



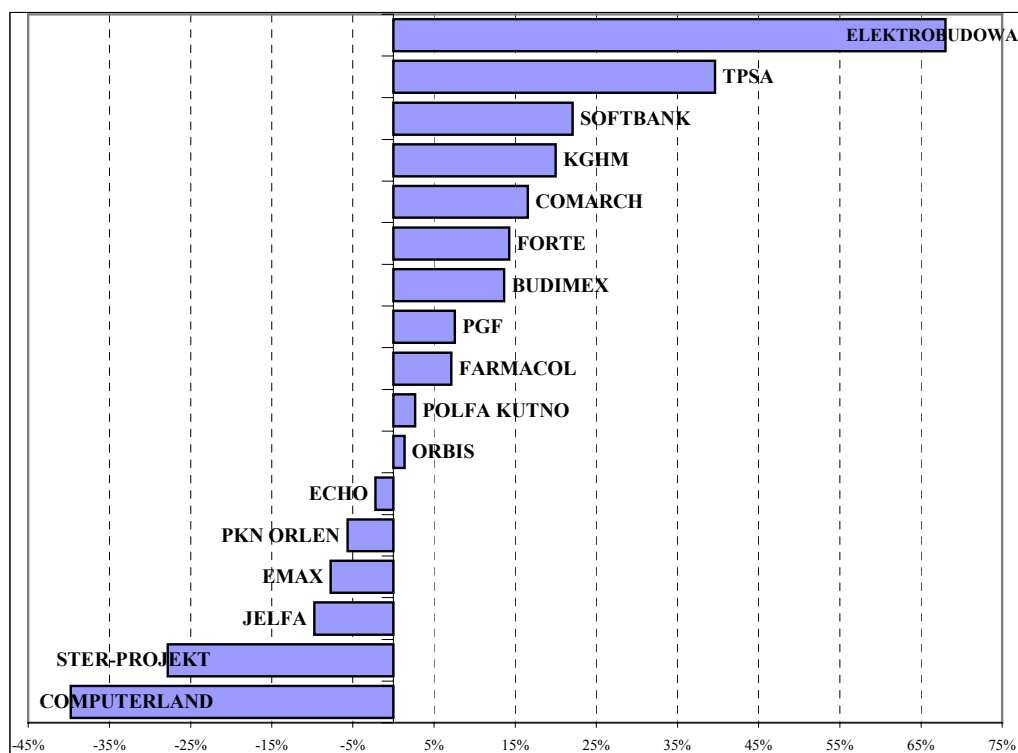
Prognozy Wyników Kwartalnych

I kwartał 2004

ISSN 1508-4396

Warszawa, 27.04.2004

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

**Analicycy:**

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

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

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

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

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

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

Dorota Puchlew
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

I kwartał br. dla TPSA oznacza narastającą presję na spadek przychodów w telefonii stacjonarnej, co postawi pod znakiem zapytania realność tegorocznej prognozy Zarządu dot. wzrostu przychodów (3-5%). Oczekujemy natomiast zdecydowanej poprawy wyniku netto w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Wynik I kwartału 2003 roku obciążony jest stratą na różnicach kursowych w wysokości 538 mln zł.

Oczekujemy dobrych wyników Comarchu i Softbanku w I kwartale 2004 roku, oraz słabszych niż rok temu wyników Computerlandu, Emaksu i Ster-Projektu. Spodziewane wyniki spółek informatycznych są słabe wobec naszych optymistycznych oczekiwań co do całego roku w branży. Wynika to częściowo z tego, że porównujemy je z wynikami I kwartału 2003 roku, który w kilku spółkach informatycznych był wyjątkowo dobry.

Budimex i Elektrobudowa odnotują według naszych szacunków poprawę wyników w I kwartale, wyniki Echa będą zbliżone do ubiegłorocznych. Duży wzrost rynku budowlanego nastąpi zapewne dopiero w 2005 roku, ale już w 2004 roku spółki budowlane powinny odnotować wzrost poziomu zamówień.

Słabo może wyglądać pierwszy kwartał roku u producentów leków, którzy notują sezonowy spadek sprzedaży. Ze względu na jednak na duże zainteresowania akcjami Polfy i Jelfy ze strony potencjalnych inwestorów branżowych, wpływ niskich wyników na kursy powinien być znikomy.



PROGNOZY WYNIKÓW KWARTALNYCH

SEKTOR FARMACEUTYKÓW

Wartość sprzedaży na rynku farmaceutycznym w I kwartale bieżącego roku była zbliżona do notowanej przed rokiem. Na chwilę obecną prognozy mówiące o wzroście rynku rzędu 10% wydają się mało realne, bardziej prawdopodobne jest osiągnięcie wzrostu rzędu 5-6%. Niewykluczone jednak, że pod koniec roku może nastąpić intensyfikacja sprzedaży, która teraz jest zahamowana poprzez wprowadzane pod koniec roku zmiany na listach refundacyjnych.

I kwartał roku jest zwykle lepszy u dystrybutorów niż u producentów. Wynika to z faktu, że pod koniec roku dystrybutorzy nabywają większe wolumeny produktów wykorzystując wyższe rabaty i premie, natomiast w I kwartale wyprzedają wcześniej tworzone zapasy.

Oczekujemy, że zarówno PGF, jak i Farmacol odnotują poprawę przychodów ze sprzedaży względem pierwszego kwartału poprzedniego roku, przy czym nieco wyższą dynamikę prognozujemy dla PGF, który konsoliduje Cefarm Kraków (nie było go w I kwartale 2003). Spodziewane przez nas wyniki netto (15 mln zł w PGF i 12 mln zł w Farmacolu) w obu spółkach należy uznać za bardzo dobre. Jednocześnie zdecydowaliśmy się na przedstawienie prognoz wyników roku 2004 dla obu spółek.

Słabo natomiast, zwłaszcza w relacji do IV kwartału 2003 roku prezentują się producenci farmaceutyków. W Polsce przychody rosną dzięki sprzedaży Cecloru i Furaginum, których nie było w portfolio spółki na początku 2003 roku. Jelfa może natomiast zanotować niewielki spadek przychodów. Zyski w obu spółkach są niewielkie (Polfa – 1, 4 mln zł, Jelfa – 2 mln zł), przy czym w Jelfie zysk ten w części wynika z uzyskania przychodów z wyceny instrumentów finansowych. Wyniki te są słabe, aczkolwiek zgodne z budżetami. Bez zmian pozostawiamy nasze prognozy wyników całorocznych dla obu spółek.

PGF (Akumuluj)

(mln zł)	I kw.2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	922,8	882,8	4,5%	3 947,3	3 568,7	10,6%
Zysk operacyjny	21,9	19,3	13,3%	73,4	73,4	0,0%
Zysk (strata) brutto	19,9	16,0	24,0%	63,7	64,7	-1,6%
Zysk (strata) netto	15,0	12,2	23,3%	50,0	36,8	35,8%

Farmacol (Akumuluj)

(mln zł)	I kw.2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	717,9	697,0	3,0%	3 209,1	2 717,8	18,1%
Zysk operacyjny	16,4	14,7	11,6%	69,9	58,6	19,2%
Zysk (strata) brutto	16,1	13,7	17,4%	71,3	60,8	17,2%
Zysk (strata) netto	12,2	9,3	31,3%	53,2	39,1	36,0%

Polfa Kutno (Akumuluj)

(mln zł)	I kw.2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	43,0	33,6	28,0%	280,0	245,1	14,2%
Zysk operacyjny	3,0	2,5	18,1%	52,0	47,7	9,0%
Zysk (strata) brutto	1,7	1,1	59,6%	49,0	41,9	16,9%
Zysk (strata) netto	1,4	0,6	131,4%	39,7	30,5	30,0%

Jelfa (Akumuluj)

(mln zł)	I kw.2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	50,6	52,6	-3,8%	271,0	253,6	6,8%
Zysk operacyjny	2,9	6,3	-53,6%	14,6	30,2	-51,7%
Zysk (strata) brutto	2,4	5,3	-53,8%	12,8	29,5	-56,5%
Zysk (strata) netto	2,0	4,1	-52,0%	10,4	21,7	-52,0%



Agora (Redukuj)

(mln zł)	I kw. 2004	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	212,9	198,6	7,2%	882,7	853,5	3,4%
Zysk operacyjny	4,1	4,6	-10,2%	19,7	17,3	13,6%
Zysk (strata) brutto	0,8	-2,9	-125,8%	4,9	-5,0	-198,5%
Zysk (strata) netto	0,1	-4,8	-101,1%	1,4	2,1	-33,9%

Dane skonsolidowane

W I kwartale br. oczekujemy wzrostu skonsolidowanych przychodów spółki na poziomie ponad 7%, co będzie efektem oczekiwanej przez nas poprawy sytuacji na rynku reklamy zewnętrznej i radowej. W wymienionych segmentach spodziewamy się, że przychody zewnętrzne spółki wzrosną odpowiednio o 19% i 31%. Tak istotne wzrosty są efektem nie tylko wzrostu rynku reklamowego, ale również działań restrukturyzacyjnych w ramach wymienionych segmentów (optymalizacja nośników, scentralizowana sprzedaż czasu antenowego). W przypadku Gazety Wyborczej spodziewamy się wzrostu przychodów z ogłoszeń na poziomie 3%. Naszym zdaniem I kwartał br. nie wpłynie istotnie na zmniejszenie pozycji Gazety w rynku reklamowym. Wysokie czytelnictwo Faktu w lutym i marcu br. przełoży się na kontrakty reklamowe dopiero w II i III kwartale.

Czynnikiem, który negatywnie wpłynie na wyniki spółki w I kwartale będzie utworzenie rezerwy na odprawy dla zwalnianych pracowników w kwocie ok. 7 mln zł.

TELEKOMUNIKACJA

TPSA (Trzymaj)

(mln zł)	I kw. 2004	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	4 559,5	4 480,8	1,8%	18 409,0	18 288,0	0,7%
Zysk operacyjny	925,6	935,8	-1,1%	3 429,0	3 029,0	13,2%
Zysk (strata) brutto	605,6	156,8	286,2%	2 511,0	1 478,0	69,9%
Zysk (strata) netto	490,5	121,8	302,7%	1 873,0	960,0	95,1%

Dane skonsolidowane

Pod względem przychodów ze sprzedaży oczekujemy, że I kwartał 2004 roku nie przyniesie odwrócenia dotychczasowych tendencji. W związku z postępującą utratą rynku i niższymi cenami połączeń oczekujemy 10% spadku przychodów z połączeń w telefonii stacjonarnej. Spółka powinna negatywnie odczuć wpływ na spadek ruchu telekomunikacyjnego zwiększonej liczby klientów (ok. 300 tys.), którzy w IV kwartale zdecydowali się na skorzystanie z usług Tele2. Wg zapewnień spółki w lutym i marcu proces ten uległ spowolnieniu. Niższe przychody telefonii stacjonarnej zostaną amortyzowane dzięki telefonii komórkowej, która wg naszej prognozy powinna osiągnąć dynamikę wzrostu przychodów na poziomie ok. 25% (m.in. efekt niskiej bazy IQ2003). W drugim półroczu oczekujemy zdecydowanego zwolnienia dynamiki wzrostu przychodów Centertela (poniżej 12%). I kwartał 2004 powinien przynieść również zdecydowaną poprawę w przypadku sprzedaży szerokopasmowego dostępu do internetu (ADSL). Oczekujemy, że po usunięciu licznych problemów technicznych ograniczających sprzedaż, liczba użytkowników Neostrady wzrośnie na koniec marca do 204 tys., tj. będzie wyższa niż na koniec 2003 roku o 70 tys.

I kwartał w TPSA charakteryzuje zwykle wysoka marża EBITDA. W IQ2003 wyniosła ona 45%. W związku z narastającą konkurencją w telefonii stacjonarnej i komórkowej spodziewamy się, że w IQ2004 wyniesie ona 43,5%, co po uwzględnieniu amortyzacji daje wynik EBIT na poziomie 926 mln zł.

Blisko trzykrotnie wyższy wynik brutto i netto w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku wynika z niższych kosztów finansowych. Wynik I kwartału 2003 roku obciążony jest stratą na różnicach kursowych w wysokości 538 mln zł. W pierwszych miesiącach br. wahania złotego w stosunku do Euro i USD, były zdecydowanie mniejsze niż przed rokiem, co w połączeniu z ponad 90% poziomem zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym praktycznie eliminuje istotność wpływu zmian cen walut na wyniki spółki.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Netia (Trzymaj)

(mln zł)	I kw. 2004	I kw. 2003	dynamika	2004P*	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	209,0	161,3	29,6%	772,7	704,5	9,7%
Zysk operacyjny	-5,0	-25,5	-80,4%	35,5	-840,1	-104,2%
Zysk (strata) brutto	-3,5	-80,0	-95,6%	35,2	-728,8	-104,8%
Zysk (strata) netto	-3,5	-80,3	-95,6%	25,7	-729,1	-103,5%

* prognoza nie uwzględnia przejęcia El-Netu

Dane skonsolidowane

Począwszy od lutego br. Netia będzie konsolidowała wyniki El-Netu. Przejęta w styczniu 2003 spółka będzie miała istotny wpływ na dynamikę wzrostu przychodów wykazaną w sprawozdaniu kwartalnym. Powyższa prognoza opiera się na naszych szacunkach dotyczących wyników kwartalnych El-Netu, które nie zostały upublicznione (brak odniesienia do danych historycznych). Zakładany przez nas blisko 30% wzrost przychodów jest również efektem włączeniem do konsolidacji wyników TDC Internet (konsolidowana od II kwartału 2003). Należy wziąć pod uwagę, że wpływ konsolidacji El-Netu dotyczy jedynie dwóch miesięcy kwartału.

Na poziomie wyniku operacyjnego oczekujemy, że spółka wypracuje 62 mln zł EBITDA, co implikuje marżę na poziomie 29%, tj. analogiczną do osiągniętej w I kwartale poprzedniego roku. Oczekujemy, że efekty synergii związane z przejęciem El-Netu i oczekiwana przez nas redukcją kosztów operacyjnych pojawią się dopiero w drugim półroczu br. Wyniki I kwartału 2004 mogą być obciążone jednorazowymi kosztami związanymi z transakcją przejęcia El-Netu. Ponadto duża nieprzewidywalność skonsolidowanych wyników spółki jest efektem możliwych zmian w kwestii księgowości (m.in. skrócenie stawek amortyzacji majątku).

INFORMATYKA

Comarch (Redukuj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	43,0	36,3	18%	300,0	258,0	16%
Zysk operacyjny	3,0	2,2	36%	15,6	15,1	3%
Zysk (strata) brutto	2,0	2,3	-13%	15,9	12,1	31%
Zysk (strata) netto	1,5	0,6	150%	14,2	10,9	30%

Dane skonsolidowane bez Interii

Comarch

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	43,0	36,3	18%	300,0	258,0	16%
Zysk operacyjny	3,0	2,2	36%	15,6	15,1	3%
Zysk (strata) brutto	2,0	2,3	-13%	15,9	12,1	31%
Zysk (strata) netto	1,5	0,2	874%	13,2	9,2	43%

Dane skonsolidowane z Interią

Oczekujemy wyższej niż rok temu sprzedaży Comarchu w I kwartale oraz lepszych zysków. Comarch zwiększa udział w krajowym rynku oprogramowania wspomagającego zarządzanie w firmach oraz sprawnie rozwija sprzedaż eksportową. Straty Interii spadają (według wstępnych szacunków spółki rynek reklamy internetowej wzrósł o 40% w I kwartale), a przynoszący zyski Comarch CDN jest w I kwartale 2004 roku konsolidowany przez Comarch w 100% (wobec 60% rok temu).

Wynik jednostkowy Comarchu w I kwartale 2004 roku może być słabszy niż rok temu z powodu braku w 2004 roku jednorazowych zdarzeń podnoszących zysk netto, takich jak mające miejsce w 2003 roku rozwiązanie rezerwy na utratę wartości akcji Interii, co dało dodatkowe 1,2 mln zł nieskonsolidowanego zysku netto w I kwartale 2003 roku.

Poprawie uległ natomiast prawdopodobnie wynik CDN, którego sprzedaż rośnie w ostatnich kwartałach w bardzo dobrym tempie. Także Interia, notująca wzrost reklamy internetowej i handlu elektronicznego powinna uzyskać nieco niższą niż rok temu stratę. Bardzo pozytywnym zjawiskiem jest zdobycie przez Interię wyłączności na realizację pionierskiego w Polsce przedsięwzięcia w dziedzinie handlu elektronicznego: sprzedaży płyty Perfectu w sieci zanim pojawiła się ona w postaci luty CD. Interia chce rozwijać ten rodzaj działalności.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

ComputerLand (Redukuj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	105,0	92,4	14%	550,0	522,3	5%
Zysk operacyjny	-0,6	1,2		24,6	27,3	-10%
Zysk (strata) brutto	-2,6	2,2		16,6	19,0	-13%
Zysk (strata) netto	-2,6	2,2		10,5	12,1	-13%

Dane jednostkowe

Oczekujemy poprawy sprzedaży i spadku jednostkowych zysków Computerlandu w I kwartale 2004 roku. Wysoki poziom zamówień na początku roku prawdopodobnie przełożył się na wyższą sprzedaż, ale oceniamy, że w całym roku średnie marże brutto osiągnięte przez spółkę będą nieco niższe niż w 2003 roku z powodu braku dużych, wysokomarżowych kontraktów z bankami. Na pierwszy kwartał zakładamy wzrost sprzedaży, ale marże brutto już na poziomie przewidywanym przez nas na cały rok 2004.

Emax (Trzymaj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	30,0	34,3	-13%	257,0	223,0	15%
Zysk operacyjny	0,3	2,5	-88%	28,0	24,8	13%
Zysk (strata) brutto	-1,2	0,6		24,0	17,3	39%
Zysk (strata) netto	-1,2	-0,4		18,5	10,5	76%

Dane skonsolidowane

Brak w I kwartale 2004 roku dużego kontraktu z roku poprzedniego, którego realizacja przedłużyła się na rok następny, jak to miało miejsce rok temu, jest powodem naszej prognozy wyników Emaksu. Oczekujemy niższej sprzedaży i słabszych zysków, również z powodu niższego udziału usług w sprzedaży Emaksu.

Mimo oczekiwanych przez nas niezbyt imponujących wyników I kwartału, nie zmieniamy prognozy na cały rok dla Emaksu. Słaby pierwszy kwartał był dla spółki w latach poprzednich, z wyjątkiem 2003, normą.

Prokom (Trzymaj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	250,0	218,0	15%	1135,0	872,3	30%
Zysk operacyjny	21,0	18,4	14%	163,4	95,9	70%
Zysk (strata) brutto	21,0	24,3	-14%	189,7	118,0	61%
Zysk (strata) netto	15,0	18,2	-18%	153,7	107,3	43%

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

Prognozujemy poprawę jednostkowych wyników Prokomu na poziomie sprzedaży i zysku operacyjnego oraz pogorszenie na poziomie zysków brutto i netto. Prokom miał na początku roku dobry portfel zamówień, co powinno znaleźć odbicie w sprzedaży pierwszego kwartału. Zakładamy dla uproszczenia, że poziom marż brutto i kosztów ogólnego zarządu był taki, jakiego spodziewamy się w całym roku 2004.

Softbank (Sprzedaj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	100,0	99,5	1%	482,0	345,0	40%
Zysk operacyjny	4,8	0,4	1100%	18,1	13,0	39%
Zysk (strata) brutto	2,8	2,7	4%	11,2	12,2	-8%
Zysk (strata) netto	2,5	1,1	127%	11,2	4,1	173%

Dane skonsolidowane

Przewidujemy, że wyniki Softbanku za I kwartał okażą się znacznie lepsze niż rok temu. Oczekujemy poprawy zysków przy niezmienionym poziomie sprzedaży z powodu znacznej poprawy struktury sprzedaży Softbanku (w I kwartale 2003 roku duży udział w sprzedaży miał niskomarżowy kontrakt na dostawę sprzętu dla Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. W 2004 roku nie było tak dużego udziału sprzętu, dlatego oczekujemy wyższych średnich marż.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Choć wynik operacyjny powinien według naszych szacunków okazać się lepszy niż rok temu, zysk przed opodatkowaniem będzie praktycznie taki sam jak w 2003 roku. Powodem jest brak w 2004 roku czynnika wpływającego równie pozytywnie na zysk brutto jak zeszlazoroczne rozwiązanie rezerwy na opcję prezesa Lesza (dało to 3,9 mln zł zysku przed opodatkowaniem w I kwartale 2003 r).

Nasza prognoza dla Softbanku na cały rok 2004 będzie wymagała korekty po decyzji Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Administracji o ograniczeniu tegorocznego budżetu CEPiK i o opóźnieniu prac nad budową sieci teleinformatycznej na potrzeby systemu CEPiK. W tej sytuacji osiągnięcie przez Softbank zakładanych w naszej prognozie 110 mln zł z CEPiK i związanych z nim projektów wydaje się już mało realne.

Ster-Projekt (Akumuluj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	75,0	119,3	-37%	477,5	328,2	45%
Zysk operacyjny	-1,0	3,3		21,5	10,4	107%
Zysk (strata) brutto	-1,5	2,3		23,7	10,0	137%
Zysk (strata) netto	-1,5	0,9		19,2	8,8	118%

Dane skonsolidowane

Szacujemy, że Ster-Projekt osiągnie w I kwartale 2004 roku słabsze niż rok temu wyniki poczynając od sprzedaży, a na zysku netto kończąc. Powodem jest brak w I kwartale 2004 roku dużego wysokomarżowego kontraktu, takiego jakim był w I kwartale 2003 roku kontrakt na budowę centrum przetwarzania danych dla TPSA. Drugi kontrakt, na budowę kolejnego centrum dla TPSA, miał być podpisany pod koniec 2003 roku, ale nie został podpisany do dziś. Wprawdzie Ster-Projekt, według plotek prasowych, został już wybrany przez TPSA na wykonawcę, a podpisanie umowy powinno mieć miejsce najdalej do połowy maja, jednak realizacja opóźnia się. Opóźnieniu uległo także podpisanie umowy na budowę systemu dla policji, finansowanego przez PZU, skutkiem czego mniejsza niż pierwotnie zakładano jego część przypadła na I kwartał.

Głównie z tych powodów oczekujemy, że Ster-Projekt w 2004 roku wykaże podobną jak w poprzednich latach (z wyjątkiem 2003 r.) sezonowość sprzedaży i zysków – ze stratami przez 3 kwartały i zyskiem w IV kwartale.

Zarząd Ster-Projektu zaproponował Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy zmianę zasad programu motywacyjnego dla Zarządu i kluczowych pracowników. Zmiana polegać ma na tym, że dotychczasowy warunek przyznania prezesowi i innym osobom akcji emitowanych po złotówce (wzrost skonsolidowanego zysku operacyjnego) znika, zastąpiony przez już dziś spełniony warunek przejścia przez Ster-Projekt kontroli nad inną spółką informatyczną (DRQ). Niewykorzystany w 2003 roku pakiet opcji przechodzi przy tym na rok 2004. Proponowany sposób zmiany programu motywacyjnego (zamiana warunku, którego w 2003 roku nie udało się spełnić innym, spełnionym) stoi naszym zdaniem w sprzeczności z celem programu motywacyjnego, którym powinno być motywowanie objętych nim osób do działań korzystnych dla akcjonariuszy, zwłaszcza do zwiększania wartości rynkowej spółki. W proponowanym kształcie program ten oznacza po prostu praktycznie bezwarunkowe przyznanie akcji po niskiej cenie.

BUDOWNICTWO

Budimex (Akumuluj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	370,0	399,7	-7%	2200,0	2146,9	2%
Zysk operacyjny	-2,3	-7,5		25,0	-15,3	
Zysk (strata) brutto	-6,0	-15,2		25,0	-10,5	
Zysk (strata) netto	-10,0	-16,4		10,0	-38,3	

Dane skonsolidowane nie obejmujące zysku ze sprzedaży biurowca

Spodziewamy się, że pod względem sprzedaży pierwszy kwartał 2004 roku okaże się dla Budimeksu słabszy od pierwszego kwartału 2003 r. Grupa Budimeksu weszła w rok 2004 z niższym niż rok temu portfelem zamówień, a w pierwszym kwartale cały polski rynek usług budowlano-montażowych skurczył się według danych GUS o 4,3%. Spółka nadal ocenia sytuację na rynku budowlano-montażowym jako trudną, podobną do tej z 2003 roku.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Straty Budimeksu w I kwartale powinny naszym zdaniem być niższe niż rok temu z powodu obniżonych w międzyczasie kosztów operacyjnych oraz zwiększonego, szczególnie po sprzedaży biurowca, poziomu gotówki. Mimo nienadzwyczajnie wyglądającego pierwszego kwartału pozostajemy optymistami co do zmian w sytuacji Budimeksu w 2004 roku. Spółka uczestniczy w przetargach na drogi (jej oferty były najtańsze w przetargach na 2 spośród 5 odcinków autostrady A2), otrzymuje bardzo wiele zapytań ofertowych, portfel zamówień już po pierwszym kwartale wzrósł do ponad 2,1 mld zł. Ruszyła budowa terminala na Okęciu, Budimex oczekuje wkrótce rozpisania przetargów na drogi i linię kolejową mającą łączyć nowy terminal lotniska w Warszawie z centrum miasta.

Echo (Zawieszona)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	65,0	63,0	3%	320,0	312,2	2%
Zysk operacyjny	16,3	16,4	-1%	80,0	77,8	3%
Zysk (strata) brutto	8,8	11,1	-21%	50,0	43,2	16%
Zysk (strata) netto	6,8	7,4	-8%	39,0	28,4	37%

Dane skonsolidowane

Oczekujemy nieznacznie lepszych niż rok temu wyników Echa na poziomie sprzedaży. Zwiększeniu, według wstępnych szacunków spółki sprzed zakończenia kwartału, uległy przychody z wynajmu powierzchni handlowej i biurowej, natomiast sprzedaż mieszkań była na podobnym jak rok temu poziomie. Spodziewamy się, że zysk operacyjny będzie prawie niezmienny, a zyski brutto i netto nieco niższe niż rok temu wskutek wzrostu zadłużenia Echa po zakończeniu dużej inwestycji w Szczecinie.

Elektrobudowa (Akumuluj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	47,0	40,5	16%	260,0	228,8	14%
Zysk operacyjny	-1,0	-3,2		8,6	8,0	8%
Zysk (strata) brutto	-2,0	-4,1		7,3	5,0	46%
Zysk (strata) netto	-2,0	-4,1		5,2	3,1	68%

Dane jednostkowe

Oczekujemy poprawy wyników Elektrobudowy w I kwartale 2004 roku w porównaniu z I kwartałem 2003 r. Spółka powinna odnotować wyższą niż rok temu sprzedaż (portfel zamówień na początku roku był rekordowo wysoki), zaś koszty operacyjne są w 2004 roku niższe niż rok temu. Stąd oczekiwany spadek strat.

POZOSTAŁE SPÓŁKI

Forte (Kupuj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	86,4	79,3	9,0%	477,5	348,4	37,1%
Zysk operacyjny	5,8	4,7	23,4%	29,7	25,3	17,4%
Zysk (strata) brutto	5,0	2,7	83,5%	27,9	19,4	44,1%
Zysk (strata) netto	4,0	1,5	165,0%	22,7	12,6	80,6%

I kwartał u producentów mebli to zwykle osłabienie sprzedaży w porównaniu z bardzo dobrą końcówką roku. Tym niemniej dzięki nieco lepszej sytuacji na rynku krajowym (nadal pozostaje on relatywnie słaby w porównaniu do rynków Europy Zachodniej) oraz wyższemu kursowi euro w porównaniu do I kwartału 2003 roku, w Grupie rośnie sprzedaż, a dzięki rozbudowie mocy i restrukturyzacji – rentowność Forte. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży w Grupie Forte będą w relacji do analogicznego okresu poprzedniego roku wyższe o około 9%. Wyższe dynamiki Forte zanotuje na niższych poziomach rachunku wyników. Oczekujemy, że zysk netto wyniesie około 4 mln zł, co da dynamikę wzrostu na poziomie 165%. Nasza prognoza całoroczna (22,7 mln zł) uwzględni konsolidację z Furnelem, która powinna rozpocząć się na początku maja.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Hoop (Akumuluj)

(mln zł)	I kw. 2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	70,0	58,8	19%	429,6	351,6	22%
Zysk operacyjny	-1,4	2,1		24,3	20,0	22%
Zysk (strata) brutto	-4,4	0,7		12,0	3,4	249%
Zysk (strata) netto	-4,4	1,1		11,4	5,0	128%

Dane skonsolidowane bez Megapaku

Spodziewamy się, że wyniki Hoopa w pierwszym kwartale były gorsze od ubiegłorocznych. Spółka zapowiadała wprawdzie po 2 miesiącach 2004 roku znaczny, dwudziestoprocentowy wzrost sprzedaży, ale jednocześnie twierdziła wtedy, że marże były niższe niż rok temu. Dlatego przewidujemy, że przychody Hoopa w I kwartale wzrosły, ale zyski spadły. Niewiadomą jest dla nas wpływ rozpoczynającej się od I kwartału konsolidacji Megapaku na wyniki skonsolidowane. Z braku potwierdzonych informacji o historycznych wynikach Megapaku, na razie nie uwzględniamy go w naszej prognozie. Raport za I kwartał powinien przynieść przynajmniej częściowe wyjaśnienie, jaki będzie wpływ Megapaku.

Dane AC Nielsena o polskim rynku napojów po 2 miesiącach 2004 roku nie są zbyt optymistyczne, jeśli chodzi o Hoopa. W porównaniu z IV kwartałem 2003 roku poprawie uległ udział Hoopa w najważniejszym dla spółki rynku napojów gazowanych (z około 8,7% w IV kwartale do około 9,0% w styczniu i lutym). Udział spółki w polskim rynku napojów niegazowanych spadł nieco z około 16,6% w IV kwartale 2003 roku do około 16,0% w pierwszych 2 miesiącach 2004 r. Także udział Hoopa w rynku wód mineralnych był po 2 miesiącach nieznacznie niższy niż w poprzednim kwartale (5,8% wobec 6,6%). W tym ostatnim przypadku wyraźnie widoczny jest powolny spadek udziału Hoopa od czasu zakończenia intensywnej kampanii reklamowej jesienią 2003 roku.

KGHM

(mln zł)	I kw. 2004	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	1 442,3	1 125,7	28,1%	6 552,0	4 740,8	38,2%
Zysk operacyjny	274,8	91,5	200,3%	1 798,0	357,9	402,3%
Zysk (strata) brutto	276,7	170,0	62,8%	1 246,0	569,3	118,9%
Zysk (strata) netto	217,5	135,3	60,8%	1 004,0	411,6	144,0%

Dane jednostkowe

Średnia cena miedzi w I kwartale br. wyniosła 2 700 USD/t, a srebra 236 USD/kg, tj. odpowiednio o 31% (+630 USD/t) i 26% więcej niż w IV kwartale 2003 r. i o 61% i 43% powyżej cen w I kwartale 2003. Czynniki te w głównej mierze determinują dynamiczny wzrost przychodów i EBIT spółki. W przypadku jednostkowego kosztu produkcji miedzi oczekujemy spadku jego wartości do 5 740 zł na tonę, tj. o 4,6% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Tak silne obniżenie kosztu jednostkowego w głównej mierze wynika z wysokich cen srebra używanych do jego obliczania, a nie z działań restrukturyzacyjnych.

Istotnym czynnikiem wpływającym na prezentację wyników spółki będzie zmiana metodologii księgowania transakcji zabezpieczających cenę metalu powiązanych z jego fizyczną dostawą. Dotychczas spółka wykazywała zrealizowane straty lub zyski na tych transakcjach w pozycji koszty i przychody finansowe. Zmiana metodologii polega na przeniesieniu wyniku z transakcji zabezpieczających z działalności finansowej na przychody spółki. Innymi słowy KGHM będzie rozliczał w przychodach ze sprzedaży produktów nie jak dotąd faktycznie otrzymaną cenę za metal, ale cenę pomniejszoną lub powiększoną o wpływ transakcji zabezpieczającej związanej z dostawą tego metalu. Ma to przełożenie na niższe przychody i wynik na działalności operacyjnej, nie ma wpływu na wynik netto.

W prognozie na I kwartał założyliśmy, że strata na transakcjach zabezpieczających wyniesie 200 mln zł i pomniejszy wynik operacyjny. Nasza dotychczasowa prognoza roczna uwzględniła starszą metodologię. Po wynikach kwartalnych dokonamy jej aktualizacji.



Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.

Orbis

(mln zł)	I kw. 2004	I kw. 2003	dynamika	2004P*	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	169,0	149,0	13,4%	804,0	819,0	-1,8%
Zysk operacyjny	-7,0	-14,0	-	52,7	53,8	-2,0%
Zysk (strata) brutto	-10,0	-12,2	-	50,6	67,4	-24,9%
Zysk (strata) netto	-10,0	-10,6	-	42,2	45,2	-6,7%

* nie uwzględnia hoteli spółki Hekon

Dane skonsolidowane

Skonsolidowane wyniki Orbisu za I kwartał br. będą uwzględniały rezultat osiągnięty przez hotele Hekona, co powoduje, że dynamika wzrostu przychodów grupy rośnie do ponad 13%. W I kwartale oczekujemy, że dzięki ożywieniu gospodarczemu i rosnącej liczbie przyjazdów turystów z UE (przede wszystkim z Niemiec), a pomimo silniejszej konkurencji sprzedaż pokojonocy Orbisu wzrośnie o 3% w stosunku do I kwartału 2003 roku, kiedy wyniosła 269 tys. Jednocześnie zakładamy, że kolejne 52 tys. pokojonocy sprzedadzą hotele Hekonu. Narastająca konkurencja, szczególnie w Warszawie i Krakowie w dalszym ciągu będzie negatywnie wpływać na cenę wynajmu pokoi. Po uwzględnieniu pozytywnego wpływu na przychody silnego Euro (w turystyce przyjazdowej, średni poziom euro = 4,78 vs. 4,19 w IQ2003) zakładamy, że ADR utrzyma się na poziomie z I kwartału roku 2003 do roku, co oznacza, że w euro spadnie o 12%.

Dotychczas silną stroną wyników publikowanych przez spółkę było tempo obniżania kosztów operacyjnych, głównie poprzez redukcje zatrudnienia. Wpływ ten ujawni się również w pierwszych miesiącach 2004, co powinno zaowocować niższą stratą na poziomie operacyjnym niż przed rokiem. Negatywny wpływ na wynik netto spółki będą miały zwiększone koszty finansowe wynikające z zaciągniętego przez spółkę długu na sfinansowanie przejęcia Hekonu.

PKN Orlen (Akumuluj)

(mln zł)	I kw.2004P	I kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	8 615	6 980	23,4%	34 299	33 721	1,7%
Zysk operacyjny	442	599	-26,1%	1 087	1 366	-20,4%
Zysk (strata) brutto	377	513	-26,5%	1 091	1 313	-16,9%
Zysk (strata) netto	306	367	-16,6%	879	1 069	-17,7%

Oczekujemy, że na poziomie sprzedaży grupa PKN Orlen zanotuje dynamikę przekraczającą 20%, co będzie wynikiem konsolidacji przez okres całego kwartału działalności na terenie Niemiec. Tym niemniej na niższych poziomach oczekujemy spadków. Ma to związek z faktem, że w I kwartale 2003 roku na wyniki koncernu pozytywnie wpływała zaksięgowana w pozycji pozostałe przychody operacyjne różnica w wycenie aportu przekazanego do Basell Orlen Polyolefins Sp. z o.o., wynosząca 112 mln zł. W wynikach uwzględniamy wyższą w ubiegłym roku dywidendę od Polkomtela (68 mln zł versus 46 mln zł). Wynik netto na poziomie przekraczającym 300 mln zł należy uznać za bardzo dobry. Po opublikowaniu oficjalnych wyników przez koncern będziemy rozważać zmianę naszych prognoz na cały 2004 rok.



Terminy publikacji raportów kwartalnych za I kwartał i rocznych 2004 roku

Spółka	Data publikacji rap. nieskonsolidowanego za I kw.	Data publikacji rap. skonsolidowanego za I kw.	Data publikacji rap. I półrocze
7 BULLS		17.05.04	28.10.04
AGORA		13.05.04	30.09.04
AMICA	04.05.04	14.05.04	29.10.04
BUDIMEX		13.05.04	30.09.04
CERSANIT		17.05.04	
COMARCH	05.05.04	17.05.04	29.10.04
COMPUTERLAND		17.05.04	30.09.04
CSS	14.05.04	14.05.04	30.09.04
DĘBICA	30.04.04		30.09.04
ECHO INVESTMENT		14.05.04	29.10.04
ELEKTRIM	05.05.04	17.05.04	29.10.04
FARMACOL	17.05.04	17.05.03	29.10.04
GETIN	05.05.04		30.09.04
GROCLIN	13.05.04	13.05.04	23.09.04
GRUPA ONET	17.05.04	17.05.04	16.08.04
HOOP		14.05.04	30.09.04
IMPEXMETAL	10.05.04	10.05.04	30.09.04
IRENA	05.05.04	17.05.04	29.10.04
JELFA	05.05.04		30.09.04
KGHM	05.05.04	17.05.04	20.10.04
KĘTY		22.04.04	
KRUSZWICA	05.05.04		28.09.04
LENTEX		11.05.04	24.09.04
LPP	17.05.04	17.05.04	30.09.04
MENNICA	05.05.04	14.05.04	29.10.04
MOSTOSTAL ZABRZE	14.05.04	14.05.04	29.10.04
MPEC WROCLAW	05.05.04		
NETIA	13.05.04	13.05.04	13.08.04
OPTIMUS	17.05.04	17.05.04	14.10.04
ORBIS	27.04.04	17.05.04	29.10.04
ORFE		14.05.04	30.09.04
PGF	17.05.04	17.05.04	30.09.04
PKN ORLEN	14.05.04	14.05.04	30.09.04
POLFA KUTNO	05.05.04		
POLIFARB CW		14.05.04	30.09.04
PROKOM		13.05.04	30.09.04
PROSPER		17.05.04	02.11.04
RAFAKO	28.04.04	30.04.04	31.08.04
SOFTBANK		11.05.04	17.09.04
STER PROJEKT	05.05.04	17.05.04	02.11.04
STOMIL OLSZTYN	30.04.04		30.09.04
ŚWIECIE	20.04.04		21.09.04
TPSA		14.05.04	30.08.04
TRAS TYCHY	05.05.04	14.05.04	29.10.04
ŻYWIEC	14.05.04	14.05.04	08.09.04



Departament sprzedaży instytucjonalnej i analiz:

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

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

Sprzedawcy:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

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.