główny specjalista ds. analiz
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Główny specjalista ds. analiz
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41
Specjalista ds. analiz
Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl
Spożywczy, odzieżowy, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Główny specjalista ds. analiz
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Specjalista ds. analiz
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
Starszy specjalista ds. analiz
Jacek.Borawski@breinwest.com.pl
Analiza techniczna

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
skr. pocztowa 21
www.brebrokers.com.pl

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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem 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 były 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.

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.

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.

Niniejsze Prognozy Wyników Kwartalnych 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 Prognozach Wyników Kwartalnych zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 3 Prognoz Wyników Kwartalnych.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Prognozy Wyników Kwartalnych nie są rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 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.