



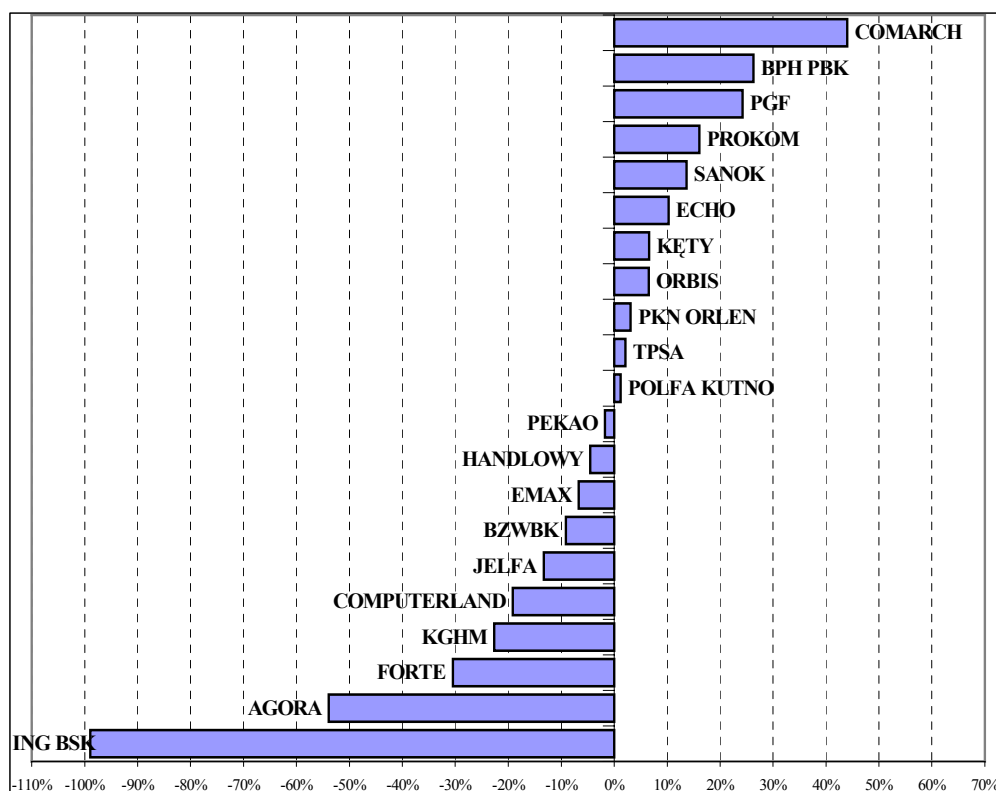
# Prognozy Wyników Kwartalnych

## III kwartał 2003

ISSN 1508-4396

Warszawa, 24.10.2003

Prognozowana dynamika EPS wybranych spółek giełdowych (IV kw. '02-III kw. '03 / III kw. '02-II kw. '03)

**Analizy:**

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

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

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

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

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)

- W sytuacji stagnacji wolumenów depozytów i kredytów, stabilizacji marż i jakości portfeli kredytowych, najmniejsze pogorszenie wyniku na działalności bankowej w III kwartale 2003 r. w porównaniu z III kw. 2002 r. odnotuje ING BSK, zaś największą poprawę wyniku netto – BPH PBK (str. 2-7).
- Wyniki TPSA za III kwartał pozostawią negatywny wydzźwięk. Po ich ogłoszeniu w komentarzach – szczególnie zagranicznych brokerów pojawią się informacje o tym, że spółka nie wykona tegorocznej prognozy wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie 3-5%. Po publikacji wyników zweryfikujemy naszą całoroczną prognozę, która obecnie mieści się w dolnym przedziale prognozy Zarządu (str. 9).
- Podnosimy do 985 mln zł całoroczną prognozę skonsolidowanego zysku netto PKN Orlen według polskich standardów rachunkowości (str. 15). Wysokie ceny ropy i marże rafinerijne sprawią, że zysk w III kwartale będzie wysoki (203 mln zł).
- Obniżamy prognozę sprzedaży i zysków Jelfy na rok 2003. Uwzględniając włączenie do konsolidacji Cefarmu Kraków, podnosimy prognozę sprzedaży PGF i zmniejszamy prognozę zysków (str. 8).
- Spodziewamy się dobrych wyników Comarchu i Prokomu, oraz słabych wyników Computerlandu i Emaksu w III kwartale (str. 10-11).
- Świetne wyniki Sanoka w III kwartale (str. 15) będą skutkiem restrukturyzacji kosztowej, poszerzania kręgu odbiorców i wysokiego kursu euro.



## PROGNOZY WYNIKÓW KWARTALNYCH

### SEKTOR BANKOWY

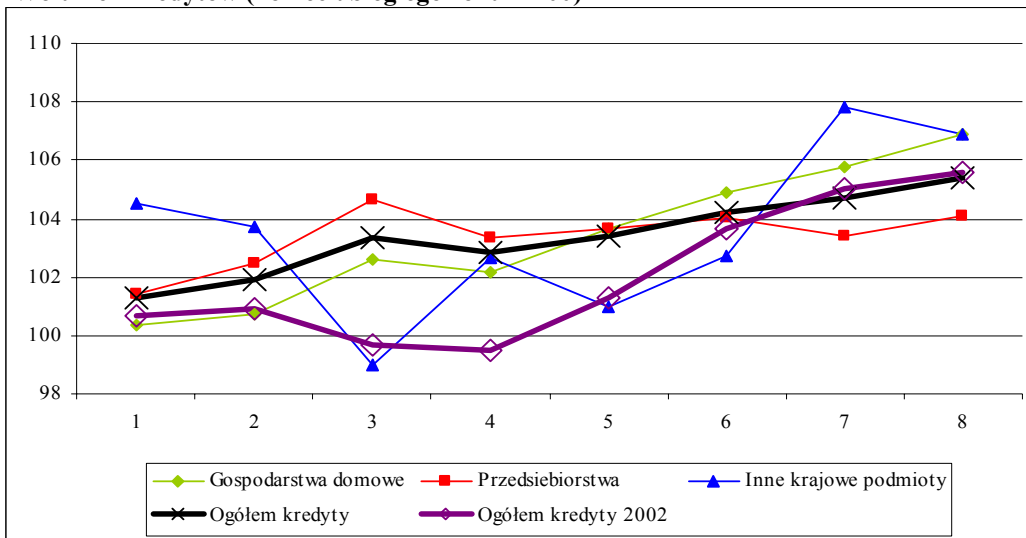
W największym skrócie oczekiwania wobec wyników sektora bankowego w 3 kw. można streścić w następujących stwierdzeniach:

- Stagnacja wolumenów (zahamowanie spadków depozytów; wolny wzrost kredytów, którego motorem są kredyty na cele mieszkaniowe);
- Stabilizacja marż (ustanie presji na spready depozytowe, utrzymanie spreadów kredytowych);
- Trudne do skwantyfikowania straty na portfelach obligacji;
- Utrzymanie niskiego salda rezerw (jakość portfela nie pogarsza się).

### Kredyty i depozyty w sektorze

Wolumen kredytów w sektorze wolno rośnie, a dynamika w stosunku do stanu z początku roku jest na poziomie podobnym do ubiegłorocznej. Wyższe wzrosty są udziałem kredytów dla gospodarstw domowych (+6,9% w stosunku do początku roku), od lipca poniżej średniej kształtuje się stopa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw (od początku roku wzrosły tylko o 4,1%).

### Wolumen kredytów (koniec ubiegłego roku = 100)

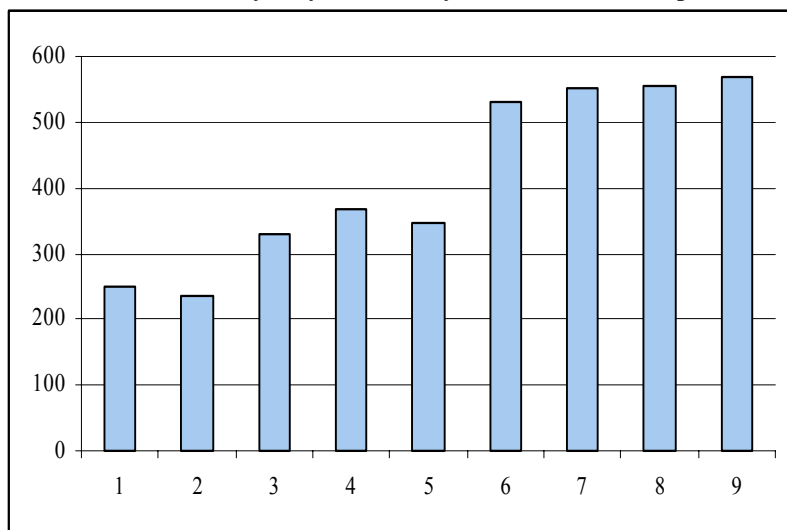


Źródło: NBP, DI BRE Banku

Według NBP, w I poł. roku ok. 80% przyrostu zadłużenia klientów stanowiły kredyty na finansowanie nieruchomości (zarówno mieszkaniowe dla gospodarstw domowych jak i udzielane przedsiębiorcom). Wydaje się, że ta tendencja zostanie jeszcze pogłębiona w 3 kw. Z danych firmy Expander wynika, że liczba wniosków kredytowych składanych w jej oddziałach znacząco wzrosła w czerwcu i utrzymuje się na wysokim poziomie. Sądzymy, że zainteresowanie ofertą pośrednika finansowego może być wiarygodną podstawą do prognozowania zachowania się całego rynku.



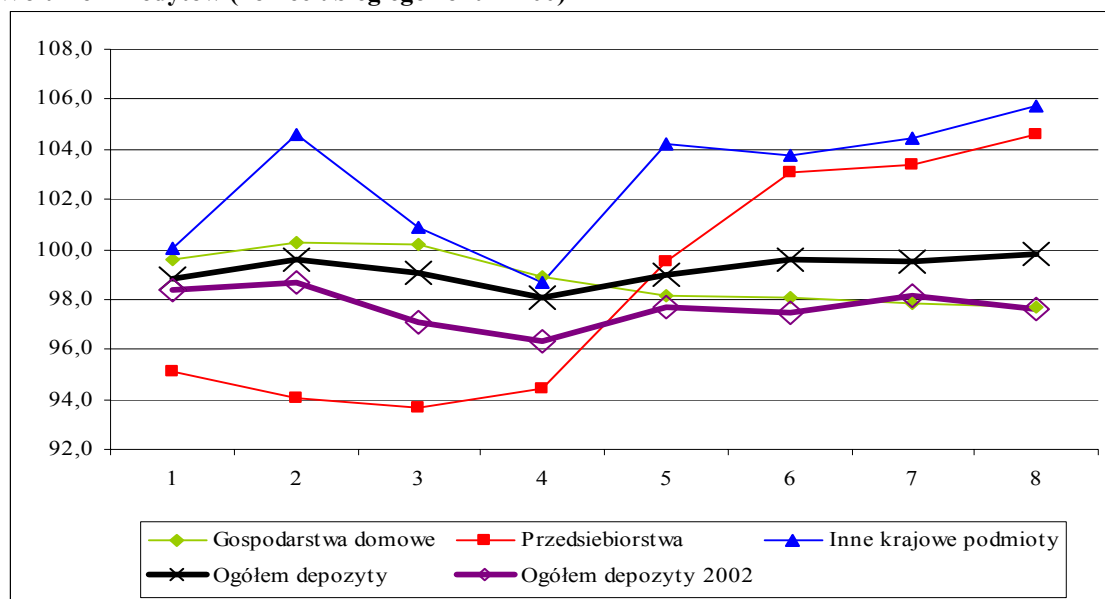
Liczba wniosków kredytowych składanych w oddziałach Expandera w kolejnych miesiącach 2003 r.



Źródło: Gazeta Wyborcza, DI BRE Banku

Mniejsze spadki niż w ubiegłym roku notują depozyty. Ich wolumen, po spadku w pierwszych 4 miesiącach i wzroście na wiosnę, kształtuje się na poziomie zbliżonym do grudniowego. Niestety, cały czas spadki notują depozyty gospodarstw domowych (-2,3%), a wzrosły są udziały depozytów przedsiębiorstw (+4,6% w stosunku do końca grudnia) – być może jest to sygnał, że przedsiębiorstwa uzyskują większe przychody, ale póki co nie przeznaczają je na nowe inwestycje.

Wolumen kredytów (koniec ubiegłego roku = 100)

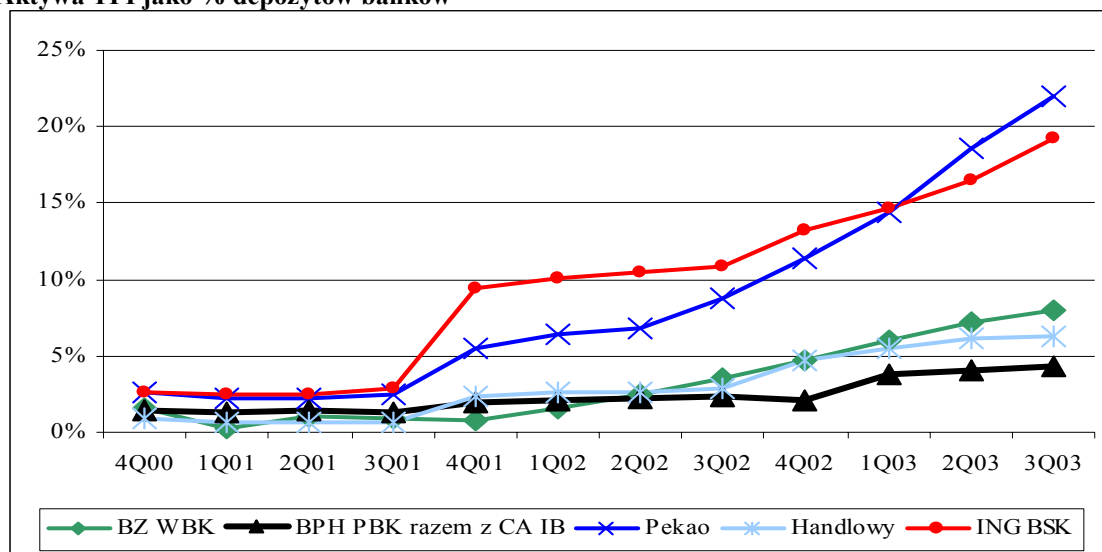


Źródło: NBP, DI BRE Banku

W dalszym ciągu znaczne środki płyną do funduszy inwestycyjnych. Zmieniła się struktura funduszy (wakacyjna hossa na giełdzie zaowocowała zwiększonym udziałem funduszy inwestujących w akcje), ale ciągle wśród towarzystw liderem pozostaje Pioneer (szacujemy, że na koniec 3 kw. środki zgromadzone w funduszach zarządzanych przez Pioneer będą stanowić ok. 22% depozytów klientów Pekao).



### Aktywa TFI jako % depozytów banków

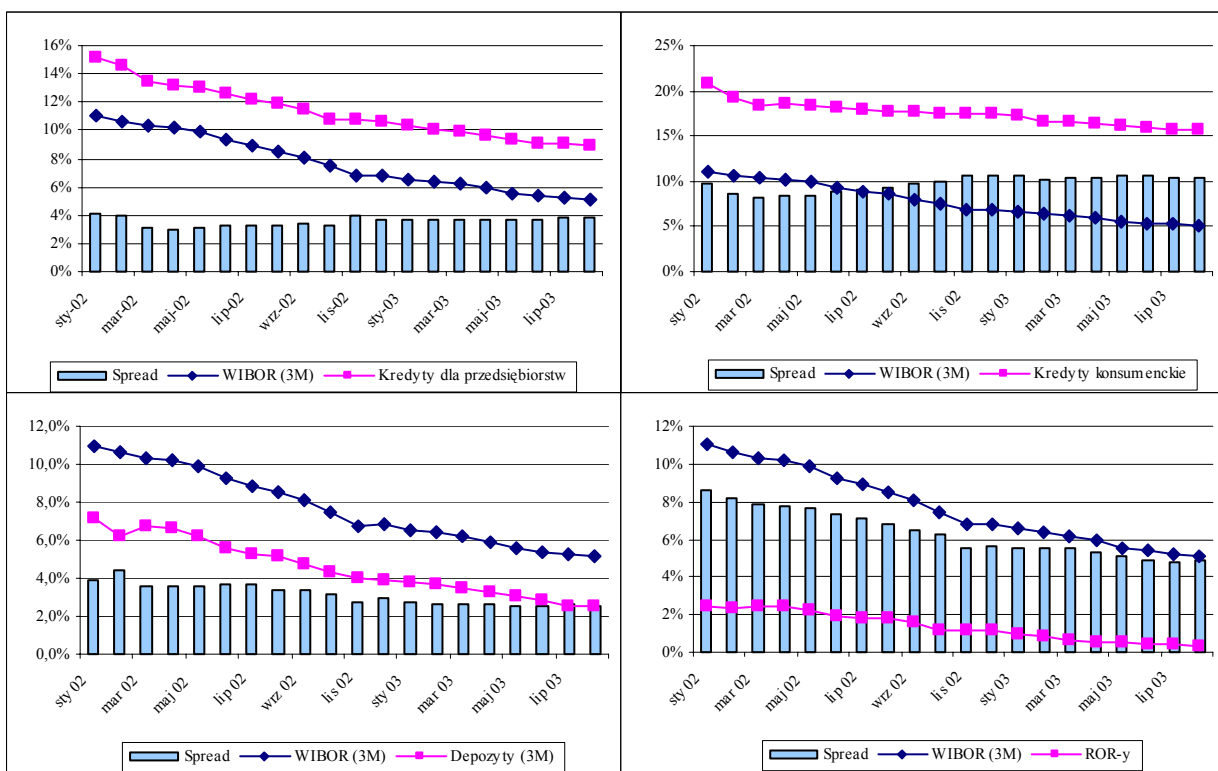


Źródło: hoga.pl, DI BRE Banku

### Przychody odsetkowe

Z danych NBP wynika, że w 3 kw. nie należy spodziewać się spadku marży. Spread po stronie kredytów w dalszym ciągu nie zmniejsza się, a koniec okresu obniżek stóp procentowych przyniósł zatrzymanie spadku spreadów depozytowych.

### Spready kredytowe i depozytowe w sektorze



Źródło: NBP, DI BRE Banku



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

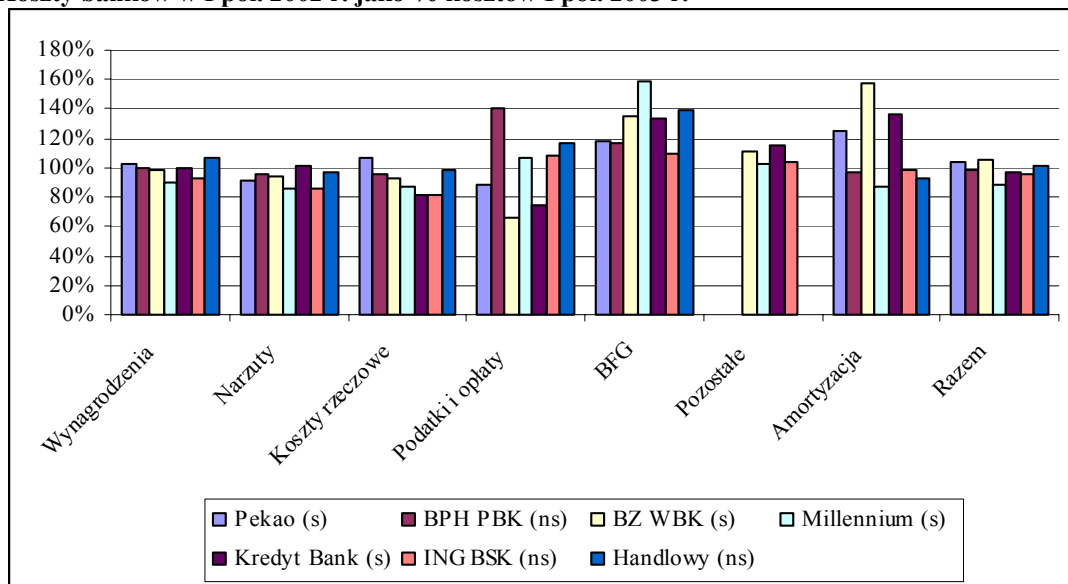
### Przychody nieodsetkowe

Na podstawie komunikatów banków nie ma podstaw, aby spodziewać się, że 3 kw. przyniósł jednorazowe transakcje zwiększające wyniki banków. Negatywnie na WNDB wpłyną straty, które najprawdopodobniej większość banków poniesie na portfelu obligacji.

### Koszty pozostają pod kontrolą

Analiza kosztów działania banków w I poł. pokazuje, że banki utrzymują koszty pod kontrolą, a jedynymi pozycjami, które wykazują wzrost były koszty składki na BFG (w całym sektorze) i amortyzacja (wzrosła w bankach, które wdrożyły/wdrażają nowe systemy informatyczne: Pekao, Kredyt Banku, a zwłaszcza w BZ WBK). Spodziewamy się, że sytuacja nie zmieni się w 3 kw. i koszty pozostaną na poziomie z 2 kw. br.

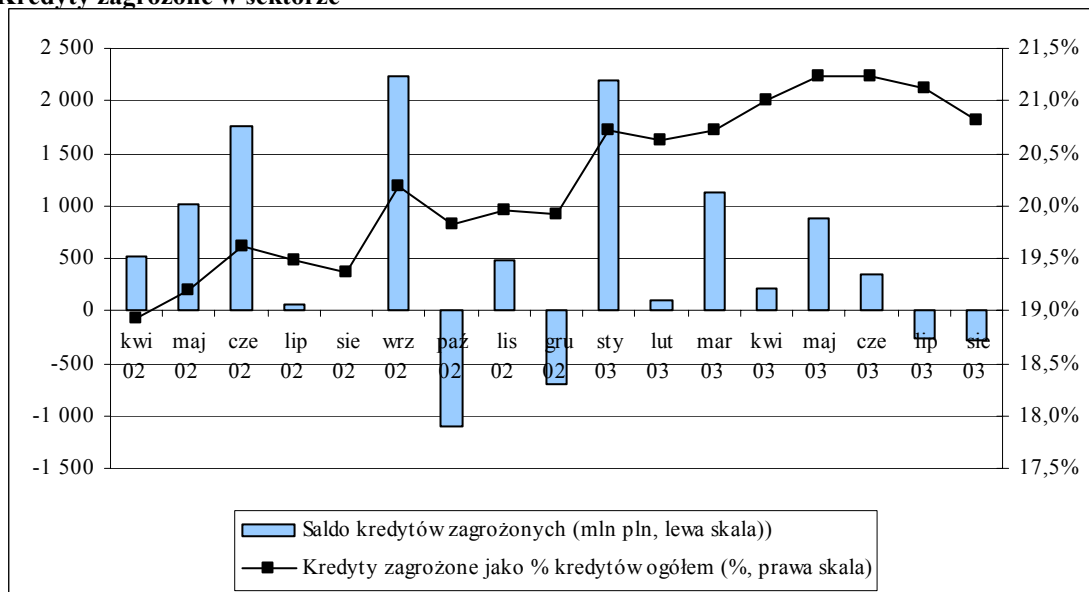
### Koszty banków w I poł. 2002 r. jako % kosztów I poł. 2003 r.



Źródło: banki, DI BRE Banku

Ze względu na trwające ożywienie gospodarcze, banki donoszą, że sytuacja finansowa ich klientów nie pogarsza się, dzięki czemu nie zwiększa się wolumen kredytów nieregularnych. Twierdzenie to znajduje potwierdzenie w danych NBP.

### Kredyty zagrożone w sektorze



Źródło: NBP, DI BRE Banku



### **Pekao**

Zakładamy, że przychody banku będą zbliżone do notowanych w 2 kw., ale spodziewamy się, że inna będzie ich struktura. Sądzymy, że mimo miesięcy wakacyjnych, zwiększą się przychody prowizyjne (+2,6% kw/kw, +12% R/R), a spadek zanotują przychody w operacji finansowych (strata na portfelu obligacji). Oczekujemy minimalnego spadku marży odsetkowej (z 3,53% w 2 kw. do 3,5%) oraz zysku z operacji walutowych na poziomie średniej z I pół. 2003 r. Zakładając stabilizację kosztów i ukształtowanie się salda rezerw na poziomie tylko minimalnie wyższym niż w 2 kw. (75 mln pln wobec 63 mln pln w 2 kw., co oznacza wzrost z 22 pb do 27 pb), oczekujemy zysku netto na poziomie 254 mln pln, a więc zbliżony do wyniku 1 (252 mln pln) i 2 kw. (254 mln pln).

### **BPH PBK**

W ostatnich kwartałach znaczna część przychodów banku pochodziła z operacji Departamentu Skarbu. Był to efekt skutecznie wdrażanej strategii, dzięki której bank stał się jednym z liderów krajowego rynku bonów i obligacji. Niestety konsekwencja zaangażowania się w operacje na rynku długu był duży portfel obligacji przeznaczonych do obrotu (4,2 mln pln na koniec 2 kw.), na którym bank najprawdopodobniej poniósł znaczące straty w 3 kw. Spodziewamy się, że negatywny efekt tego czynnika przeważy korzyści wynikające ze stopniowego wzrostu biznesu podstawowego (lekkie wyższe dochody odsetkowe, większe przychody prowizyjne). W takiej sytuacji nawet dalsze obniżenie kosztów oraz utrzymanie niskiego salda rezerw nie pozwoli na utrzymanie zysku brutto na poziomie 2 kw. W dodatku nie spodziewamy się, aby powtórzył się duży pozytywny wynik z tytułu udziału w jednostkach podporządkowanych, tak więc wynik netto będzie najprawdopodobniej dużo niższy niż w 2 kw.

### **BZ WBK**

Po dwóch kwartałach, w których bank korzystał z pozytywnego efektu zdarzeń jednorazowych i sezonowych, przyszedł kwartał prawdy. Co prawda sądzymy, że dzięki zainwestowaniu portfela papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu głównie w bony skarbowe, a nie obligacje, bank uniknął znaczących strat na obligacjach, ale jednak uważamy, że przychody banku spadną o ok. 8% w porównaniu z 2 kw. Strona kosztowa nie będzie w stanie tego zneutralizować, ponieważ przeprowadzane zwolnienia przyniosą efekty kosztowe dopiero w przyszłym roku. Dlatego prognozujemy spadek zysku operacyjnego przed rezerwami o 17% kw/kw i zysku brutto o 21%. Przy braku szczególnych zmian w polityce podatkowej, oznaczałoby to wynik netto na poziomie 1 kw. br.

### **ING BSK**

Liczymy, że stabilizacja marży plus niewielkie tylko straty na obligacjach w połączeniu z niższymi kosztami (w 2 kw. bank zaksięgował koszty związane z redukcją zatrudnienia) pozwolą bankowi na zwiększenie zysku operacyjnego przed rezerwami o ok. 6% kw/kw. Nie wierzymy jednak w znaczące zmniejszenie salda rezerw i dlatego nie uważamy, że wyniki 3 kw. będą przełomem (wg naszej prognozy annualizowane ROE w 3 kw. wyniesie tylko 3%).

### **Handlowy**

Wyniki banku w 3 kw. byłyby bardzo zbliżone do wyników 2 kw. (marża przestała spadać, stabilny poziom przychodów z tytułu opłat i prowizji, kosztów działania oraz kosztów rezerw), gdyby nie dwa wydarzenia: strata na portfelu obligacji oraz sprzedaż 7,79% udziałów w Globe Trade Centre (GTC). Akcje GTC były wyceniane w bilansie banku na 7,32 mln pln, a sprzedaż mogła przynieść ok. 60 mln pln zysku przed podatkiem (ale powyższa wycena ma charakter szacunkowy, ponieważ nie sporządziliśmy pełnej wyceny spółki GTC, a tym bardziej nie znamy warunków transakcji). Sądzymy, że zyski z tej transakcji więcej niż zneutralizowały negatywny wpływ straty na obligacjach i umożliwiły zwiększenie w stosunku do 2 kw. przychodów (+5%) jak i zysku przed rezerwami (+22%). Spodziewamy się rezerw lekko wyższych niż w 2 kw. (50 mln pln vs. 32 mln pln) i zysku netto na poziomie 2 kw. (uważamy, że nie powtórzy się duży zysk z tytułu udziału w wyniku jednostek podporządkowanych).



**BPH PBK**

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	Dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody odsetkowe netto	270	289	-6%	1082	1075	1%
WNDB	552	670	-18%	2358	2549	-7%
Zysk (strata) przed rezerwami	179	227	-21%	822	913	-10%
Zysk (strata) brutto	115	15	681%	482	191	152%
Zysk (strata) netto	79	17	356%	390	130	201%

**BZWBK (skonsolidowane)**

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	Dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody odsetkowe netto	199	187	7%	787	819	-4%
WNDB	399	444	-10%	1626	1709	-5%
Zysk (strata) przed rezerwami	99	160	-38%	410	555	-26%
Zysk (strata) brutto	70	83	-16%	290	389	-25%
Zysk (strata) netto	49	71	-31%	209	273	-23%

**HANDLOWY**

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	Dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody odsetkowe netto	187	187	0%	712	686	4%
WNDB	467	583	-20%	1825	2099	-13%
Zysk (strata) przed rezerwami	162	296	-45%	612	877	-30%
Zysk (strata) brutto	94	113	-16%	244	361	-32%
Zysk (strata) netto	75	83	-10%	189	243	-22%

**PEKAO (skonsolidowane)**

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	Dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody odsetkowe netto	560	714	-22%	2 395	2 868	-17%
WNDB	985	1 143	-14%	4 204	4 798	-12%
Zysk (strata) przed rezerwami	420	621	-32%	1 899	2 564	-26%
Zysk (strata) brutto	348	373	-7%	1 409	1 173	20%
Zysk (strata) netto	254	273	-7%	1 032	770	34%

**ING BSK**

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	Dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody odsetkowe netto	215	126	71%	912	1004	-9%
WNDB	378	417	-9%	1525	1672	-9%
Zysk (strata) przed rezerwami	134	156	-14%	463	601	-23%
Zysk (strata) brutto	34	76	-55%	161	232	-30%
Zysk (strata) netto	20	47	-58%	130	154	-16%



## PRODUCENCI FARMACEUTYKÓW

### Jelfa

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	57,0	59,1	-3,6%	242,1	247,7	-2,3%
Zysk operacyjny	9,1	10,0	-8,4%	28,0	33,7	-16,7%
Zysk (strata) brutto	8,7	11,8	-26,2%	26,5	40,3	-34,1%
Zysk (strata) netto	6,4	8,6	-26,2%	19,4	26,3	-26,3%

Jak już wcześniej pisaliśmy, bieżący rok w Jelfie jest w dużym stopniu obciążony kosztami dynamicznie rozwijanej sieci sprzedaży. Na rynku krajowym spółka notuje spadek przychodów, który tylko częściowo jest rekompensowany wzrostem eksportu. Wzrost kursu euro na koniec września spowodował zaskięgowanie w koszty finansowe różnic z wyceny instrumentów finansowych. Wyniosły one około 0,5 mln zł. Ponadto spółka znacznie zmniejszyła stan posiadanych środków pieniężnych (wypłata dywidendy w wysokości nieco ponad 20 mln zł), w efekcie czego spadł poziom uzyskiwanych przychodów finansowych. W naszej ocenie niewielkie są w chwili obecnej szanse na uzyskanie w roku bieżącym przychodów na poziomie z roku poprzedniego. Dlatego też obniżamy do 242 mln zł roczną prognozę przychodów ze sprzedaży. Zysk netto za cały bieżący rok prognozujemy na poziomie 19,4 mln zł (poprzednia prognoza 21 mln zł).

### Polfa Kutno

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	70,3	58,5	20,2%	243,5	211,2	15,3%
Zysk operacyjny	16,2	14,7	10,3%	46,1	39,1	17,7%
Zysk (strata) brutto	14,0	13,6	2,6%	41,6	34,0	22,3%
Zysk (strata) netto	10,2	9,9	3,4%	30,4	23,1	31,6%

Oczekujemy, że w III kwartale Polfa Kutno osiągnie zysk netto na poziomie 10,2 mln zł. Sprzedaż spółki, dzięki posiadaniu dużego zespołu przedstawicieli, pozostaje w trendzie wzrostowym. Polfa na wysokim poziomie utrzymuje marżę brutto (zwłaszcza, że w portfolio oferowanych produktów przez pełny kwartał były sprzedawane Furaginum oraz Ceclor - w tym drugim przypadku ze względu na sezonowość wysokiej sprzedaży można oczekiwać zwłaszcza w IV kwartale). Tym niemniej oczekujemy spadku marży operacyjnej względem II kwartału z uwagi na wzrost kosztów ogólnego zarządu (rozpoczęte lub planowane kampanie promocyjne Vibovitu oraz Rutovitu C).

### PGF

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	838,0	747,6	12,1%	3 478,9	3 157,8	10,2%
Zysk operacyjny	16,3	20,4	-20,4%	65,8	72,1	-8,7%
Zysk (strata) brutto	17,0	10,0	69,1%	51,9	33,9	53,1%
Zysk (strata) netto	12,3	5,2	136,3%	34,1	24,5	39,4%

W trzecim kwartale roku przychody hurtowni farmaceutycznych są zwykle najniższe w całym roku. W PGF można jednak oczekiwać pewnej poprawy w stosunku do II kwartału roku, ale wynika to jedynie z włączenia do konsolidacji przychodów uzyskiwanych przez krakowski Cefarm. Na poziomie zysku operacyjnego wynik może być gorszy niż przed rokiem – podłączony podmiot odznaczał się znacznie niższą rentownością. Pomimo wysokich kosztów odsetek, wynik na działalności finansowej w III kwartale br. będzie dodatni. Jest to efektem zaskięgowania dochodu ze sprzedaży nieruchomości w Lublinie przez objęty konsolidacją Cefarm Lublin. Wynik brutto na tej sprzedaży wyniósł 8,7 mln zł. Biorąc pod uwagę dotychczasowe wyniki PGF oraz naszą prognozę na III kwartał, aktualizujemy prognozę za cały bieżący rok. Sądzymy, że grupa przy przychodach wynoszących prawie 3,5 mld zł osiągnie zysk netto w wysokości około 34,1 mln zł.



## MEDIA

### Agora

(mln zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	186,9	173,1	8,0%	858,0	785,3	9,3%
Zysk operacyjny	-2,9	7,2	-139,8%	54,4	74,3	-26,8%
Zysk (strata) brutto	-5,1	9,2	-155,7%	34,4	78,4	-56,1%
Zysk (strata) netto	-3,3	5,0	-165,8%	22,0	53,1	-58,5%

Ze względu na okres wakacyjnych tradycyjnie III kwartał jest dla branży mediowej słaby. Założony przez nas wzrost przychodów ze sprzedaży jest efektem włączenia do konsolidacji metodą pełną AMS, który jeszcze w III kwartale 2002 roku konsolidowany był metodą praw własności. Ponadto poprawy wyników na poziomie sprzedaży oczekujemy w przypadku magazynów, które wspierane kampanią marketingową zwiększają przychody. Dla samej Gazety oczekujemy spadku przychodów w stosunku do III kwartału 2002 roku o -12 mln PLN (-8,7%).

Na poziomie wyniku operacyjnego negatywny wpływ będzie miała kampania reklamowa Gazety Wyborczej, mająca na celu wzmocnienie pozycji dziennika przed wejściem na rynek „Faktu”, wydawanego przez Axel Springer. Koszty kampanii poza spółkami z grupy szacujemy na 5 mln PLN. Ponadto w stosunku do III kwartału 2002 roku tegoroczny wynik netto dodatkowo obciążony jest wyższym odpisem wartości firmy z konsolidacji (2,9 mln PLN w stosunku do 0,9 mln PLN przed rokiem).

## TELEKOMUNIKACJA

### TPSA

(mln zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	4 621,4	4 580,7	0,9%	18 596,0	18 000,9	3,3%
Zysk operacyjny	857,3	846,0	1,3%	3 171,0	2 873,3	10,4%
Zysk (strata) brutto	377,0	362,8	3,9%	1 332,0	997,0	33,6%
Zysk (strata) netto	239,6	212,6	12,7%	981,0	840,4	16,7%

Wyniki TPSA za III kwartał pozostawią negatywny wydźwięk. Po ich ogłoszeniu w komentarzach – szczególnie zagranicznych brokerów pojawią się informacje o tym, że spółka nie wykona tegorocznej prognozy wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie 3-5%. Po publikacji wyników zweryfikujemy naszą całoroczną prognozę, która obecnie mieści się w dolnym przedziale prognozy Zarządu.

Negatywny wpływ na poziom przychodów telefonii stacjonarnej będzie miała obniżka cen połączeń na telefony komórkowe z czerwca br., co oznacza spadek przychodów w tym segmencie o ok. 70 mln PLN w stosunku do II kwartału br. Ponadto operator wolno, ale systematycznie traci udział w rynku połączeń międzystrefowych oraz międzynarodowych. W naszych prognozach zakładamy, że przychody telefonii stacjonarnej obniżą się o 5% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku.

Pozytywnym aspektem wyników powinny być dane dotyczące sprzedaży Neostrady. Wprawdzie w III kwartale br. nie przełożą się one na wzrost przychodów ze sprzedaży promocyjną, 1 PLN za miesiąc korzystania z dostępu) a jedynie na koszty związane z promocją usługi i podłączeniem nowych klientów to jednak szacowany przez nas wzrost bazy abonenckiej do 81 tys. pozwoli uwierzyć rynkowi, że w przyszłości ten segment usług częściowo wypełni lukę w przychodach powstałą po spadku przychodów z połączeń telefonii stacjonarnej.

Tradycyjnie motorem wzrostu przychodów grupy będzie telefonia komórkowa, w przypadku której oczekujemy dynamiki wzrostu przychodów na poziomie 27% w ujęciu IIIQ2003/IIIQ2002.

W związku z osłabieniem złotego w stosunku do Euro spółka wykaże ujemne różnice kursowe, które wg naszej prognozy wyniosą 200 mln PLN i w znaczący sposób wpłyną na obniżenie zysku przed opodatkowaniem.

### Netia

(mln zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	184,0	152,4	20,8%	674,5	604,4	11,6%
Zysk operacyjny	-10,0	-133,1	-	-318,6	-262,8	-
Zysk (strata) brutto	-24,8	-335,2	-	-376,6	-680,4	-
Zysk (strata) netto	-25,0	-328,1	-	-376,1	-675,0	-



W III kwartale br. oczekujemy, że Netia zwiększy przychody ze sprzedaży do 184 mln PLN, tj. o 21% więcej niż w III kwartale 2002 roku. Wysoka dynamika jest efektem wzrostu przychodów operatora z usług niebezpośrednich (prefix 1055), usług hurtowych (rosnące wykorzystanie sieci szkieletowej) oraz włączenie do konsolidacji spółki TDC Internet, przejętej w pierwszym półroczu br. Wg naszej prognozy przychody w III kwartale będą jedynie o 1% lepsze niż osiągnięte w II kwartale, co wynika ze sezonowego spadku ruchu telekomunikacyjnego w okresie letnim oraz obniżki cen połączeń na telefony komórkowe (od 1 lipca br.).

W III kwartale oczekujemy, że spółka wykaże stratę na działalności finansowej w wielkości 15 mln PLN. Będzie ona wynikała przede wszystkim z zaksięgowania niezrealizowanych różnic kursowych powstałych w związku z przeszacowaniem zobowiązań koncesyjnych. Jest to jedynie zabieg księgowy nie mający przełożenia na cash flow spółki.

## INFORMATYKA

### Comarch

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	40,0	41,7	-4%	198,6	195,1	2%
Zysk operacyjny	3,0	1,1	173%	10,9	9,2	18%
Zysk (strata) brutto	2,0	0,9	122%	11,5	8,5	35%
Zysk (strata) netto	1,5	-0,1		8,0	4,4	82%

Dane skonsolidowane

### Comarch bez Interii

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	40,0	41,7	-4%	198,6	195,1	2%
Zysk operacyjny	3,0	1,1	173%	10,9	9,2	18%
Zysk (strata) brutto	2,0	0,9	122%	11,5	8,5	35%
Zysk (strata) netto	2,0	0,7	186%	10,2	7,9	29%

Dane skonsolidowane

Spodziewamy się, że sprzedaż Comarchu nie wzrosła w III kwartale, mimo wzrostu wartości portfela kontraktów. Powodem takiej oceny jest fakt rosnącego udziału kontraktów o charakterze długoterminowym (takich jak umowy na elektroniczną wymianę dokumentów handlowych czy na serwis własnego oprogramowania) w portfelu kontraktów Comarchu, co nie przekłada się zbytnio na bieżącą sprzedaż, ale stabilizuje ją w dłuższym terminie i poprawia marże. Na przełomie II i III kwartału Comarch podpisał szereg umów eksportowych, których realizacja częściowo znajduje odzwierciedlenie już w wynikach III kwartału 2003 roku. Jednak przede wszystkim oczekujemy wpływu umów eksportowych na osiągnięte przez Comarch marże. Sytuacja w III kwartale była o tyle inna niż w poprzednich, że ponoszonym ciągle przez spółkę kosztom rozwijania sprzedaży eksportowej towarzyszyły przychody z tej sprzedaży.

Spodziewamy się również znaczącej poprawy wyników samego biznesu informatycznego Grupy Comarchu, czyli wyników skonsolidowanych nie obejmujących udziału Comarchu w wyniku finansowym Interii.

Sytuacja Interii jest według najnowszych danych stabilna. Po uruchomieniu wspólnego z Energisem numeru dostępowego do internetu, zawarciu długoterminowej umowy o współpracy z Polsatem, przy ciągłej współpracy z Comarchem nad projektami związanymi z internetem i wskutek silnego wzrostu polskiego rynku reklamy internetowej, Interia zdaniem jej zarządu nie będzie już potrzebowała dofinansowania.

### Computerland

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	120,0	100,5	19%	490,0	502,3	-2%
Zysk operacyjny	4,5	4,4	2%	22,0	25,6	-14%
Zysk (strata) brutto	1,5	4,2	-64%	11,0	17,7	-38%
Zysk (strata) netto	1,0	2,7	-63%	7,7	12,3	-37%

Dane jednostkowe

Oczekujemy poprawy sprzedaży Computerlandu w III kwartale 2003 roku. Głównym argumentem za wzrostem sprzedaży jest wzrost portfela zamówień w połowie roku. Jednocześnie spodziewamy się, że stopa zysku operacyjnego spadła, przede wszystkim z powodu ponoszenia przez Computerland kosztów przygotowań do dużych przetargów, co w skali roku ma obciążyć spółkę kwotą rzędu 20 mln zł.



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Saldo przychodów i kosztów finansowych było według naszych szacunków ujemne w II kwartale. Przyczyniły się do tego niższe stopy procentowe, co zmniejszyło do około 1 mln zł przychody z odsetek od lokowania nadwyżki gotówkowej, a jednocześnie dość wysokie koszty związane z obligacjami zmiennymi (4,4 mln zł).

Computerland podtrzymuje wcześniejsze zapowiedzi, że druga połowa roku będzie pod względem wyników lepsza od pierwszej. Z naszych szacunków wynika, że rzeczywiście tak będzie.

### Emax

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	40,0	30,3	32%	221,3	204,9	8%
Zysk operacyjny	2,0	2,8	-29%	26,4	19,8	33%
Zysk (strata) brutto	0,5	1,8	-72%	20,2	13,9	45%
Zysk (strata) netto	0,0	0,9	-100%	13,6	9,2	48%

Dane skonsolidowane

Wyniki Emaksu okażą się według naszych szacunków gorsze od osiągniętych rok temu pod względem zysków, mimo wzrostu sprzedaży. Powodem obniżenia się marży operacyjnej była w III kwartale między innymi realizacja przez Winuela pierwszej części dużego projektu, obejmującej w dużej mierze dostawę sprzętu. Druga część, która wpłynie na wyniki IV kwartału, ma zdaniem spółki cechować się znacznie wyższymi marżami, dzięki dużemu udziałowi usług.

Wzrost odpisu wartości firmy z konsolidacji był w naszej ocenie głównym powodem znacznej ujemnej różnicy między zyskiem operacyjnym i zyskiem brutto. Koszty odsetek spadły natomiast po tymczasowym przeznaczeniu części środków z emisji na zmniejszenie zadłużenia.

Jeśli wyniki Emaksu w II kwartale rzeczywiście okażą się nienadzwyczajne, będziemy rozważać obniżenie prognozy na cały rok 2003. W dłuższej perspektywie jesteśmy nadal optymistyczni co do perspektyw spółki, poszukującej cały czas obiecujących obszarów działalności, pozwalających wykorzystać posiadane zasoby. Skutkuje to takimi niespodziewanymi dla nas zdarzeniami, jak bardzo duży kontrakt eksportowy Winuela na Słowację, stawiający Grupę Emaksu wśród liderów eksportu oprogramowania z Polski.

### Prokom

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	220,0	213,7	3%	1020,4	891,9	14%
Zysk operacyjny	27,0	40,0	-33%	140,8	132,8	6%
Zysk (strata) brutto	32,0	11,7	174%	130,0	143,2	-9%
Zysk (strata) netto	24,0	7,8	208%	94,9	100,7	-6%

Dane jednostkowe

Spodziewamy się nieznacznej poprawy wyników Prokomu na poziomie sprzedaży w III kwartale 2003 roku. Spółka realizowała przede wszystkim kontrakty z dotychczasowymi głównymi klientami, jak ZUS i TPSA. Prokom nie odnotował dotąd ożywienia na rynku mniejszych kontraktów.

Zakładamy, że stopa zysku operacyjnego pozostała na poziomie około 12%. Trzeci kwartał 2003 roku był natomiast prawdopodobnie słabszy od 2 poprzednich pod względem salda przychodów i kosztów finansowych. Ceny akcji Softbanku i Ster-Projektu nie rosły już tak szybko, spółka wysięgowała część zysku z tytułu rozwiązania rezerwy na premię, jaką Prokom miał zapłacić Aleksandrowi Leszowi (po zmianie zasad rozliczenia między panem Leszem i Prokodem), w sumie przychody i koszty finansowe powinny przynieść w II kwartale kilka milionów złotych na plus.

W sumie jednostkowy zysk netto Prokomu w II kwartale okaże się naszym zdaniem znacznie lepszy niż rok temu.



## BUDOWNICTWO

### Budimex

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	790,0	761,5	4%	2500,0	2439,5	2%
Zysk operacyjny	13,2	38,3	-66%	25,0	4,4	468%
Zysk (strata) brutto	10,7	37,1	-71%	13,0	-24,7	
Zysk (strata) netto	8,0	23,0	-65%	9,5	-38,0	

Dane skonsolidowane

Z danych GUS o sprzedaży polskich firm budowlanych wynika, że w III kwartale produkcja budowlano-montażowa w Polsce spadła o około 3% względem III kwartału 2002 roku. Na nieznacznie niższym niż rok temu poziomie kształtowały się też średnie ceny usług budowlanych. Oznacza to, że środowisko w jakim działa Budimex, tylko nieznacznie poprawiło się w stosunku do stanu z poprzednich kwartałów.

Mimo to spodziewamy się, że Budimeksowi, podobnie jak w poprzednich 2 kwartałach, udało się zwiększyć udział w polskim rynku budowlanym. Najważniejszym powodem jest siła finansowa Budimeksu, gwarantująca mu ocenę przez inwestorów jako godnego zaufania wykonawcy, oraz pozwalająca finansować prace.

Zakładamy przy tym, że uzyskiwane przez Budimex marże brutto na sprzedaży były rzędu 8%, zaś koszty ogólnego zarządu i sprzedaży były na poziomie 40 mln zł. Jednocześnie ostrożnie zakładamy, że Budimex utworzył netto odpisy należności na kwotę 10 mln zł w III kwartale 2003 roku, co byłoby wielkością zbliżoną do średnich kosztów odpisów z każdego z poprzednich kwartałów 2003 r.

Nasza prognoza nie uwzględnia zysku ze sprzedaży biurowca przy ulicy Marszałkowskiej w Warszawie. Spółka nie ustaliła jeszcze, w jaki sposób przedstawi tę sprzedaż w sprawozdaniach finansowych. Według dotychczasowych informacji wartość budynku w skonsolidowanym bilansie wynosiła około 20 mln zł, a w bilansie spółki zależnej Budimex Nieruchomości – 91 mln zł. Budynek został sprzedany za 97,5 mln zł.

Mimo niekorzystnej sytuacji popytowej na rynku usług budowlanych oceniamy nadal, że dzięki przeprowadzonej obniżce kosztów i ściślejszej niż dotąd kontroli zdolności kredytowej klientów, Budimex powinien w całym roku 2003 uzyskać zdecydowanie lepszy od ubiegłorocznego wynik zarówno na poziomie zysku operacyjnego, jak netto.

### Echo Investment

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	85,0	68,8	24%	320,0	235,2	36%
Zysk operacyjny	20,0	16,6	20%	77,0	49,3	56%
Zysk (strata) brutto	10,0	8,0	25%	49,0	39,2	25%
Zysk (strata) netto	7,0	4,7	49%	34,0	25,0	36%

Dane skonsolidowane

Trzeci kwartał 2003 roku był według naszych szacunków lepszy dla Echa od ubiegłorocznego. Stabilne przychody z wynajmu i dobra sprzedaż mieszkań, napędzana lękiem nabywców przed podwyżką cen od przyszłego roku wskutek wzrostu VAT, dały w naszej ocenie poprawę sprzedaży. Zwiększonemu popytowi na mieszkania nie towarzyszył jednak wzrost marż osiągniętych przez Echo na ich sprzedaży. Dlatego zysk operacyjny wzrósł w stopniu podobnym, jak sprzedaż.

Oslabienie złotego wobec euro odbiło się negatywnie na kosztach finansowych Echa w II kwartale – ujemne saldo przychodów i kosztów finansowych wzrosło do 8 mln zł. Trzeba jednak pamiętać o naturalnym zabezpieczeniu Echa przed ryzykiem kursowym: umowy najmu powierzchni handlowej również zawierane są w euro, dzięki czemu osłabienie złotego wobec euro zwiększa wyrażoną w złotych wartość wynajmowanych obiektów i wartość Echa. (Inwestycja Echa wyrażona w złotych daje zysk wyrażony w euro, wzrost wartości euro zwiększa ten zysk przeliczony na złote, nie zmieniając wartości inwestycji.)

**Amica**

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	289,4	279,4	3,6%	973,7	923,8	5,4%
Zysk operacyjny	15,2	18,5	-17,7%	19,1	44,4	-57,0%
Zysk (strata) brutto	6,3	8,8	-28,1%	-15,8	2,8	-665,1%
Zysk (strata) netto	6,3	5,9	7,8%	-12,8	4,6	-378,0%

Amica bardzo dobrze wykorzystała wzrost sprzedaży zanotowany w całej branży, zwłaszcza, że duży popyt odnotowany został w segmencie sprzętu do zabudowy, który charakteryzuje się najwyższą rentownością. Pozytywny wpływ na realizowane przychody miała też rosnąca sprzedaż eksportowa. Sądzymy, że zmiany zachodzące w strukturze popytu, a więc wzrost zapotrzebowania na sprzęt ze średniej oraz wyższej półki, a także prowadzona restrukturyzacja (w szczególności reorganizacja pionów marketingu i sprzedaży), miały wpływ na poprawę marż względem pierwszej połowy bieżącego roku. Trzeci kwartał 2003 roku będzie pierwszym od 12 miesięcy okresem zakończonym zyskiem. Szacujemy, że w ujęciu skonsolidowanym zysk Amiki wyniesie około 6,3 mln zł. W raporcie jednostkowym zysk netto może być 2-3 mln zł wyższy. Nie będzie to wystarczające, aby w ujęciu narastającym odnotować wynik dodatni, jednak straty za cały 2003 rok będą na pewno niższe niż można było oczekiwać po wynikach pierwszego półrocza.

**Forte**

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	96,5	91,9	5,0%	346,5	266,2	30,2%
Zysk operacyjny	7,2	9,1	-20,4%	20,3	16,4	23,3%
Zysk (strata) brutto	5,7	8,6	-33,4%	16,4	7,8	110,7%
Zysk (strata) netto	4,2	7,9	-47,3%	11,2	7,5	49,6%

Całe drugie półrocze 2003 roku powinno być dla spółki nieco lepsze niż przed rokiem na poziomie EBIT i nieco słabsze na zysku netto. Na zmniejszenie zysku netto przy wyższych przychodach (rynek meblarski w ostatnich miesiącach notuje znaczne wzrosty) wpłyną:

- wyższa niż przed rokiem stawka podatku (brak tarczy podatkowej),
- odnotowanie kosztów z tytułu przeszacowania wartości kredytów (kredyty wartości około 40 mln zł są denominowane w euro),
- przestoje lipcowe związane z rozruchem nowych maszyn (zakończenie inwestycji modernizacji parku maszynowego, szacowanej na około 15 mln zł).

III kwartał 2002 był bardzo dobry pod względem sprzedaży. W roku bieżącym sezonowość powinna ułożyć się bardziej typowo, czyli czwarty kwartał pod względem sprzedaży powinien być istotnie lepszy niż trzeci. Ponadto oczekujemy, że ujemny efekt walutowy w III kw. 2003 roku powinien się w dużej części odwrócić do końca roku. W IV kw. 2003 roku widoczna też może być zwiększona wydajność pracy po redukcji personelu o 200 osób (z 1600) we wrześniu. Przedstawiciele spółki zapowiadają, że zysk netto za cały rok powinien przekroczyć wcześniej prognozowane 8,4 mln zł. Szacujemy, że wyniesie on 11,2 mln zł.

**Grupa Kęty**

(mln. zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	203,0	173,6	17,0%	691,5	623,3	10,9%
Zysk operacyjny	31,8	31,5	0,8%	88,3	81,6	8,2%
Zysk (strata) brutto	28,5	24,7	15,7%	81,5	61,3	33,0%
Zysk (strata) netto	23,9	20,0	19,5%	62,9	47,7	31,9%

W III kwartale spodziewamy się, że utrzymają się tendencje obserwowane w poprzednich miesiącach, tj. dynamiczny wzrost wolumenu i przychodów ze sprzedaży na rynki eksportowe oraz stabilny wzrost sprzedaży krajowej. Pomimo, że spółce nie udało się zdobyć zakładanych wcześniej dużych kontraktów w segmencie profili aluminiowych, wzrost zamówień ze strony małych odbiorców zrekompensował powstałą w ten sposób lukę w stosunku do założeń budżetowych. Również czynniki makroekonomiczne takie jak tanie aluminium, tani dolar oraz drogie Euro sprzyjają Kętom.



## Hoop

(mln zł)	III kw. 2003P	III kw. 2002	wzrost	2003P	2002	wzrost
Przychody ze sprzedaży	100,0	b.d.	b.d.	378,1	329,1	15%
Zysk operacyjny	12,0	b.d.	b.d.	29,9	29,6	1%
Zysk (strata) brutto	8,0	b.d.	b.d.	25,9	17,0	52%
Zysk (strata) netto	8,0	b.d.	b.d.	23,8	16,2	47%

Dane skonsolidowane, sprzedaż netto – według sposobu prezentacji z roku 2003, za rok 2002 – szacunki DI BRE Banku

Dostępne dane o wynikach finansowych Hoopa za III kwartał 2002 roku są niespójne z obecnym sposobem prezentacji wyników (między innymi bilans nie obejmował leasingu), z tego powodu w powyższej tabeli brak danych porównywalnych. Poznamy je dopiero w chwili publikacji raportu kwartalnego przez Hoopa.

Z szacunków opartych na danych AC Nielsena za 8 miesięcy 2003 roku wynika, że udziały rynkowe Hoopa zwiększyły się w lipcu i sierpniu 2003 roku w stosunku do lipca i sierpnia 2002 roku w dwóch z trzech najważniejszych kategorii produktów: napojów gazowanych (z 7,5% do 8,5%) i wody (z 4% na 6%). Spadł natomiast udział Hoopa w rynku napojów niegazowanych (z 18,5% do 16,3%). Dane te, w powiązaniu z danymi o wielkości poszczególnych segmentów rynku, wskazywałyby na wzrost sprzedaży Hoopa o około 20%. Jednak szacunki spółki mówią o zaledwie kilkuprocentowym wzroście sprzedaży. Dopiero po publikacji raportu kwartalnego będziemy w stanie wyjaśnić tę rozbieżność. Na razie zakładamy, że potwierdzą się szacunkowe dane pochodzące z Hoopa.

Spodziewamy się utrzymania przez spółkę marży operacyjnej w wysokości 12%, zbliżonej do uzyskanej rok temu przy podobnym poziomie sprzedaży. Wysokie były prawdopodobnie ujemne różnice kursowe, wynikające z osłabienia złotego względem euro w III kwartale i zmiany wyceny zobowiązań leasingowych.

Jeśli oczekiwane przez nas wyniki III kwartału potwierdzą się, mało prawdopodobne stanie się osiągnięcie przez Hoopa na koniec roku wyniku zgodnego z naszą prognozą, co będzie oznaczało, że staniemy przed koniecznością jej obniżenia.

## KGHM

(mln zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	1 157,1	1 082,8	6,9%	4 596,5	4 501,0	2,1%
Zysk operacyjny	81,2	48,9	66,1%	284,2	228,0	24,6%
Zysk (strata) brutto	33,4	117,6	-71,6%	334,5	286,0	17,0%
Zysk (strata) netto	26,2	103,5	-74,6%	260,5	223,0	16,8%

Przy średniej cenie miedzi na poziomie 1751 USD/t oraz średnim kursie USD/PLN równym 3,93 oczekujemy, że spółka wypracuje przychody na poziomie 1,157 mld PLN tj. o 6,9% więcej niż w III kwartale 2002 roku i o 7,6% więcej niż w II kwartale br., w którym dwa podstawowe parametry określające sprzedaż wyniosły odpowiednio 1642 USD/t i 3,93. W stosunku do III kwartału 2002 roku w naszych prognozach zakładamy 1% wzrost wolumenu sprzedaży miedzi oraz 3% spadek wolumenu sprzedaży srebra. Niższa sprzedaż srebra powinna zostać zrekompensowana wzrostem średniej ceny metalu, który w stosunku do II kwartału br. podrożał o 7,4%. Na poziomie kosztów operacyjnych zakładamy, że jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 6 528 PLN/t, a w ujęciu narastającym za trzy kwartały 6 175 PLN/t.

Tradycyjnie w przypadku KGHM trudny do oszacowania jest wynik na działalności finansowej, co utrudnia nieujawniany przez spółkę bieżący poziom zabezpieczeń cen miedzi oraz kursu walutowego. W prognozie uwzględniamy scenariusz, w którym na wspomnianych transakcjach spółka ponosi stratę w wysokości 56 mln PLN.

## Orbis

(mln zł)	III kw. 2003	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	268,3	250,8	7,0%	793,5	819,4	-3,2%
Zysk operacyjny	39,5	36,2	9,2%	51,2	32,3	58,6%
Zysk (strata) brutto	41,7	37,4	11,6%	74,2	51,4	44,3%
Zysk (strata) netto	28,6	24,6	16,1%	54,8	35,0	56,5%

Z wypowiedzi Prezesa Grelowskiego wynika, że frekwencja dla wszystkich hoteli spółki w III kwartale przekroczyła 60%. Były to zaskakujący, ale bardzo dobry wynik, oznaczający wzrost frekwencji w stosunku do III kwartału 2002 roku z



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

poziomu 53%. Przekładając dane o frekwencji na liczbę sprzedanych pokojonocy spółka zanotowała 13% ich wzrost. Jeżeli dane te potwierdzą się wyniki za III kwartał Orbisu zapowiadają się bardzo dobrze. Główną przyczyną wzrostu frekwencji, jak jest wzrost sprzedaży usług hotelowych w regionach turystycznych. Słaby złoty i drogie wycieczki zagraniczne skłoniły większą część turystów do pozostania na wakacje w Polsce.

W naszych prognozach zakładamy, że spółka sprzeda o 12% pokojonocy więcej niż przed rokiem. Średnia zrealizowana cena za sprzedany pokój (ADR) wyniesie 202 PLN, tj. o 3% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Przy założonym wzroście przychodów ze sprzedaży i efekcie dźwigni operacyjnej spodziewamy się wyniku na działalności operacyjnej na poziomie 40 mln PLN.

### PKN ORLEN

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	8 827	7 161	23,3%	32 563	26 328	23,7%
Zysk operacyjny	340	290	17,3%	1 314	762	72,5%
Zysk (strata) brutto	276	259	6,9%	1 214	778	56,1%
Zysk (strata) netto	203	177	14,8%	985	486	102,5%

Oczekujemy, że w III kwartale br. PKN Orlen zrealizuje zysk netto na poziomie około 203 mln zł. Korzystny wpływ na wynik miały wciąż utrzymujące się na wysokim poziomie ceny ropy (28,8 USD/baryłkę, aczkolwiek zaznaczyć należy, że niższy niż w I połowie roku był dyferencjał Ural/Brent - 1,24 USD) oraz marże rafineryjne (około 2,5 USD na baryłkę), a także nieco wyższy średni kurs PLN/USD (3,94). Ten ostatni miał jednak negatywny wpływ na wartość posiadanych przez PKN Orlen kredytów walutowych, stąd wyższe niż w analogicznym kwartale poprzedniego roku koszty finansowe. Nasza prognoza zysku netto za cały 2003 rok wynosiła 793 mln zł. Biorąc pod uwagę spodziewany bardzo dobry wynik III kwartału oraz fakt, że w IV kwartale zysk netto zostanie powiększony o prawie 100 mln zł z tytułu przeszacowania rezerwy na podatek dochodowy w związku ze zmniejszeniem stopy podatkowej (czego nie uwzględnialiśmy wcześniej), podnosimy prognozę całoroczną do 985 mln zł.

### Stomil Sanok

(mln zł)	III kw.2003P	III kw. 2002	dynamika	2003P	2002	dynamika
Przychody ze sprzedaży	71,1	55,0	29,2%	254,7	202,5	25,8%
Zysk operacyjny	10,7	7,0	52,0%	29,5	15,8	86,8%
Zysk (strata) brutto	10,9	7,6	43,6%	29,0	17,2	68,2%
Zysk (strata) netto	7,9	5,5	44,5%	21,1	12,6	68,2%

Oczekujemy, że III kwartał br. był dla Stomilu Sanok bardzo dobry. Jest to z jednej strony związane z czynnikami na które spółka nie ma wpływu, a więc z istniejącą sezonowością (zwłaszcza w segmentach dla szeroko pojętej budowlanki: uszczelnienia systemów okiennych i uszczelki samoprzylepne) oraz wysokim kursem euro (Stomil Sanok jest eksporterem netto w euro). Do dobrych wyników przyczyniają się też działania podejmowane przez spółkę, a więc restrukturyzacja kosztowa (obejmuje m.in. obniżenie strat surowcowych, zwiększenie wydajności pracy, renegotjowanie umów z dostawcami) oraz rozszerzenie kręgu odbiorców. Nasza prognoza na cały 2003 rok jest zbieżna z prognozami podanymi przez zarząd spółki.



Terminy publikacji raportów kwartalnych za III kwartał 2003 roku

Spółka	Data publikacji rap. nieskonsolidowanego za III kw. 2003 r.	Data publikacji rap. skonsolidowanego za III kw. 2003 r.
7 BULLS		04.11.2003
AGORA		06.11.2003
AMICA	04.11.2003	14.11.2003
BACA		29.10.2003
BPH PBK		29.10.2003
BRE		14.11.2003
BUDIMEX		13.11.2003
BZWBK		13.11.2003
CERSANIT		14.11.2003
COMARCH	04.11.2003	14.11.2003
COMPUTERLAND	04.11.2003	14.11.2003
CSS		14.11.2003
DEBICA	04.11.2003	
ECHO INVESTMENT		14.11.2003
ELEKTRIM	04.11.2003	14.11.2003
ELEKTROBUDOWA	21.10.2003	
FARMACOL	04.11.2003	14.11.2003
GETIN	24.10.2003	
GROCLIN		06.11.2003
GRUPA ONET		14.11.2003
HANDLOWY	04.11.2003	14.11.2003
IMPEXMETAL	04.11.2003	
ING BSK		14.11.2003
IRENA	04.11.2003	14.11.2003
JELFA	04.11.2003	
KGHM	04.11.2003	14.11.2003
KĘTY	06.11.2003	
KREDYT BANK		14.11.2003
KRUSZWICA	04.11.2003	
LENTEX		07.11.2003
LPP	04.11.2003	
MENNICA	04.11.2003	14.11.2003
MILLENNIUM	20.10.2003	20.10.2003
MOSTOSTAL GDAŃSK	04.11.2003	14.11.2003
MOSTOSTAL WARSZAWA	04.11.2003	14.11.2003
MOSTOSTAL ZABRZE		14.11.2003
MPEC WROCLAW	04.11.2003	
NETIA	05.11.2003	05.11.2003
OKOCIM		07.11.2003
OPTIMUS		14.11.2003
ORBIS	05.11.2003	14.11.2003
ORFE		14.11.2003
PEKAO S.A.		13.11.2003
PGF	14.11.2003	14.11.2003
PKN ORLEN		
POLFA KUTNO	04.11.2003	
POLIFARB CW	04.11.2003	14.11.2003
PROKOM		14.11.2003
PROSPER	04.11.2003	14.11.2003



## Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

RAFAKO	27.10.2003	31.10.2003
SOFTBANK	12.11.2003	12.11.2003
STER PROJEKT	04.11.2003	14.11.2003
STOMIL OLSZTYN	04.11.2003	
ŚWIECIE	20.10.2003	
TPSA		14.11.2003
TRAS TYCHY	04.11.2003	14.11.2003
ŻYWIEC		14.11.2003

*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*

*MCS - 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.*