



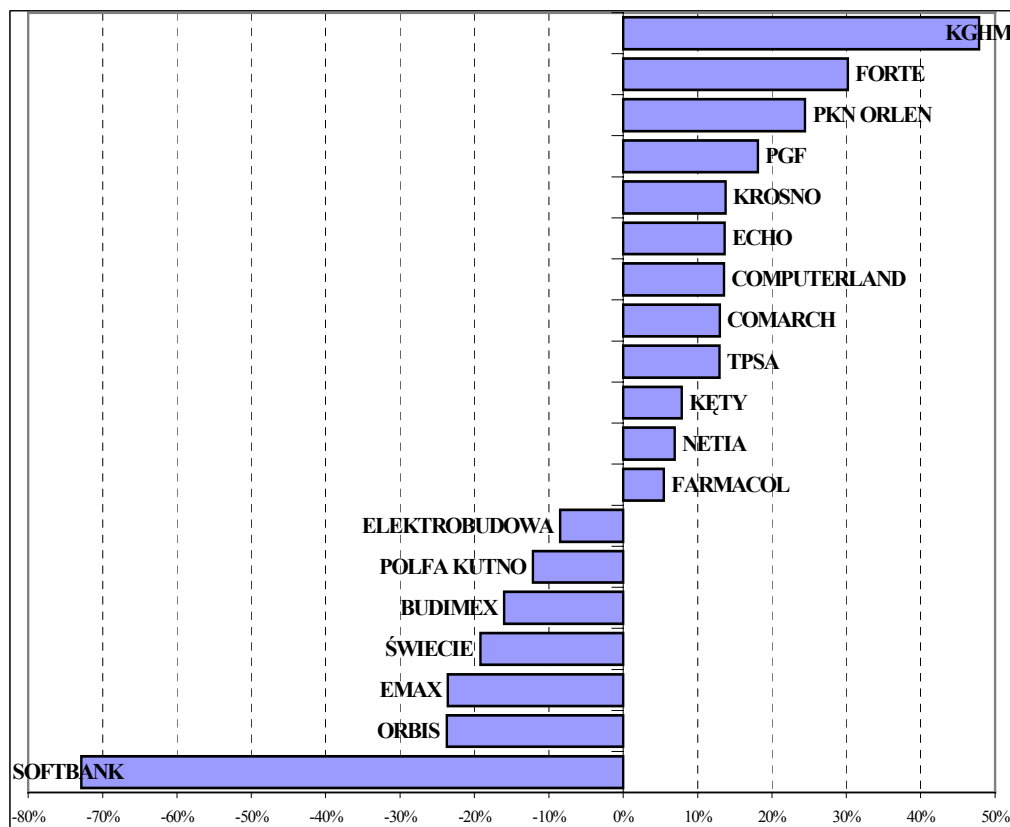
# Prognozy Wyników Kwartalnych

## II kwartał 2004

ISSN 1508-4396

Warszawa, 16.07.2004

Prognozowana dynamika EPS wybranych spółek giełdowych (III kw.'03-II kw.'04 / II kw.'03-I kw.'04)



### Analitycy:

Tomasz Mazurczak  
Doradca Inwestycyjny  
[Tomasz.Mazurczak@breinvest.com.pl](mailto:Tomasz.Mazurczak@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-35

Hanna Kędziora  
[Hanna.Kedziora@breinvest.com.pl](mailto:Hanna.Kedziora@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-37

Michał Marczak  
[Michal.Marczak@breinvest.com.pl](mailto:Michal.Marczak@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-38

Andrzej Powierża  
Doradca Inwestycyjny  
[Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl](mailto:Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-41

Witold Samborski  
Makler Pap. Wart.  
[Witold.Samborski@breinvest.com.pl](mailto:Witold.Samborski@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-36

Przemysław Smoliński  
[Przemyslaw.Smolinski@breinvest.com.pl](mailto:Przemyslaw.Smolinski@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-49-64

Dorota Puchlew  
[Dorota.Puchlew@breinvest.com.pl](mailto:Dorota.Puchlew@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-41

Dom Inwestycyjny BRE  
Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
skr. pocztowa 21  
tel. (22) 697 47 41  
fax. (22) 697 47 43

[www.brebrokers.com.pl](http://www.brebrokers.com.pl)

Spodziewamy się w II kwartale lepszych niż rok temu wyników Comarchu, Computerlandu i Echa. Wyniki Prokomu zostaną mocno dotknięte stratą na akcjach Ster-Projektu. Poprawy nie będzie widać nadal w wynikach Budimeksu. Hoop pokaże słabe wyniki głównie wskutek bardzo niekorzystnej, zimnej pogody w maju i czerwcu.

Wysokie ceny metali będą sprzyjały spółkom z sektora – zarówno producentom jak i dystrybutorom. Niskie ceny papieru i rosnące ceny drewna pogorszą wyniki Świecia.

Wysokie marże rafineryjne w II kwartale 2004 roku sprawiają, że wynik netto zanotowany przez PKN Orlen powinien należeć do najwyższych w historii koncernu.

Oczekujemy poprawy wyników spółek telekomunikacyjnych: Netii w związku z przejęciami, TPSA – w ubiegłym roku wynik został zaniżony poprzez utworzenie odpisów aktualizujących majątek.

Książki dołączane do Gazety Wyborczej, zwiększą dynamikę wzrostu skonsolidowanych przychodów Agory, rosnące koszty promocji gazety obniżą marżę EBITDA.



## PROGNOZY WYNIKÓW KWARTALNYCH

### FARMACEUTYKI

Wg ostatnich szacunków wartość sprzedaży na rynku farmaceutycznym w II kwartale bieżącego roku była o 6-7% wyższa od notowanej przed rokiem. Przyspieszenie wzrostów ma miejsce od maja br. Słaby I kwartał 2004 roku był efektem zmian wprowadzonych na listach refundacyjnych pod koniec poprzedniego roku, wpływ tych zmian nie miał już odzwierciedlenia w sprzedaży w II kwartale roku. Bardziej prawdopodobne niż po I kwartale wydają się wzrosty na poziomie 8-10% w ujęciu rocznym.

Szacujemy, że stosunkowo dobry II kwartał roku będzie miał przełożenie na wzrost wyników dystrybutorów leków, tj. PGF-u i Farmacolu. Szczególnie wysokich wzrostów oczekujemy w PGF, gdzie w analogicznym okresie 2003 roku wynik był zaniżony przez odpisy na należności ze spółki Oficyna Tom, postawionej wówczas w stan upadłości. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas wyniki II kwartału, nie przewidujemy korekty prognozy całorocznej dla PGF i Farmacolu.

Słabszych niż przed rokiem oczekujemy natomiast wyników kwartalnych u producentów leków. Jelfa notuje spadek przychodów, co ma związek z brakiem nowych produktów, które mogłyby stymulować sprzedaż. Jeden z takich produktów powinien wejść do portfela Jelfy w III kwartale br. Kwartał ten będzie jednak dodatkowo obciążony kosztami planowanego zatrudnienia kolejnych przedstawicieli medycznych i farmaceutycznych, w związku z czym nie należy oczekiwać poprawy wyników Jelfy również w III kwartale br. W najbliższym czasie sporządzimy nowe prognozy wyników spółki. Będą one niższe od obecnych.

Korekty w dół mogą wymagać również prognozy dla Polfy Kutno. W związku ze zmianami właścicielskimi spółka nie realizuje strategii przyjętej w połowie 2003 roku. Przychody za II kwartał będą wyższe niż II kwartale 2003, co związane jest z faktem, że przez pełen okres sprzedawany był nabyty w poprzednim roku Ceclor. Tym niemniej dodatkowe koszty, zwłaszcza usług prawnych (prowadzone wobec spółki postępowanie celno-skarbowe), spowodują że zysk netto może być niższy niż przed rokiem.

W przypadku obu producentów kwestie wyników mają nieznaczny wpływ na kurs. Obie spółki są przed oczekiwanymi zmianami w akcjonariacie i jest to główna przyczyna do utrzymywania się ich notowań na obecnych poziomach. Wyniki dystrybutorów farmaceutyków mogą mieć pozytywny wpływ na notowania spółek.

#### **PGF (akumuluj, P/E2004 – 14,4)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	890,4	819,4	8,7%	3 947,3	3 568,7	10,6%
Zysk operacyjny	16,8	10,8	55,7%	73,4	73,4	0,0%
Zysk (strata) brutto	13,7	8,9	52,9%	63,7	64,7	-1,6%
Zysk (strata) netto	10,2	2,5	301,6%	50,0	36,8	35,8%

#### **Farmacol (akumuluj, P/E2004 – 13,3)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	658,8	621,5	6,0%	3 209,1	2 717,8	18,1%
Zysk operacyjny	11,7	10,4	12,7%	69,9	58,6	19,2%
Zysk (strata) brutto	12,7	12,1	5,6%	71,3	60,8	17,2%
Zysk (strata) netto	10,3	7,9	30,1%	53,2	39,1	36,0%

#### **Polfa Kutno (akumuluj, wycena – 301 zł, P/E2004 – 15,5)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	72,9	63,7	14,4%	280,0	245,1	14,2%
Zysk operacyjny	10,7	16,4	-34,6%	52,0	47,7	9,0%
Zysk (strata) brutto	9,1	15,5	-41,3%	49,0	41,9	16,9%
Zysk (strata) netto	7,4	11,2	-34,0%	39,7	30,5	30,0%



**Jelfa (trzymaj, P/E2004 – 43,0)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	57,2	62,1	-7,9%	271,0	253,6	6,8%
Zysk operacyjny	2,0	8,7	-76,6%	14,6	30,2	-51,7%
Zysk (strata) brutto	1,6	8,7	-81,1%	12,8	29,5	-56,5%
Zysk (strata) netto	1,3	5,3	-75,1%	10,4	21,7	-52,0%

**MEDIA**

**Agora (Redukuj, wycena- 42 PLN, P/E2004 – 100)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	256,0	227,6	12,5%	882,7	853,5	3,4%
Zysk operacyjny	25,0	23,0	8,6%	19,7	17,3	13,6%
Zysk (strata) brutto	22,9	18,9	20,9%	4,9	-5,0	-198,5%
Zysk (strata) netto	18,6	13,0	42,9%	1,4	2,1	-33,9%

*Dane skonsolidowane*

W II kwartale oczekujemy wzrostu przychodów Agory o 12%. Istotny wpływ na tak wysoką dynamikę sprzedaży (w relacji do naszej dotychczasowej prognozy całorocznej) ma rozpoczęcie wydawania przez spółkę książek (w I kwartale ukazało się 5 tytułów). Wg naszych szacunków zwiększa to przychody kwartalne spółki o kwotę ok. 14 mln PLN, a poziom EBIT o 2,2 mln PLN (marża operacyjna 15%). W przedstawionej powyżej prognozie rocznej powyższa działalność nie jest uwzględniona (weryfikacja prognozy po wynikach kwartalnych). Pomijając wydawnictwo książek oczekujemy dynamiki wzrostu skonsolidowanych przychodów na poziomie 5,6%. Najwyższy wzrost sprzedaży powinny odnotować czasopisma (+10%) i segment radiowy (+10%). W przypadku AMS oczekujemy dynamiki na poziomie 7%. Wg naszych szacunków Gazeta Wyborcza zanotuje dynamikę wzrostu przychodów na poziomie 4,5% z czego w segmencie przychodów z reklamy na poziomie 2,5% (spadek udziału Gazety Wyborczej w rynku). W związku ze wzrostem nakładu sprzedanego wyższą dynamikę przychodów spółka osiągnie z rozpowszechniania gazety.

Po stronie kosztów operacyjnych (z wyłączeniem książek) oczekujemy wzrostu na poziomie 6,4% (wyższe nakłady na promocję dziennika, wyższe koszty druku), co w efekcie obniży marżę EBITDA z 24% przed rokiem do 21,5%.

**TELEKOMUNIKACJA**

**TPSA (Trzymaj, wycena- 16,5 PLN, P/E2004 – 11,3)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	4 652,6	4 571,0	1,8%	18 600,0	18 288,0	1,7%
Zysk operacyjny	990,3	817,0	21,2%	3 718,0	3 029,0	22,7%
Zysk (strata) brutto	643,6	341,0	88,7%	2 515,0	1 478,0	70,2%
Zysk (strata) netto	482,7	314,0	53,7%	1 831,0	960,0	90,7%

*Dane skonsolidowane*

W II kwartale br. oczekujemy, że TPSA zwiększy przychody ze sprzedaży do 4 653 mln PLN, tj. o 1,8% więcej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Podobnie jak w poprzednich kwartałach głównym motorem wzrostu sprzedaży będą usługi telefonii komórkowej, choć w tym segmencie widzimy ryzyko negatywnego wpływu zaostrzenia konkurencji przez działania PTC (Heyah). W naszych prognozach zakładamy, że Centertel osiągnie przychody na poziomie 1,34 mld PLN, tj. o 22% wyższe niż przed rokiem. W przypadku tradycyjnych usług głosowych, przy wzroście ruchu telekomunikacyjnego w segmencie połączeń międzystrefowych i lokalnych (pakiety z darmowymi minutami) i spadku efektywnej ceny za min. połączenia, spodziewamy się zmniejszenia przychodów spółki o 10,6%.

Na poziomie marży operacyjnej oczekujemy, że wyniki za II kwartał będą lepsze niż przed rokiem, m.in. w związku z tym, że w II kwartale 2003 roku TPSA dokonała odpisu aktualizującego wartość aktywów na kwotę 272 mln PLN (m.in. częściowa rezerwa na udziały w Wirtualnej Polsce), co istotnie obniżyło wynik EBITDA.



**Netia (Akumuluj, wycena- 4,5 PLN, P/E2004 – 64,0)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	216,1	176,7	22,3%	772,7	704,5	9,7%
Zysk operacyjny	17,3	-25,1		35,5	-840,1	-104,2%
Zysk (strata) brutto	20,1	-17,4		35,2	-728,8	-104,8%
Zysk (strata) netto	20,1	-17,3		25,7	-729,1	-103,5%

*Dane skonsolidowane*

W II kwartale br. oczekujemy wzrostu przychodów Netii w stosunku do II kwartału 2003 o ponad 22%. W głównej mierze będzie to efekt włączenia do konsolidacji El-Netu. Organiczny wzrost przychodów (preselekcja, usługi hurtowe, transmisja danych) szacujemy na 6,2%. Dzięki efektom synergii wynikającym z powiększenia grupy oczekujemy, że spółka na stałe powiększy marżę EBITDA do poziomu co najmniej 30%. W II kwartale szacujemy jej poziom na 32% (69 mln PLN), co oznacza spadek w stosunku do I kwartału br. o 4pp (76 mln PLN). Założone przez nas wyższe koszty operacyjne (+10 mln PLN) to efekt jednorazowych kosztów restrukturyzacji El-Netu i połączenia obu spółek. Pomimo że poziom EBITDA IIQ2004 będzie niższy niż w I kwartale br., to jednak Netia będzie mogła pochwalić się wysoką dynamiką wzrostu EBITDA w stosunku do poprzedniego roku (+36%, +19 mln PLN).

## INFORMATYKA

**Comarch (Akumuluj, wycena- 65 zł, P/E2004- 19,6)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	60,0	52,2	15%	297,1	256,6	16%
Zysk operacyjny	2,0	0,5	300%	22,7	15,4	47%
Zysk (strata) brutto	1,5	-1,2		22,0	12,6	75%
Zysk (strata) netto	1,0	-0,8		19,7	11,0	79%

*Dane skonsolidowane bez Interii i Net Brokers*

**Comarch**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	60,0	52,2	15%	297,1	256,6	16%
Zysk operacyjny	2,0	0,5	300%	22,7	15,4	47%
Zysk (strata) brutto	1,5	-1,2		22,0	12,6	75%
Zysk (strata) netto	0,0	-1,5		18,2	9,3	96%

*Dane skonsolidowane*

Nie spodziewamy się równie ogromnej jak w pierwszym kwartale poprawy wyników Comarchu. Zapowiedź prezesa Filipiaka osiągnięcia przez Grupę Comarchu wzrostu sprzedaży o ponad 30% w I półroczu oznacza, że w samym II kwartale sprzedaż mogła wzrosnąć nieznacznie (nawet przy sprzedaży takiej jak w 2003 roku spełniony byłby warunek podany przez spółkę). Wzrost sprzedaży mógł wynikać między innymi z bardzo dużego portfela zamówień eksportowych, jaki miał Comarch na początku roku.

Dodatnio na wyniki skonsolidowane powinien w II kwartale wpływać fakt konsolidacji 100% CDN (rok temu Comarch konsolidował 60%). CDN odnotował wzmoczony popyt na swoje produkty w przededniu wejścia Polski do UE.

Spodziewamy się bardzo dobrych wyników Interii w II kwartale. Rynek reklamy internetowej rósł szybko, a przychody samej Interii z reklamy mogły rosnać jeszcze szybciej, dzięki ostrożności reklamodawców w zlecaniu emisji reklam bankrutującej Wirtualnej Polsce.

Niewiadomą w szacowaniu skonsolidowanych wyników Comarchu jest wpływ wyników klubu sportowego Cracovia.



**ComputerLand (Redukuj, wycena- brak, P/E2004- 73,8)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	125,0	119,9	4%	550,0	522,3	5%
Zysk operacyjny	6,0	4,5	33%	24,6	27,3	-10%
Zysk (strata) brutto	3,0	1,6	88%	16,6	19,0	-13%
Zysk (strata) netto	2,4	0,5	380%	10,5	12,1	-13%

*Dane jednostkowe*

Oczekujemy nieco wyższej niż rok temu sprzedaży i znacznie wyższych zysków Computerlandu w II kwartale 2004 roku niż w II kwartale 2003 r. Duży portfel zamówień na początku kwartału pozwala oczekiwać lepszego niż rok temu poziomu sprzedaży. Wygasanie największych kontraktów w bankach jest w przypadku Computerlandu równoważone wyższą sprzedażą na rzecz NBP.

W ciągu II kwartału Computerland informował o tylko dwóch dużych umowach: z nienazwaną instytucją finansową na łączną kwotę 49 mln zł. Czas realizacji tych umów to 12 miesięcy licząc od końca kwietnia, dlatego nie spodziewamy się, aby umowy te wpłynęły na wyniki II kwartału. Mogą natomiast powodować, że portfel zamówień Computerlandu na koniec czerwca nie pogorszył się.

**Emax (Trzymaj, wycena- 109 zł, P/E2004 – 17,3)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	35,0	35,1	0%	257,0	223,0	15%
Zysk operacyjny	1,5	3,8	-61%	28,0	24,8	13%
Zysk (strata) brutto	0,5	1,5	-67%	23,9	17,3	39%
Zysk (strata) netto	-0,5	1,1		18,5	10,5	76%

*Dane skonsolidowane*

Zapowiedzi spółki po wynikach I kwartału nie pozwalają nam oczekiwać zbyt dobrych wyników w II kwartale. Zapowiedzi te mówiły o silnej sezonowości wyników Emaksu w 2004 roku i o prawdopodobnie gorszych niż w 2003 roku wynikach za całe półrocze 2004 roku.

Przy zbliżonej do ubiegłorocznej sprzedaży w samym II kwartale Emax osiągnęłby, według naszych szacunków, o około 2,5 mln zł niższy niż rok temu wynik operacyjny (przy będącym dużym uproszczeniu założeniu niezmienionych marż brutto). Tym samym wynik netto okazałby się również gorszy niż rok temu.

**Prokom (Trzymaj, wycena- 172 zł, P/E2004 – 14,9)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	200,0	211,7	-6%	1135,0	872,3	30%
Zysk operacyjny	20,0	32,3	-38%	163,4	95,9	70%
Zysk (strata) brutto	-7,0	56,2		189,7	118,0	61%
Zysk (strata) netto	-12,0	37,9		153,7	107,3	43%

*Dane jednostkowe z wyłączeniem 105 mln zł rezerw na Prokom Internet w 2003 roku*

Drugi kwartał według naszych szacunków był pod względem wyników zły dla Prokomu. Opóźniająca się realizacja dużych projektów (PZU, Poczta) spowodowała prawdopodobnie nie tylko stagnację sprzedaży, ale i spadek marży operacyjnej. Na dodatek Prokom poniósł około 19 mln zł straty z powodu spadku giełdowego kursu akcji Ster-Projekt.

Jeśli wyniki Prokomu okazałyby się tak słabe, jak szacujemy, poważnie zastanowimy się nad obniżeniem tegorocznej prognozy wyników Prokomu. Tym bardziej, że coraz mniej prawdopodobne wydają się w tym roku jakiegokolwiek rozstrzygnięcia co do projektów offsetowych, zawartych w naszej prognozie (choć z niewielkimi wagami odpowiadającymi prawdopodobieństwu ich wystąpienia). Projekt Rejestru Usług Medycznych wydawał się bliższy zatwierdzenia przez rząd niż dwa pozostałe. Dziś widać, że w sprawie RUM żadna decyzja nie zapadnie przed przyjęciem przez Sejm nowej ustawy o ochronie zdrowia.



**Softbank (Trzymaj, wycena- 19 zł, P/E2004- 33,9)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	50,0	46,0	9%	482,0	345,0	40%
Zysk operacyjny	-5,0	-3,4		18,1	13,0	39%
Zysk (strata) brutto	-7,0	-0,8		11,2	12,2	-8%
Zysk (strata) netto	-7,0	-1,1		11,2	4,1	173%

*Dane skonsolidowane*

Softbank oceniał wstępnie pod koniec czerwca, że II kwartał 2004 r. będzie pod względem wyników niezbyt dobry, podobnie jak zazwyczaj drugie kwartały roku. Na dość niską sprzedaż składają się późnienia w realizacji projektu PZU, brak większych projektów związanych z CEPiK, ale nie objętych główną umową z powodu ograniczeń budżetowych rządu i brak jak na razie ożywienia popytu na informatykę ze strony banków spółdzielczych. Zakładamy jednocześnie, że wynik operacyjny nie był w I kwartale pod wpływem jednorazowych zdarzeń, które poprawiły znacznie wynik II kwartału zeszłego roku (4 mln zł odzyskanej należności od Ementora). Zakładamy też, że wpływ przeszacowania instrumentów pochodnych wbudowanych w kontrakty długoterminowe będzie w II kwartale zerowy (nie mamy narzędzi, aby oszacować ten wpływ).

**BUDOWNICTWO**

**Budimex (Akumuluj, wycena- brak, P/E2004 - 112,7)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	610,0	576,3	6%	2200,0	2146,9	2%
Zysk operacyjny	4,7	13,0	-64%	25,0	-15,3	
Zysk (strata) brutto	4,7	14,3	-67%	25,0	-10,5	
Zysk (strata) netto	2,0	11,5	-83%	10,0	-38,3	

*Dane skonsolidowane nie obejmujące zysku ze sprzedaży biurowca*

Zakładamy lekki wzrost sprzedaży Budimeksu w II kwartale 2004 roku, średnią marżę brutto 7%, zgodnie z zapowiedziami zarządu spadku marż w II i III kwartale w stosunku do I kwartału 2004 r., 30 mln zł kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży i 8 mln zł ujemnego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych (wskutek tworzenia rezerw na niespłacone w terminie należności).

Brak jeszcze danych GUS o produkcji budowlano-montażowej w czerwcu. Z danych za 5 miesięcy można przewidywać, że w II kwartale nastąpił niewielki (kilkuprocentowy) wzrost produkcji budowlanej.

**Echo (Zawieszona, wycena- brak, P/E2004 - 22,9)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	90,0	85,0	24%	320,0	312,2	2%
Zysk operacyjny	22,5	19,4	16%	80,0	77,8	3%
Zysk (strata) brutto	15,0	13,6	10%	50,0	43,2	16%
Zysk (strata) netto	11,7	7,8	50%	39,0	28,4	37%

*Dane skonsolidowane*

Echo skorzystało z dużego popytu na mieszkania przed 1 maja 2004 roku wyprzedając niemal do zera posiadane mieszkania. W porównaniu z II kwartałem 2003 roku zwiększeniu uległy przychody z wynajmu powierzchni handlowej. Wzrosły jednocześnie koszty obsługi zadłużenia, które jest większe po oddaniu do użytku centrum handlowego w Szczecinie.



**Elektrobudowa (Akumuluj, wycena- 32 zł, P/E2004- 20,4)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	55,0	48,3	14%	260,0	228,8	14%
Zysk operacyjny	1,3	2,2	-44%	8,6	8,0	8%
Zysk (strata) brutto	1,0	1,7	-44%	7,3	5,0	46%
Zysk (strata) netto	0,7	1,1	-39%	5,2	3,1	68%

*Dane jednostkowe*

Zakładamy podobny do oczekiwanego przez nas w całym roku przyrost sprzedaży Elektrobudowy w II kwartale w stosunku do II kwartału 2003 roku. Pozostałe założenia są identyczne jak w naszym modelu dla całego roku. Choć prognozowane przez nas wyniki są słabsze niż w odpowiednim kwartale 2003 roku, wyniki za całe I półrocze byłyby w przypadku realizacji tych prognoz lepsze od ubiegłorocznych.

**POZOSTAŁE SPÓŁKI**

**Forte (Kupuj, wycena – 16 zł, P/E2004 – 14,6)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	98,9	70,5	40,3%	477,5	348,4	37,1%
Zysk operacyjny	4,8	-0,7	-	29,7	25,3	17,4%
Zysk (strata) brutto	5,3	-1,6	-	27,9	19,4	44,1%
Zysk (strata) netto	4,3	-1,5	-	22,7	12,6	80,6%

II kwartał roku to sezonowo najsłabszy okres dla producentów mebli. Sprzedaż zwykle jest niska, a dodatkowo w Forte przez część czerwca miał miejsce przestój technologiczny. Tym niemniej II kwartał 2004 roku będzie pierwszym, w którym konsolidowane będą wyniki Furnela, dlatego też oczekujemy, że przychody grupy wyniosą blisko 100 mln zł. Restrukturyzacja oraz wysokie kursy euro przynoszą efekty – spółka matka nie powinna zanotować straty na poziomie operacyjnym. Negatywny wpływ na wyniki grupy mają ciągle Meble Polonia, ale w tym kwartale zostaje on zniwelowany przez dobry wynik Furnela. Podsumowując sądzimy, że grupa Forte powinna zanotować zysk netto na poziomie 4-5 mln zł. Nie jest to wystarczające do zmiany naszych prognoz dla spółki na cały bieżący rok (rentowności w II połowie roku spadną w związku z umocnieniem złotego).

**Frantschach Świecie (Redukuj, wycena- - PLN, P/E2004- 15,9)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	332,1	342,2	-2,9%	1 268,6	1 280,4	-0,9%
Zysk operacyjny	46,6	91,7	-49,2%	223,2	260,3	-14,3%
Zysk (strata) brutto	46,6	85,2	-45,3%	215,2	190,6	12,9%
Zysk (strata) netto	35,4	63,8	-44,5%	176,4	147,6	19,5%

*Dane nieskonsolidowane*

Otoczenie nie sprzyja Świeciu. Utrzymująca się relacja Euro/USD powoduje, że ceny papieru w Europie nie są w stanie powrócić do poziomów z pierwszego półrocza 2003 (kosmetyczne zmiany w stosunku do końca 2003). Ponadto umocnienie złotego w stosunku do Euro z jednej strony obniża przychody spółki (ponad 80% to eksport) z drugiej negatywnie odbija się to na marży operacyjnej. W II kwartale wpływ kursu złotego w stosunku do Euro na wyniki przełoży się jeszcze w niewielkim stopniu (średni kurs Euro/PLN w IQ to 4,78, w II to 4,69). Prawdziwy wpływ będzie widoczny dopiero w III kwartale.

Poza czynnikami przychodowymi należy oczekiwać wyższych kosztów pozyskania drewna (o czym wielokrotnie pisaliśmy), co powinno mieć wpływ na poziom EBITDA II kwartału (spadek marży z 36% przed rokiem, do 24%).

Dużą niewiadomą dla nas jest to, jaki wynik spółka osiągnie na działalności finansowej. W poprzednich kwartałach Świecie zabezpieczało przepływy pieniężne przed ryzykiem kursowym, na czym spółka poniosła dotkliwe straty. Jeżeli powyższa polityka nie zmieniła się, obecnie należy oczekiwać przychodów z tego tytułu. W naszych prognozach uwzględniliśmy zysk przed opodatkowaniem na transakcjach zabezpieczających w kwocie 5 mln PLN.



**Kęty (Akumuluj, wycena- 146 PLN, P/E2004- 13,7)**

(mln. zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	183,5	186,4	-1,5%	796,9	740,2	7,7%
Zysk operacyjny	28,9	23,6	22,2%	118,6	85,5	38,6%
Zysk (strata) brutto	27,7	21,8	27,4%	119,4	84,6	41,1%
Zysk (strata) netto	24,1	17,9	34,4%	95,9	69,7	37,6%

Wyniki kwartalne Grupy Kęty nie powinny być dla inwestorów zaskoczeniem. Jeszcze przed końcem kwartału spółka poinformowała o spodziewanej dynamice wzrostu przychodów (+10%) oraz marży na poziomie EBIT zbliżonej do osiągniętej w I kwartale (16%). Ponieważ spółka zmieniła metodę konsolidacji Flexpolu z pełnej na praw własności, dynamika przychodów w ujęciu rocznym za II kwartał jest ujemna.

**Hoop (Akumuluj, wycena- 27 zł, P/E2004- 16,2)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	112,0	126,8	-12%	429,6	351,6	22%
Zysk operacyjny	5,4	11,6	-54%	24,3	20,0	22%
Zysk (strata) brutto	2,3	5,1	-55%	12,0	3,4	253%
Zysk (strata) netto	1,8	5,0	-63%	11,4	5,0	128%

*Dane skonsolidowane, nie obejmujące Megapaku*

Zimny maj i czerwiec spowodowały niską sprzedaż Hoopa w całym II kwartale 2004 roku. Według wstępnych szacunków spółki, sprzedaż w I półroczu była zbliżona do tej sprzed roku. Średnie ceny produktów Hoopa nie wzrosły w stopniu w pełni kompensującym wzrost kosztów surowców (choć w II kwartale Hoop produkował jeszcze napoje używając cukru kupionego po niskich cenach). Oznacza to, że marża brutto uzyskiwana przez Hoopa była prawdopodobnie niższa niż rok temu (zakładamy, że taka jak w I kwartale). Jednocześnie koszty ogólnego zarządu i sprzedaży pozostały na wysokim poziomie po otwarciu trzeciego zakładu produkcyjnego (33 mln zł na kwartał). Hoop z początkiem roku stracił też około 2,5 mln zł na kwartał salda dotacji z PFRON i kosztów zatrudnienia osób niepełnosprawnych. Musiało to doprowadzić do spadku zysku operacyjnego.

Po publikacji wyników za II kwartał prawdopodobnie obniżymy prognozę sprzedaży dla Hoopa na cały rok 2004. Odpowiednim zmianom ulegną wtedy także prognozy zysków.

Wyniki obejmujące Megapak nie będą raczej o wiele lepsze od wyników samej polskiej działalności. Pogoda w regionie moskiewskim również nie sprzyjała popytowi na napoje, a znakomita sprzedaż produktów pod markami własnymi (Arctic, Hoop, Hooch) nie wypełniła braku jaki powstał po utracie przez Megapak dużego klienta. Z tego powodu, oraz dlatego, że zapowiadana restrukturyzacja kosztowa Megapaku na pewno na razie nie przyniosła żadnych wymiernych korzyści, nie oczekujemy istotnego pozytywnego wpływu Megapaku na wyniki skonsolidowane Hoopa.

**KGHM (Akumuluj, wycena- 37 PLN, P/E2004- 4,5)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	1 580,0	1 075,8	46,9%	5 980,0	4 740,8	26,1%
Zysk operacyjny	437,0	22,0	1883,6%	1 370,0	357,9	282,8%
Zysk (strata) brutto	528,9	78,4	574,9%	1 538,0	569,3	170,1%
Zysk (strata) netto	406,4	53,7	657,2%	1 208,0	411,6	193,5%

*Dane jednostkowe*

W II kwartale średnia cena miedzi w kontraktach trzymiesięcznych wyniosła 2699 USD/t, tj. o 1 USD więcej niż w pierwszych trzech miesiącach roku. Analogicznie cena srebra wyniosła 223,5 USD/kg, o 6,6% mniej niż w I kwartale br. Czynnikiem, który pozytywnie wpływał na wartość przychodów spółki był osłabiający się złoty w stosunku do USD. Średni kurs USD/PLN w II kwartale wyniósł 3,89 w stosunku do 3,82 w I kwartale. Zgodnie z zapowiedzią zarządu należy oczekiwać wzrostu wolumenu sprzedaży miedzi w całym roku do 540 tys. ton. W II kwartale oczekujemy, że sprzedaż wzrośnie do 136 tys. ton, tj. o 3 tys. ton więcej niż w I kwartale br. i 6 tys. ton w relacji do II kwartału 2003. Uwzględniając wszystkie ww. elementy spodziewamy się, że spółka zwiększy przychody ze sprzedaży do 1 580 mln PLN w stosunku do 1 519 mln PLN w I kwartale. Nasze prognozy opierają się na założeniu, że poziom zabezpieczeń cen miedzi będzie zbliżony do tego z I kwartału.



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu spółki w II kwartale w związku z przyspieszeniem prac przygotowawczych i remontów, odkładanych w ciągu poprzednich dwóch lat, począwszy od II kwartału należy oczekiwać wzrostu jednostkowego kosztu produkcji miedzi. W prognozie założyliśmy, że jego poziom wzrośnie do 6 398 PLN/t w stosunku do 6 281 PLN/t w I kwartale i 5 986 PLN/t w II kwartale 2003.

### **Krosno (Akumuluj, wycena – 145 zł, P/E2004 – 19,1)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2 003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	106,0	84,8	25,0%	396,6	342,6	15,7%
Zysk operacyjny	9,3	7,0	33,2%	26,6	20,7	28,4%
Zysk (strata) brutto	7,1	5,6	25,8%	21,8	14,7	48,2%
Zysk (strata) netto	5,7	3,6	59,1%	17,1	10,4	64,1%

W pierwszym kwartale roku przychody grupy Krosno wzrosły o ponad 30%. Zakładamy że wysokie dynamiki sprzedaży utrzymywały się również w II kwartale roku. Oczekujemy, że przychody grupy przekroczyły 100 mln zł. Przy tym poziomie przychodów zysk netto powinien być zbliżony do zrealizowanego w pierwszym kwartale roku (było to 5,3 mln zł). Łącznie w pierwszym półroczu 2004 roku zysk powinien więc przekroczyć wynik za cały 2003 rok. Drugie półrocze roku może być jednak na poziomie zysku netto słabsze niż pierwsze ze względu na wyższe oczekiwane koszty amortyzacji oraz gorsze relacje walutowe.

### **Orbis (Trzymaj, wycena- 26 PLN, P/E2004- 19,8)**

(mln zł)	II kw. 2004	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	258,5	218,8	18,1%	939,0	819,0	14,7%
Zysk operacyjny	44,7	35,8	25,0%	88,0	53,8	63,6%
Zysk (strata) brutto	39,8	58,5	-32,0%	81,0	67,4	20,2%
Zysk (strata) netto	31,1	42,9	-27,5%	56,0	45,2	23,8%

*Dane skonsolidowane*

Oczekujemy, że wyniki kwartalne Orbisu będą zdominowane poprzez wzrost frekwencji oraz spadek cen wyrażonych w Euro. Naszym zdaniem efekt ww. czynników będzie dodatni, a uwzględniając dzwignię operacyjną oczekujemy poprawy wyników spółki na poziomie operacyjnym. Jak pokazują ostatnie kwartały, dzięki redukcji kosztów operacyjnych (zatrudnienie) nawet przy niewielkim wzroście przychodów marża EBITDA istotnie wzrasta (średnio o 7,5pp w okresie niskich marż - zima, średnio o 2,5pp w okresie wysokich marż - lato).

W związku z włączeniem do konsolidacji metodą pełną spółki Hekon, dane skonsolidowane w ujęciu kwartalnym są nieporównywalne. Na poziomie spółki matki oczekujemy dynamiki wzrostu przychodów na poziomie 7%. Hekon powinien dołożyć do skonsolidowanej sprzedaży ok. 26 mln PLN.

Pomimo poprawy wyników na poziomie operacyjnym, prognozowany przez nas niższy zysk netto jest efektem jednorazowej transakcji sprzedaży majątku jaka miała miejsce w roku 2003. Spółka sprzedała wtedy działkę, na czym zrealizowała zysk przed opodatkowaniem w kwocie 22 mln PLN. W II kwartale nie zakładamy żadnych jednorazowych transakcji.

### **PKN Orlen (trzymaj, wycena – 30 zł, P/E2004 – 11,8)**

(mln zł)	II kw.2004P	II kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	9 251	8 263	12,0%	37 510	33 721	11,2%
Zysk operacyjny	628	185	238,6%	1 306	1 366	-4,4%
Zysk (strata) brutto	574	254	126,1%	1 329	1 313	1,2%
Zysk (strata) netto	449	184	143,9%	1 064	1 069	-0,4%

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na wyniki PKN Orlen są marże rafineryjne. W II kwartale br. utrzymywały się one na bardzo wysokich poziomach (około 7 USD/bl). Dlatego też sądzimy, że wynik kwartalny, jaki zanotuje koncern będzie rekordowy w historii grupy. Szacujemy, że zysk netto przekroczy 400 mln zł, niewykluczone, że może osiągnąć nawet 0,5 mld zł. Rośnie sprzedaż hurtowa Orlenu (efekt podpisanych umów spawowych). Wysokie marże pozytywnie wpływają również na wyniki niemieckich stacji benzynowych, w związku z czym można oczekiwać, że II kwartał roku zakończą one dodatnim wynikiem finansowym. Ponadto efekty przynosi wdrażany program redukcji kosztów. Jest



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

prawdopodobne, że w I połowie roku koncern zrealizuje ponad 75% naszej całorocznej prognozy zysku, dlatego po opublikowaniu raportu za II kwartał 2004 roku rozważymy podniesienie prognoz dla PKN Orlen.

### Terminy publikacji raportów kwartalnych za II kwartał i rocznych 2004 roku

Spółka	Data publikacji rap. nieskonsolidowanego za II kw.	Data publikacji rap. skonsolidowanego za II kw.	Data publikacji rap. za I półrocze
7 BULLS		16.08.2004	28.10.2004
AGORA		05.08.2004	30.09.2004
AMICA	04.08.2004	13.08.2004	29.10.2004
BUDIMEX		12.08.2004	30.09.2004
CERSANIT		16.08.2004	
COMARCH			29.10.2004
COMPUTERLAND		16.08.2004	30.09.2004
CSS	16.08.2004	16.08.2004	30.09.2004
DĘBICA			30.09.2004
ECHO INVESTMENT		13.08.2004	29.10.2004
ELEKTRIM	04.08.2004	16.08.2004	29.10.2004
FARMACOL	16.08.2004	16.08.2004	29.10.2004
GETIN	04.08.2004		30.09.2004
GROCLIN	12.08.2004	12.08.2004	23.09.2004
GRUPA ONET	16.08.2004	16.08.2004	16.08.2004
HOOP		13.08.2004	30.09.2004
IMPEXMETAL	10.08.2004	10.08.2004	30.09.2004
IRENA	04.08.2004	16.08.2004	29.10.2004
JELFA	04.08.2004		30.09.2004
KGHM	04.08.2004	16.08.2004	20.10.2004
KĘTY		29.07.2004	
KRUSZWICA	04.08.2004		28.09.2004
LENTEX		09.08.2004	24.09.2004
LPP	16.08.2004	16.08.2004	30.09.2004
MENNICA	04.08.2004	13.08.2004	29.10.2004
MOSTOSTAL ZABRZE	13.08.2004	13.08.2004	29.10.2004
MPEC WROCLAW	04.08.2004		
NETIA		13.08.2004	13.08.2004
OPTIMUS	16.08.2004	16.08.2004	14.10.2004
ORBIS	29.07.2004	13.08.2004	29.10.2004
ORFE		13.08.2004	30.09.2004
PGF	16.08.2004	16.08.2004	30.09.2004
PKN ORLEN	13.08.2004	13.08.2004	30.09.2004
POLFA KUTNO	04.08.2004		
POLIFARB CW		12.08.2004	30.09.2004
PROKOM		12.08.2004	30.09.2004
PROSPER		16.08.2004	02.11.2004
SOFTBANK		10.08.2004	17.09.2004
STER PROJEKT	04.08.2004	16.08.2004	02.11.2004
STOMIL OLSZTYN	04.08.2004		30.09.2004
ŚWIECIE	20.07.2004		21.09.2004
TPSA		13.08.2004	30.08.2004
TRAS TYCHY	05.08.2004	12.08.2004	29.10.2004
ŻYWIEC	13.08.2004		08.09.2004



## Departament sprzedaży instytucjonalnej i analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35  
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor  
[Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl)  
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Z-ca dyrektora  
[Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl](mailto:Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl)

### Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68  
[Michal.Skowronski@breinwest.com.pl](mailto:Michal.Skowronski@breinwest.com.pl)  
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl](mailto:Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl)  
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl](mailto:Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl)  
Grzegorz Stepien tel. (+48 22) 697 48 62  
[Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl](mailto:Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl)  
Tomasz Roguwski tel. (+48 22) 697 48 82  
[Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl)

## Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37  
[Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl](mailto:Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl)  
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
[Michal.Marczak@breinwest.com.pl](mailto:Michal.Marczak@breinwest.com.pl)  
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierza tel. (+48 22) 697 47 42  
Doradca Inwestycyjny  
[Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl](mailto:Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl)  
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36  
Makler Pap. Wart.  
[Witold.Samborski@breinwest.com.pl](mailto:Witold.Samborski@breinwest.com.pl)  
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64  
[Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl](mailto:Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl)  
Analiza techniczna

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41  
[Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl](mailto:Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl)  
Asystent analityk

*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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.*

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

---

*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.*

*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.*

*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.*

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

*Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:*

*DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.*