



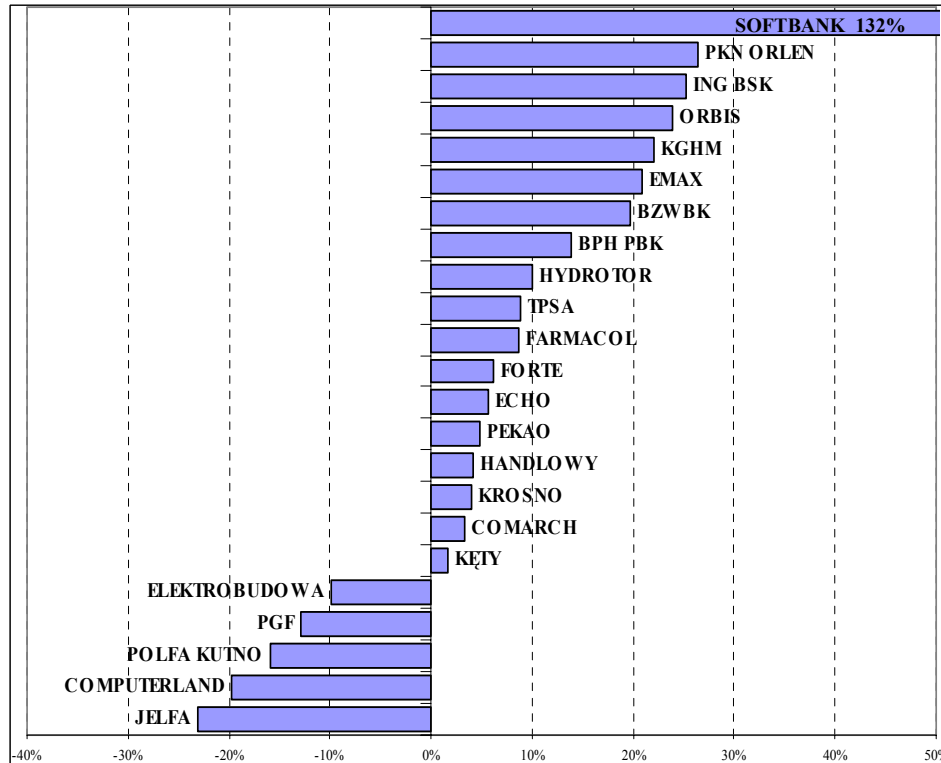
# Prognozy Wyników Kwartalnych

## III kwartał 2004

ISSN 1508-4396

Warszawa, 28.10.2004

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



Wyniki banków po 2 kw., który przyniósł wiele zdarzeń jednorazowych, wracają do poziomów z 1 kw. Nie zrealizowały się nadzieje na wzrost wolumenów (może jesień będzie lepsza) ani na wyraźne zwiększenie marż odsetkowych (konkurencja nie pozwoliła bankom na skorzystanie z wyższych stóp procentowych), ale koszty ryzyka kredytowego, ze względu na cykliczność gospodarki, są cały czas na niskim poziomie. Pozytywną niespodzianką mogą być wyniki BZWBK.

III kwartał zapewne zakończy stratą Jelfa. Aczkolwiek spółka nie powinna notować spadku w porównaniu do III kwartału poprzedniego roku (co, biorąc pod uwagę około 20% spadek przychodów Polfy Kutno należy uznać za sukces), to jednak wysokie koszty sprzedaży wpłyną negatywnie na wynik finansowy. III kwartał jest sezonowo słaby dla dystrybutorów farmaceutycznych: sądzimy, że relatywnie najlepszy wynik może zanotować Farmacol.

Oczekujemy wyraźnej poprawy wyników Comarchu i Softbanku (dzięki PKO BP i CEPiK), nieznacznego wzrostu zysku netto Emaksu i gorszych niż rok temu zysków Prokomu (czekającego na PZU i Poczte) i Computerlandu (spadek zamówień po 1 maja).

Największej poprawy wyników spośród kilku badanych przez nas spółek budowlanych oczekujemy po Budimeksie (lepsze marże, mniejsze odpisy), poprawić powinny się też wyniki Echa, natomiast szacujemy, że zyski Elektrobudowy będą niższe niż rok temu (inwestycje w energetyce opóźniają się).

### Analizy:

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)



## PROGNOZY WYNIKÓW KWARTALNYCH

### SEKTOR BANKOWY

#### BPH PBK (Sprzedaj, wycena 340 zł, PE2004 17,7)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	319	275	16%	1252	1105	13%
WNDB	655	540	21%	2763	2356	17%
Zysk (strata) przed rezerwami	273	172	59%	1185	863	37%
Zysk (strata) brutto	188	111	70%	869	543	60%
Zysk (strata) netto	152	74	105%	732	333	120%

*Dane jednostkowe*

Po wyjątkowo udanym 2 kw. (jednorazowe zyski z dywidend i ze sprzedaży GBG oraz prowizje zwiększone dzięki boomowi hipotecznemu) bank wraca na poziomie jednostkowym po poziomów zysku notowanych w 1 kw. (na poziomie skonsolidowanym zobaczymy mniejsze przychody i koszty – efekt sprzedaży GBG). Oczekujemy niewielkiego wzrostu przychodów odsetkowych, mniejszych niż kwartał temu przychodów z opłat i prowizji oraz z operacji Treasury (widocznych jako przychody z operacji finansowych i z pozycji wymieniany). Przy braku znaczących zdarzeń jednorazowych dawałoby to przychody ogółem na poziomie 655 mln zł, koszty 382 mln i zysk netto 273 mln zł, czyli zbliżony do 4 kw. ub.r. (268 mln zł) i 1 kw. br. (267 mln zł). Oczekujemy większych niż w 2 kw. rezerw i mniejszego zysku jednostek konsolidowanych (brak GBG) i zysku netto na poziomie 1 kw.

#### BZWBK (trzymaj, wycena 74, PE2004 14,6)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	218	214	2%	857	829	3%
WNDB	413	411	1%	1774	1636	8%
Zysk (strata) przed rezerwami	150	97	55%	677	399	70%
Zysk (strata) brutto	118	69	71%	518	261	98%
Zysk (strata) netto	91	37	144%	406	130	213%

*Dane skonsolidowane*

Wbrew wcześniejszym obawom to może być kolejny udany kwartał banku. Nawet zakładając tylko powtórzenie ubiegłorocznych (tzn. 3 kw. 2003 r.) przychodów i ubiegłokwartalnych (tzn. 2 kw. 2004 r.) kosztów uzyskujemy zysk operacyjny na poziomie 141 mln zł, co przy rezerwach na poziomie 33 mln zł (czyli takich jak w 1 kw.) dawałoby zysk netto ok. 84 mln zł. Wydaje się jednak, że można liczyć na niewielkie zwiększenie przychodów w porównaniu z 3 kw. ub.r. i dalsze redukcje kosztów, co pozwoliłoby uzyskać nawet jeszcze wyższy wynik. Jeżeli rzeczywiście zysk netto, bez zdarzeń jednorazowych, będzie wyższy niż 90 mln zł, będzie to miłą niespodzianką dla rynku, który po wynikach 2 kw. raczej obniżał niż podwyższał prognozy wyniku rocznego.

#### HANDLOWY (redukuj, wycena 51, PE2004 18,0)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	235	189	25%	812	745	9%
WNDB	497	486	2%	1992	1891	5%
Zysk (strata) przed rezerwami	187	191	-2%	689	652	6%
Zysk (strata) brutto	148	140	6%	548	392	40%
Zysk (strata) netto	129	113	14%	426	243	76%

*Dane jednostkowe*

Zakładamy kontynuację wzrostu wyniku prowizyjnego (głównie za sprawą produktów dla klientów detalicznych) oraz wyniku odsetkowego (efekt zwiększenia portfela obligacji). Przy oczekiwanym braku strat kapitałowych na obligacjach oraz umiarkowanym wyniku z pozycji wymiany dałoby to przychody ogółem na poziomie 1 kw. Niewiadomą są koszty, na które w 1 kw. negatywnie (rezerwy na koszty odpraw i opcji menadżerskich), a w 2 kw. pozytywnie (korekta rezerw na opcje menadżerskie) wpłynęły zdarzenia jednorazowe. Oczekujemy, że koszty w 3 kw. będą o ok. 30 mln zł wyższe niż w 2 kw., co w sytuacji wyższych przychodów przełoży się na zysk operacyjny przed rezerwami na poziomie 2 kw. Zakładamy nierozwiązywalnie rezerwy ogólnej i pojawienie się w związku z tym niewielkiego ujemnego salda rezerw i



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

przede wszystkim z tego powodu prognozujemy obniżenie zysku netto w porównaniu z poprzednim kwartałem (i wzrost w stosunku do 3 kw. ub.r.)

### **KREDYT BANK (trzymaj, wycena 5,3, PE2004 12,2)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	184	185	0%	700	723	-3%
WNDB	384	332	16%	1366	1393	-2%
Zysk (strata) przed rezerwami	114	41	181%	290	232	25%
Zysk (strata) brutto	85	-40	-	184	-1382	-
Zysk (strata) netto	69	-76	-	161	-1567	-

*Dane skonsolidowane*

Jedynym w miarę pewnym elementem wyników Kredyt Banku w 3 kw. jest zysk ok. 36 mln zł na sprzedaży Kredyt Banku Ukraina. Należy liczyć na niewielkie zwiększenie przychodów odsetkowych i sezonowy wzrost przychodów prowizyjnych, ale przy dużej zmienności wyników banku prognozy obciążone są dużym ryzykiem. Stabilizacja kosztów w dwóch pierwszych kwartałach zwiększa prawdopodobieństwo tego, że także w 3 kw. nie będzie tu dużych niespodzianek. Zakładamy też utrzymanie salda rezerw na poziomie 2 kw., co dałoby wzrost zysku brutto do 85 mln zł i zysku netto do 69 mln zł. Jednak poprawa wyniku wynikać będzie przede wszystkim z czynnika jednorazowego i mimo że wpłynie pozytywnie na wskaźnik PE, nie powinna być uwzględniana przy wycenie banku. Nie wierzymy, że Kredyt Bank ma szanse na trwałe generowanie zwiększonych zysków i nie sądzimy, że wyniki 3 kw. zmienią naszą opinię na ten temat.

### **PEKAO (trzymaj, wycena 104, PE2004 16,2)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	560	575	-3%	2 228	2 375	-6%
WNDB	1 007	989	2%	4 196	4 073	3%
Zysk (strata) przed rezerwami	440	415	6%	1 883	1 770	6%
Zysk (strata) brutto	361	345	5%	1 477	1 276	16%
Zysk (strata) netto	305	252	21%	1 239	920	35%

*Dane skonsolidowane*

Mimo podwyżek stóp procentowych i utrzymywania przez Pekao niskiego oprocentowania depozytów, bank nie zapowiada zwiększenia marż odsetkowych. Wydaje się, że ostra konkurencja po stronie kredytów znacząco ogranicza spready kredytowe. Pamiętajmy, że podwyżki stóp uderzają w banki udzielające kredytów hipotecznych o stałym (w początkowym okresie) oprocentowaniu, a więc m.in. w Pekao. Od roku znaczącą pozycję w przychodach prowizyjnych stanowiły prowizje od sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Stagnacja na tym rynku przekłada się na zmniejszone przychody banku, w związku z tym w najlepszym razie można liczyć na przychody z tytułu opłat i prowizji na poziomie ok. 380 mln zł (zakładamy 377 mln zł, w tym 220 mln zł z tytułu rachunków i transakcji, 66 mln zł z kart, 56 mln zł z kredytów i 35 mln zł z funduszy inwestycyjnych). W sumie da to przychody odrobinę niższe niż w ostatnich trzech kwartałach. Przy stabilizacji kosztów (zakładamy mały wzrost amortyzacji) przełoży się to na niewielki spadek zysku operacyjnego (440 mln zł wobec 463 i 461 mln zł w 1 i 2 kw.), jednak liczymy na spadek salda rezerw i wynik brutto zbliżony do ostatnich dwóch kwartałów (361 mln zł wobec odpowiednio 366 i 365 mln zł). Przy założeniu efektywnej stawki podatkowej na poziomie 21% i zysku jednostek konsolidowanych metodą praw własności na poziomie 20 mln zł, dałoby to zysk netto 305 mln zł.

### **ING BSK (akumuluj, wycena 362, PE2004 18,5)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody odsetkowe netto	207	216	-4%	786	869	-10%
WNDB	392	376	4%	1512	1530	-1%
Zysk (strata) przed rezerwami	136	146	-7%	520	579	-10%
Zysk (strata) brutto	69	36	90%	248	146	69%
Zysk (strata) netto	68	21	217%	265	29	822%

*Dane jednostkowe*

Obrazowo mówiąc, lew dopiero szykuje się skoku i nie oczekujemy, żeby wyniki 3 kw. przyniosły jakąś radykalną zmianę postrzegania banku. Agresywna polityka ING BSK na rynku depozytów najprawdopodobniej pozwoli bankowi jeszcze wzmocnić pozycję w tym segmencie, ale uniemożliwi skorzystanie z potencjalnie większych marż. Może w niewielkim



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

stopniu poprawią się przychody odsetkowe, ale obawiamy się, czy wynik z pozycji walutowej dorówna wynikowi 2 kw. i zakładamy spadek przychodów o 10 mln zł (-2,5%). Nie ma co liczyć na obniżkę kosztów w porównaniu z ubiegłym kwartałem, co oznacza wzrost kosztów ogółem o 15% w porównaniu z 3 kw. 2003 r. (większe premie i koszty promocji, niższa amortyzacja). Przełożyłoby się to spadek zysku operacyjnego przed rezerwami do poziomu z 1 kw. (136 mln zł), ale liczymy na trochę niższe koszty ryzyka kredytowego, ponieważ poprawa koniunktury powinna przełożyć się modelem ryzyka kredytowego (zakładamy 60 mln zł wobec 68 mln zł w 2 kw. i 71 mln zł w 1 kw.). Dlatego liczymy na poziomie brutto na wynik zbliżony do 2 kw., co przy wyższym podatku (brak rozliczenia kredytu podatkowego) i trochę niższym zysku jednostek podporządkowanych powinno zaowocować spadkiem zysku netto o 25% kw/kw i trzycyfrowym wzrostem (ale z bardzo niskiego poziomu) w stosunku do 3 kw. ub.r.

### FARMACEUTYKI

Wzrost rynku farmaceutycznego w III kwartale br. w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku mógł kształtować się na poziomie 4-5%. W tym momencie można z pewnością stwierdzić, że 10% dynamika w całym roku (mniej więcej o takim poziomie mówiły spółki na początku br.) jest nie do osiągnięcia. Przypominamy, że w IV kwartale dynamika wzrostu może być niska, co ma związek z faktem, że baza poprzedniego roku jest wysoka (efekt zmian wprowadzonych na listach refundacyjnych). O ile nasz szacunek wzrostu rynku w III kwartale jest właściwy, wydaje się, że realne jest osiągnięcie wzrostu w ujęciu rocznym na poziomie 3-6%.

III kwartał roku, z najslabszymi miesiącami, czyli lipcem i sierpniem, jest sezonowo najgorszym okresem dla podmiotów działających na rynku farmaceutycznym. Wyniki podała już Polfa Kutno – co prawda odpowiadają one US GAAP, ale można przyjąć, że wyniki wg PSR nie będą od nich znacznie odbiegać. Są one słabe. Spółka, dotąd uważana przez nas za lidera sprzedaży, zanotowała w III kwartale br. niemal 20% spadek przychodów w porównaniu do III kwartału poprzedniego roku. W Polsce niewiele się dzieje – spółka oczekuje na przejęcie przez Ivax i nie podejmuje żadnych strategicznych działań. Rozważamy ponowne obniżenie prognozy wyników dla Polfy na bieżący rok.

Lepiej na tym tle może wyglądać sprzedaż Jelfy. Aczkolwiek nie oczekujemy tu znaczących wzrostów sprzedaży, wydaje się, że rozwój sieci sprzedaży powinien skutkować co najmniej utrzymaniem poziomu przychodów podobnego do uzyskiwanego przed rokiem. Niestety, nie będzie on wystarczający do osiągnięcia przez Jelfę zysku, tak na poziomie operacyjnym, jak i netto. Oceniamy, że spółka przy obecnych kosztach sprzedaży będzie mogła wypracować zysk, gdy sprzedaż osiągnie około 60 mln zł kwartalnie. Tak będzie w kolejnym kwartale br.; wyniki operacyjne będą wtedy jednak obciążone dodatkowymi kilkoma mln zł kosztów reklamy. W chwili obecnej nie widzimy potrzeby zmiany prognoz za 2004 rok dla Jelfy.

Nie przewidujemy też zmiany prognoz dla dystrybutorów farmaceutyków, tj. PGF-u, Farmacolu i Torfarmu. Zwracamy przy tym uwagę na fakt, że wyniki III kwartału z uwagi na sezonowość będą odbiegały w dół w porównaniu do drugiego kwartału roku. Nie dysponujemy danymi za III kwartał 2003 roku dla Torfarmu, sądzimy natomiast, że lepsze wyniki poda Farmacol, natomiast słabsze PGF. W tej ostatniej spółce w wynikach w poprzednim roku znalazł zysk ze sprzedaży nieruchomości (wynoszący brutto 8,7 mln zł), którego nie będzie w roku bieżącym, ponadto dodatkowo wynik zostanie obciążony amortyzacją goodwillu przejętych Aptek Polskich i Cefarmu Łódź, którą łącznie szacujemy na około 2 mln zł.

#### PGF (akumuluj, wycena - 63 zł, P/E2004 - 14,6)

(mln zł)	III kw.2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	899,6	873,4	3,0%	3 947,3	3 568,7	10,6%
Zysk operacyjny	10,6	22,7	-53,4%	73,4	73,4	0,0%
Zysk (strata) brutto	10,5	23,1	-54,8%	63,7	64,7	-1,6%
Zysk (strata) netto	8,5	15,4	-45,0%	50,0	36,8	35,8%

*Dane skonsolidowane*

#### Farmacol (akumuluj, wycena - 34 zł, P/E2004 - 13,4)

(mln zł)	III kw.2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	671,9	639,9	5,0%	3 209,1	2 717,8	18,1%
Zysk operacyjny	14,0	10,8	29,7%	69,9	58,6	19,2%
Zysk (strata) brutto	15,2	11,0	38,1%	71,3	60,8	17,2%
Zysk (strata) netto	11,0	6,8	62,8%	53,2	39,1	36,0%

*Dane skonsolidowane*



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

### Torfarm (P/E2004 – 14,1)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	307,9	b.d.	b.d.	1307,9	1099,5	19,0%
Zysk operacyjny	1,5	b.d.	b.d.	8,2	8,4	-2,5%
Zysk (strata) brutto	1,9	b.d.	b.d.	10,6	10,4	1,6%
Zysk (strata) netto	1,6	b.d.	b.d.	8,6	7,5	14,2%

#### Dane jednostkowe

### Polfa Kutno (akumuluj, wycena - 330 zł, P/E2004 – 20,3)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	127,8	94,2	35,7%	458,7	348,4	31,7%
Zysk operacyjny	7,8	8,6	-8,8%	30,1	25,3	19,1%
Zysk (strata) brutto	7,1	7,0	1,2%	33,5	19,4	73,0%
Zysk (strata) netto	5,8	4,6	25,5%	27,5	12,6	119,3%

#### Dane jednostkowe

### Jelfa (trzymaj, wycena – 62,5 zł, P/E2004 – 51,2)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	53,0	53,0	0,1%	253,4	253,6	-0,1%
Zysk operacyjny	-1,0	4,9		10,5	30,2	-65,2%
Zysk (strata) brutto	-0,9	5,0		8,8	29,5	-70,2%
Zysk (strata) netto	-0,9	3,4		7,1	21,7	-67,1%

#### Dane jednostkowe

## MEDIA

### Agora (Trzymaj, wycena – 52 zł, P/E2004 – 70,0)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	257,6	193,7	33,0%	1 021,5	853,5	19,7%
Zysk operacyjny	16,9	-2,3		69,4	17,3	300,0%
Zysk (strata) brutto	12,3	-6,3		49,5	-5,0	
Zysk (strata) netto	9,4	-5,9		43,8	2,1	

#### Dane skonsolidowane

Agora korzysta na ożywieniu gospodarczym i wzroście rynku reklamy. Z danych dotyczących przychodów reklamowych brutto, publikowanych przez Export-Monitor wynika, że Fakt stosunkowo wolno zdobywa pozycję na rynku reklamowym, co powinno pozytywnie wpływać na przychody Gazety (dynamika: +7% Y/Y). W III kwartale br. elementem, który istotnie wpłynie na obraz wyników spółki będzie sprzedaż książek. Wg naszych szacunków przychody z tego tytułu wzrosną o 27 mln PLN, co w głównej mierze wpłynie na wysoką dynamikę sprzedaży w ujęciu rocznym (33%). Po wyłączeniu tego elementu wzrost przychodów wyniósłby 17%. Najwyższej (+35%) dynamiki wzrostu przychodów spodziewamy się w przypadku AMS (efekt niskiej bazy).

## TELEKOMUNIKACJA

### Netia (Akumuluj, wycena – 4,5 zł, P/E2004 – 15,8)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	221,5	179,1	23,7%	885,8	704,5	25,7%
Zysk operacyjny	16,3	-818,8		74,4	-840,1	-108,9%
Zysk (strata) brutto	28,8	-824,4		116,8	-728,8	-116,0%
Zysk (strata) netto	28,8	-824,6		116,2	-729,1	-115,9%

#### Dane jednostkowe/skonsolidowane

W związku z przejęciem El-Netu Netia nadal będzie mogła pochwalić się wysoką jak na sektor dynamiką wzrostu przychodów, którą w ujęciu rocznym szacujemy na 24%. W porównaniu z II kwartałem 2004 spodziewamy się nieznacznego spadku sprzedaży (-0,3%), który będzie wynikał z sezonowego obniżenia przychodów z tradycyjnych usług głosowych (-6%), które będą „zamortyzowane” rosnącymi wpływami z usług niebezpośrednich i usług hurtowych.



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

W III kwartale oczekujemy, że spółka osiągnie 35% marżę EBITDA, tj. będzie ona niższa w porównaniu z II kwartałem 2004 roku o 3 pkt. proc. Różnica wynika z wyższych kosztów osobowych oraz obniżenia marż w połączeniach głosowych. Na poziomie zysku netto istotny dodatni wpływ na wynik będzie miało umocnienie złotego. Spółka wykaże księgowy zysk na różnicach kursowych powstających na zobowiązaniu koncesyjnym El-Netu, który szacujemy na 15 mln PLN.

### INFORMATYKA

#### Comarch (Akumuluj, wycena – 65 zł, P/E2004 – 22,0)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	60,0	45,0	33%	297,1	256,6	16%
Zysk operacyjny	2,0	0,9	125%	22,7	15,4	47%
Zysk (strata) brutto	1,5	0,2	525%	22,0	12,6	75%
Zysk (strata) netto	1,0	0,5	100%	19,7	11,0	79%

*Dane skonsolidowane bez Interii, Cracovii i Net Brokers*

#### Comarch

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	60,0	45,0	33%	297,1	256,6	16%
Zysk operacyjny	2,0	0,9	125%	22,7	15,4	47%
Zysk (strata) brutto	1,5	0,2	525%	22,0	12,6	75%
Zysk (strata) netto	0,5	0,5	0%	18,2	9,3	96%

*Dane skonsolidowane*

Oczekujemy poprawy wyników Comarchu za III kwartał, przede wszystkim wskutek dobrze rozwijającej się sprzedaży eksportowej, szybkiego wzrostu sprzedaży systemów dla małych i średnich firm, realizacji coraz większego pakietu kontraktów z administracją oraz w wyniku konsolidowania w 2004 roku 100% CDN (w III kwartale 2003 roku konsolidacji podlegało tylko 60%). Brak danych o wynikach samego CDN za III kwartał 2003 roku uniemożliwia nam poprawę porównywalności danych ubiegłorocznych.

Nasza prognoza całorocznych zysków Comarchu wygląda dziś całkiem prawdopodobnie, ale prognoza sprzedaży będzie raczej wymagała podniesienia.

#### ComputerLand

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	100,0	151,6	-34%	550,0	522,3	5%
Zysk operacyjny	2,0	7,6	-74%	24,6	27,3	-10%
Zysk (strata) brutto	0,0	5,0	-100%	16,6	19,0	-13%
Zysk (strata) netto	0,0	3,0	-100%	10,5	12,1	-13%

*Dane jednostkowe*

Spodziewamy się spadku sprzedaży Computerlandu w III kwartale 2004 roku, spowodowanego zmniejszeniem zamówień ze strony instytucji finansowych (a zwłaszcza tej, będącej głównym klientem Computerlandu) po wejściu Polski do Unii Europejskiej. Maj stanowił datę, od której musiały działać systemy informatyczne niezbędne dla wymiany informacji między polskimi i zagranicznymi instytucjami nadzoru nad sektorem finansowym.

Mimo oczekiwanych przez nas nienadzwyczajnych wyników samego III kwartału, prognoza na rok 2004 jest zbyt niska i wymaga podniesienia.

#### Emax (Trzymaj, wycena – 109 zł, P/E2004 – 18,5)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	50,0	43,3	15%	257,0	223,0	15%
Zysk operacyjny	2,0	2,2	-8%	28,0	24,8	13%
Zysk (strata) brutto	2,0	0,4	441%	24,0	17,3	39%
Zysk (strata) netto	1,6	-0,3		18,5	10,5	76%

*Dane skonsolidowane*

Prognozujemy, że Emax dopiero w IV kwartale wyraźnie poprawi wyniki w stosunku do uzyskiwanych w odpowiednich okresach roku 2003. Opóźniają się decyzje Poczty Polskiej co do budowy kolejnych centrów sortowania przesyłek i



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

rozstrzygnięcia przetargów na systemy ochrony granic, a zasady rynku bilansującego energii elektrycznej zmieniają się zapewne dopiero w roku 2005. Te niekorzystne dla Emaksu zjawiska tylko częściowo jak na razie są równoważone większym popytem ze strony banków oraz dobrze rozwijającym się biznesem wdrożeń systemu SAP.

### Prokom (Akumuluj, wycena – 181zł, P/E2004 – 70,8)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	200,0	194,0	3%	900,0	873,7	3%
Zysk operacyjny	10,0	21,5	-53%	71,8	106,3	-32%
Zysk (strata) brutto	-5,0	28,9		31,3	125,6	-75%
Zysk (strata) netto	-5,0	18,0		25,4	109,2	-77%

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

Prokom w III kwartale miał nadal niski poziom obłożenia pracą, głównie z powodu opóźnień w realizacji wielkich kontraktów z PZU, Poczta Polska i TPSA. Dopiero IV kwartał ma przynieść poprawę fakturowania na rzecz najważniejszych klientów. Dodatkowym obciążeniem dla wyników Prokomu jest strata na akcjach Ster-Projektu (4 mln zł w samym III kwartale, około 20 mln zł dotąd w 2004 roku).

### Softbank (Trzymaj, wycena – 19 zł, P/E2004 – 41,0)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	70,0	51,8	35%	482,0	344,7	40%
Zysk operacyjny	2,0	-3,3		18,1	5,6	225%
Zysk (strata) brutto	0,5	-4,2		11,2	-0,3	
Zysk (strata) netto	0,5	-5,3		11,2	2,2	407%

*Dane skonsolidowane, bez 12 mln zł zysku na akcjach Compu Rzeszów*

Spodziewamy się podania przez Softbank znacznie lepszych niż rok temu wyników za III kwartał. Trwa realizacja obu dużych projektów – scentralizowanego systemu transakcyjnego PKO BP i CEPiK, w III kwartale był też kończony kontrakt z PWPW. Dodatkowo oficjalny wynik Softbanku będzie poprawiony o 12 mln zł dzięki temu, że akcje Compu Rzeszów miały pod koniec kwartału wartość rynkową o 20 zł wyższą od ceny ich nabycia przez Softbank. Tego zysku nie uwzględniliśmy w naszej prognozie, gdyż docelowo udział Softbanku w Compie ma wzrosnąć i akcje Compu już dziś traktujemy jak długoterminową inwestycję Softbanku.

## BUDOWNICTWO

### Budimex

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	700,0	673,3	4%	2200,0	2147,0	2%
Zysk operacyjny	19,7	-16,8		25,0	-15,8	
Zysk (strata) brutto	30,7	-17,4		25,0	-11,3	
Zysk (strata) netto	20,7	-27,4		10,0	-39,2	

*Dane skonsolidowane nie obejmujące zysku ze sprzedaży biurowca w 2003 roku*

Nasza prognoza kwartalnych wyników Budimeksu opiera się na założeniu przełamania przez spółkę w III kwartale tegorocznego spadku jej udziału w rynku budowlanym. W III kwartale, według naszych szacunków opartych na wstępnych danych GUS, krajowa produkcja budowlano-montażowa spadła o około 3% w stosunku do III kwartału 2003 roku. W III kwartale rozpoczęła się budowa kolejnych odcinków autostrady A2, a cały portfel zamówień Budimeksu był na początku tego kwartału znacznie wyższy niż rok temu. W związku z ożywieniem popytu na usługi spółki, spodziewamy się także poprawy średnich marż brutto uzyskiwanych przez Budimex (do 8% w II połowie 2004 roku). Z drugiej strony zakładamy poniesienie przez Budimex w II połowie roku ponad 20 mln zł kosztów odpisów złych należności, rozłożonych prawie równo między III i IV kwartał.



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

<b>Echo</b> (mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	75,0	67,2	12%	320,0	312,2	2%
Zysk operacyjny	18,8	17,3	8%	80,0	77,8	3%
Zysk (strata) brutto	11,3	10,4	8%	50,0	43,2	16%
Zysk (strata) netto	8,8	7,2	22%	39,0	28,4	37%

*Dane skonsolidowane*

Według naszych szacunków Echo poprawiło nieco sprzedaż w III kwartale, głównie z powodu większej niż rok temu wynajmowanej powierzchni handlowej. Nie zakładamy natomiast wzrostu przychodów ze sprzedaży mieszkań. Zakładamy, że kurs euro/złoty utrzyma się do końca roku na obecnym poziomie, co oznacza, że spodziewamy się w całej II połowie roku znacznie lepszego niż w I połowie roku salda przychodów i kosztów finansowych Echa. To źródło poprawy wyników Echa nie powinno niestety cieszyć inwestorów, gdyż przy stosowanym przez Echo modelu finansowania inwestycji przynoszących przychody w euro kredytami w tej samej walucie, wzmocnienie złotego zmniejsza długoterminową wartość akcji Echa.

### **Elektrobudowa (Akumuluj, wycena – 32 zł, P/E2004 – 25,8)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	70,0	60,9	15%	260,0	228,8	14%
Zysk operacyjny	2,6	3,6	-27%	8,6	8,0	8%
Zysk (strata) brutto	2,3	2,9	-22%	7,3	5,0	46%
Zysk (strata) netto	2,3	3,0	-24%	5,2	3,1	68%

*Dane jednostkowe*

Spodziewamy się słabszych niż rok temu wyników Elektrobudowy w II półroczu 2004 roku. Brak finansowania dla dużych inwestycji w energetyce oznacza dla spółki niemożność realizacji części zaplanowanej na 2004 rok sprzedaży. Brak zamówień w najbardziej rentownym segmencie Elektrobudowa nadrabia pracami w segmencie budownictwa przemysłowego, gdzie jednak konkurencja jest znacznie silniejsza i marże są niższe. Mimo nie najlepszej końcówki roku, oczekujemy znacznej poprawy wyników spółki w całym roku 2004.

### **Polimex-Mostostal Siedlce (Kupuj, wycena – 51 zł, P/E2004 – 10,8)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	450,0	b.d.	b.d.	1564,8	1238,7	26%
Zysk operacyjny	14,0	b.d.	b.d.	71,1	63,5	12%
Zysk (strata) brutto	11,5	b.d.	b.d.	62,8	52,1	21%
Zysk (strata) netto	10,9	b.d.	b.d.	45,7	28,0	63%

*Dane skonsolidowane*

Oczekujemy silnego spadku stopy zysku operacyjnego Polimeksu-Mostostalu Siedlce (PXM) w II półroczu w stosunku do I półrocza 2004 roku (z 6,5% na 3,1%). Powody są dwa: normalny dla PXM większy udział sprzedaży usług budowlanych, a mniejszy udział sprzedaży ocynkowanych wyrobów ze stali w II połowie roku, oraz wzmocnienie złotego w stosunku do euro (z 4,7 zł/euro w I półroczu do 4,4 w III kwartale), uderzające bezpośrednio w poziom sprzedaży. Z braku danych historycznych o rozkładzie przychodów ze sprzedaży w II połowie roku między III i IV kwartał przyjęliśmy równy podział między tymi kwartałami.

## **POZOSTAŁE SPÓŁKI**

### **Forte (Kupuj, wycena – 16,5 zł, P/E2004 – 11,8)**

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	127,8	94,2	35,7%	458,7	348,4	31,7%
Zysk operacyjny	8,8	8,6	2,6%	30,1	25,3	19,1%
Zysk (strata) brutto	8,1	7,0	15,2%	33,5	19,4	73,0%
Zysk (strata) netto	6,6	4,6	42,8%	27,5	12,6	119,3%

*Dane skonsolidowane*

III kwartał sezonowo jest zwykle lepszy od kwartału drugiego, tym niemniej w wynikach spółki może być widoczne umocnienie złotego, które zmniejsza poziom marży realizowanej w eksporcie. To z kolei będzie częściowo kompensowane na poziomie finansowym na różnicach kursowych. Oczekujemy, że podobnie jak w II kwartale grupa będzie miała



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

przychody finansowe przewyższające koszty. W porównaniu do III kwartału poprzedniego roku wyniki skonsolidowane będą wyższe przede wszystkim z uwagi na konsolidację Furnela, znacznie niższe straty Mebli Polonia (spółka ta w ostatnich miesiącach zaczęła generować niewielkie zyski). Przypominamy, że zwykle najlepszym okresem dla producentów mebli są ostatnie miesiące roku. Podtrzymujemy naszą prognozę zysku netto w wysokości 27,5 mln zł za cały 2004 rok.

### Hydrotor (Kupuj, wycena – 22 zł, P/E2004 – 12,3)

(tys. zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	15 209	14 050	8%	50 813	45 555	12%
Zysk operacyjny	1 065	718	48%	4 467	2 182	105%
Zysk (strata) brutto	905	723	25%	4 435	2 278	95%
Zysk (strata) netto	760	443	72%	3 592	1 475	144%

*Dane skonsolidowane*

W trzecim kwartale spodziewamy się wyhamowania tempa wzrostu sprzedaży Hydrotoru w porównaniu do pierwszej połowy roku (36%). Wynika to ze słabnącej dynamiki popytu na maszyny rolnicze ze strony rolników, która po okresie początkowego boomu została spowolniona głównie poprzez sprzeczne sygnały z ministerstwa finansów dotyczące wielkości wypłacanych rolnikom dopłat bezpośrednich w 2004 r. Według ostatnich doniesień, najprawdopodobniej tylko 60% uprawnionych otrzyma dopłaty do końca roku, przy czym pierwsi dostaną pieniądze ci, którzy najwcześniej złożyli wnioski. Takie rozwiązanie sprawy na pewno nie wpłynie pozytywnie na skłonność rolników do inwestowania, ani nie zwiększy ich zaufania do funduszy z Unii Europejskiej (choć problemy z wypłatami powstały po polskiej stronie). Jednak de facto wyhamowanie dynamiki wzrostu zainteresowania rolników inwestowaniem w modernizację i rozbudowę parku maszynowego jest przejściowe, ponieważ to nie środki z dopłat bezpośrednich będą głównie przeznaczone na zakup traktorów, tylko dużo wyższe w ujęciu na gospodarstwo środki z funduszy strukturalnych. Od tego, jak wielu rolników dostanie wypłaty dopłat bezpośrednich jeszcze w tym roku, zależy ich skłonność do ubiegania się o fundusze strukturalne w przyszłym i wykorzystywania ich na zakup maszyn rolniczych.

Hydrotor notuje coraz większy udział eksportu w sprzedaży, co negatywnie wpływa na poziom przychodów i marżę w obliczu umocnienia się złotego. Sprzedaż na rynki zagraniczne (w tym przede wszystkim do USA i strefy euro) osiąga obecnie prawie 30% przychodów ze sprzedaży skonsolidowanej, natomiast w kosztach produkcji grupy surowce zakupione za euro mają według naszych szacunków udział ok. 11% (czyli 8% przychodów ze sprzedaży). Hydrotor nie korzysta z instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym i nie planuje zacząć, ponieważ z symulacji kosztów takiego działania zarząd wywnioskował, że nie będzie ono efektywne. Dlatego też spodziewamy się niższej marży operacyjnej, niż notowana w pierwszej połowie roku, co prowadzi z kolei do znacznego wyhamowania dynamiki zysku netto, która przekroczyła 200% za pierwsze dwa kwartały. Prognozy są jednak sporządzone z zachowaniem dużej ostrożności i prawdopodobnie zostaną przekroczone. W przypadku znaczącego ich przekroczenia podwyższymy prognozy na cały rok i prawdopodobnie również na rok kolejny. Tymczasem podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### KGHM (Trzymaj, wycena – 37 zł, P/E2004 – 4,4)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 639,6	1 253,6	30,8%	6 368,3	4 740,8	34,3%
Zysk operacyjny	421,4	106,6	295,3%	1 670,2	357,9	366,6%
Zysk (strata) brutto	451,8	133,4	214,6%	1 894,2	569,3	232,7%
Zysk (strata) netto	351,1	90,9	290,3%	1 512,2	411,6	267,4%

*Dane jednostkowe*

W III kwartale średnia cena miedzi (3M) wyniosła 2 792 USD/t, tj. była o 3,5% wyższa niż w II kwartale br. Ze względu jednak na umocnienie złotego (średnia 3Q-3,62 w stosunku do 3,89) przychody spółki będą niższe niż w okresie kwiecień-czerwiec o 3,6%. Średnia cena miedzi wyrażona w złotych była w III kwartale o 3,8% niższa niż w 2Q2004 (10,5 PLN/t vs 10,5 tys. PLN/t). Tradycyjnie, nie znając bieżącego poziomu na jakim KGHM zabezpiecza cenę miedzi i kurs złotego trudno precyzyjnie szacować wynik na działalności finansowej a tym bardziej część tego wyniku, która obciąża rachunek wyników a część zaksięgowana w kapitały własne spółki.



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

### Krosno (Akumuluj, wycena – 145 zł, P/E2004 – 17,2)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	103,0	88,6	16,2%	407,1	342,6	18,8%
Zysk operacyjny	6,8	4,1	64,4%	30,1	20,7	45,2%
Zysk (strata) brutto	4,7	3,6	27,8%	24,1	14,7	63,9%
Zysk (strata) netto	3,8	3,1	21,8%	18,9	10,4	82,2%

*Dane skonsolidowane*

Lipiec i sierpień są zwykle słabymi miesiącami dla producentów szkła, sezon zaczyna się dopiero we wrześniu. Dlatego też sądzimy, że przychody ze sprzedaży grupy Krosno będą tylko o 4,5% wyższe niż w II kwartale br. Jednocześnie, mocna złotówka przyczyni się do obniżenia w porównaniu z poprzednim kwartałem poziomu marży brutto na sprzedaży. Stąd też wyniki tak operacyjne, jak i netto prognozujemy poniżej osiągniętych w II kwartale br. Natomiast w porównaniu z III kwartałem poprzedniego roku, wyniki Krosna powinny być zdecydowanie wyższe, co związane jest z lepszą dystrybucją, już uruchomionymi inwestycjami oraz lepszymi wynikami spółek zależnych. W naszej opinii Krosno nie będzie mieć problemów z realizacją naszych prognoz na 2004 rok.

### Orbis (Trzymaj, wycena - 26 zł, P/E2004 – 19,1)

(mln zł)	III kw. 2004P	III kw. 2003	zmiana	2004P	2003	zmiana
Przychody ze sprzedaży	300,2	256,3	17,1%	939,0	819,0	14,7%
Zysk operacyjny	55,6	48,1	15,6%	88,0	53,8	63,6%
Zysk (strata) brutto	56,1	49,0	14,4%	81,0	67,4	20,2%
Zysk (strata) netto	44,9	35,2	27,5%	56,0	45,2	23,8%

*Dane skonsolidowane*

Skonsolidowane wyniki za III kwartał Orbisu będą lepsze niż w roku ubiegłym, co w głównej mierze będzie wynikało z włączenia do konsolidacji hoteli Hekona. W przypadku samej spółki oczekujemy wzrostu sprzedaży na poziomie 5,5%. Pozytywną tendencją jest nadal rosnąca frekwencja dla sektora hotelowego, którą za III kwartał dla Orbisu szacujemy na 59% (+2,8 pkt. proc.). Negatywny wpływ na przychody spółki będą miały jednak spadające ceny wynajmu pokoi oraz umacniający się złoty. W tym drugim przypadku spółka powinna wykazać zysk na różnicach kursowych, wynikający z zadłużenia denominowanego w Euro oraz leasingu trzech hoteli Hekona.

Wynik netto spółki w III kwartale jest trudny do zaprognozowania, ze względu na jednorazowy wpływ transakcji sprzedaży dawnego hotelu Sofitel w Krakowie. Spółka zrealizuje w ten sposób przychód na poziomie 40 mln PLN, jednak ze względu na brak informacji na temat wartości księgowej nieruchomości nie sposób określić zysk na sprzedaży, który w istotny sposób może zwiększyć EBIT (pozostałe przychody operacyjne).



Terminy publikacji raportów za 2004 rok

Spółka	Data publikacji rap. nieskonsolidowanego za III kw. 2004r.	Data publikacji rap. skonsolidowanego za III kw. 2004r.	Data publikacji rap. skonsolidowanego za 2004r.
7BULLS.COM		15.11.04	
AGORA		05.11.04	
AMICA	04.11.04	10.11.04	
BPH		04.11.04	
BUDIMEX		10.11.04	
BZWBK	09.11.04	09.11.04	11.03.05
CERSANIT		15.11.04	
COMPUTERLAND		15.11.04	10.06.05
CSS	15.11.04	15.11.04	
DĘBICA	04.11.04		29.04.05
ECHO		15.11.04	08.06.05
ELEKTRIM	04.11.04	15.11.04	31.08.05
FARMACOL	15.11.04	15.11.04	
GETIN	04.11.04		
GROCLIN	10.11.04	10.11.04	
GRUPA ONET.PL	15.11.04	15.11.04	
HANDLOWY	04.11.04	15.11.04	31.05.05
HOOP		15.11.04	
IMPEXMET	10.11.04	10.11.04	
ING BSK	04.11.04	04.11.04	30.06.05
IRENA	04.11.04	15.11.04	
JELFA	04.11.04		
KĘTY		28.10.04	
KGHM	04.11.04	15.11.04	
KREDYT BANK	29.10.04	29.10.04	
KRUSZWICA	04.11.04		
LENTEX		08.11.04	
LPP	15.11.04	15.11.04	
MENNICA	04.11.04	15.11.04	
MILLENNIUM	04.11.04	04.11.04	17.03.05
MOSTALZAB	10.11.04	10.11.04	
MPEC WROCLAW	04.11.04		
NETIA	12.11.04	12.11.04	01.03.05
OPTIMUS	04.11.04	04.11.04	
ORBIS	04.11.04	15.11.04	29.04.05
ORFE		15.11.04	31.08.05
PGF	15.11.04	15.11.04	10.08.05
PKNORLEN	15.11.04	15.11.04	
POLFKUTNO	04.11.04		
POLIFARBCW		12.11.04	07.07.05
PROKOM		10.11.04	
PROSPER		15.11.04	
SOFTBANK		05.11.04	
STER PROJEKT	04.11.04	15.11.04	
STOMIL	04.11.04		30.04.05
ŚWIECIE	20.10.04		21.02.05
TELEKOMUNIKACJA		15.11.04	31.03.05
TORFARM	04.11.04		20.05.05
TRAS	05.11.04	15.11.04	
ŻYWIEC S.A.	10.11.04	10.11.04	



Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.			
Spółka	Rekomendacja	Wycena	Data wydania
AGORA	Trzymaj	52.00	2004-08-10
AMICA*			
BPH PBK	Sprzedaj	340.00	2004-09-14
ING BSK	Akumuluj	362.00	2004-09-14
BUDIMEX*			
BZWBK	Trzymaj	74.00	2004-09-14
COMARCH	Akumuluj	65.00	2004-06-02
COMPUTERLAND*			
ECHO INVESTMENT*			
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	32.00	2004-04-08
EMAX	Trzymaj	109.00	2004-01-08
FARMACOL	Akumuluj	34.00	2004-08-17
FORTE	Kupuj	16.50	2004-10-06
GETIN	Trzymaj	2.45	2004-07-09
GROCLIN	Trzymaj	125.00	2004-01-26
HANDLOWY	Redukuj	51.00	2004-09-14
HOOP*			
HYDROTOR	Kupuj	22.00	2004-07-16
JELFA	Trzymaj	62.50	2004-08-11
KĘTY	Trzymaj	146.00	2004-07-29
KGHM	Trzymaj	37.00	2004-10-08
KREDYT BANK	Trzymaj	5.30	2004-09-14
KROSNO	Akumuluj	145.00	2004-09-22
MILLENNIUM	Redukuj	2.40	2004-09-14
NETIA	Akumuluj	4.50	2004-05-17
ORBIS	Trzymaj	26.00	2004-04-28
PEKAO	Trzymaj	104.00	2004-09-14
PGF	Akumuluj	63.00	2004-08-17
PKNORLEN	Akumuluj	40.10	2004-10-22
POLFA KUTNO	Trzymaj	330.00	2004-08-11
PROKOM	Akumuluj	181.00	2004-10-22
RAFAKO	Trzymaj	14.20	2004-03-09
RELPOL	Akumuluj	118.00	2003-12-29
REMAK	Trzymaj	12.85	2004-09-16
SOFTBANK	Trzymaj	19.00	2004-07-05
ŚWIECIE	Trzymaj	67.00	2004-07-21
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17.40	2004-10-21

\* w trakcie aktualizacji

Zmiany rekomendacji w ostatnim miesiącu			
Spółka	Rekomendacja	Wycena	Data wydania
FORTE	Kupuj	16.50	2004-10-06
KGHM	Trzymaj	37.00	2004-10-08
PKNORLEN	Akumuluj	40.10	2004-10-22
PROKOM	Akumuluj	181.00	2004-10-22
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17.40	2004-10-21

### Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Spółka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	2	16	11	2	1	1	3	2	0
procent	3.1%	6.3%	50.0%	34.4%	6.3%	14.3%	14.3%	42.9%	28.6%	0.0%



**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:**

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

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Zastępca Dyrektora DSIiA  
[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 Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl](mailto:Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl)

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

Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82  
[Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl)

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54  
[Joanna.Niedziela@breinwest.com.pl](mailto:Joanna.Niedziela@breinwest.com.pl)

**Analitycy:**

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

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

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

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

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41  
Młodszy specjalista ds. analiz  
[Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl](mailto:Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl)

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88  
Starszy specjalista ds. analiz  
[Jacek.Borawski@breinwest.com.pl](mailto: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](http://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 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

---

### **Zasady określania rekomendacji Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacje cytowane w niniejszym opracowaniu są ważne w okresie 6-9 miesięcy od ich wydania, o ile nie nastąpi wcześniejsza ich 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, 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 12 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.