

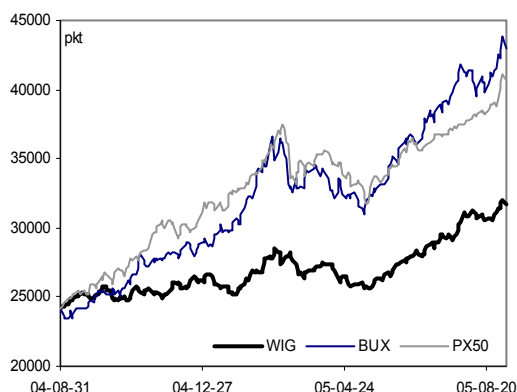
6 września 2005

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	31 706
Średnie P/E 2005	16.5
Średnie P/E 2006	16.2
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	637 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

Marta Jeżewska
(+48 22) 697 47 37
Marta.Jeżewska@dibre.com.pl

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

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

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

Sławomir Sklinda
(+48 22) 697 47 41
Sławomir.Sklinda@dibre.com.pl

Andrzej Lis
(+48 22) 697 47 42
Andrzej.Lis@dibre.com.pl

Krzysztof Radojewski
(+48 22) 697 47 01
Krzysztof.Radojewski@dibre.com.pl

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

Analitycy makroekonomiczni (BRE Bank S.A.)

Janusz Jankowiak
Akadiusz Grabarczyk
Jacek Kotłowski
Artur Ulbrich
(+48 22) 829 01 66
www.brebank.com.pl

Przegląd miesięczny

Wrzesień

Rynek akcji

Pomimo obaw utrzymuje się wysoki wzrost gospodarczy w USA. Ilość spółek, których wyniki finansowe pobiły oczekiwania, była bliska sześciolletniego rekordu. Nasz rynek napędzają spółki surowcowe, powoli w ślad za nimi poruszają się banki. Tym ostatnim na pewno sprzyjają dane makro: spadek stóp procentowych, wzrost wynagrodzeń oraz zatrudnienia.

Ze spółek

Banki. Banki nie zawiodły inwestorów, oczekujących dobrych wyników sektora po 1 połowie 2005. Wszystkie podały zyski netto lesze niż osiągnięte w tym samym okresie ubiegłego roku, przede wszystkim dzięki niskim odpisom na rezerwy oraz koszty działania. Dalej czekamy na zgody polskich organów nadzoru w sprawie fuzji, mimo że wezwanie na akcje HVB i BA CA już się zaczęło.

Media. CR Media nieznacznie obniżyła (z 10,2% do 10,1%) prognozę tegorocznego wzrostu rynku reklamowego, jednocześnie podwyższając prognozę na rok przyszły z 7,1% do 10,5%. W naszych prognozach zakładamy, że rynek reklamowy w bieżącym i przyszłym roku wzrośnie o 12%. W poprzednich latach CR Media było zwykle zbyt konserwatywne z swoich szacunkach.

Informatyczne. Wyniki Comarchu za II kwartał zaskoczyły pozytywnie na poziomie sprzedaży. Wyższa sprzedaż nie przełożyła się jednak na poprawę rentowności i wzrost zysków. Drugi kwartał w wykonaniu Computerlandu i Emaxu okazał się słabszy od analogicznego kwartału rok wcześniej. Z kolei Prokom i Softbank pokazały wyniki lepsze od oczekiwań.

Budownictwo. Znacznie lepsze od oczekiwanych przez nas okazały się wyniki Polimeksu za II kwartał. Niezłe wyniki pokazała też Elektrobudowa. Rośnie wartość transakcji polskimi nieruchomościami komercyjnymi, głównie za sprawą zagranicznych funduszy inwestycyjnych.

Farmaceutyki. Marże brutto na sprzedaży wszystkich dystrybutorów wzrosły w stosunku do poprzedniego kwartału. Wyniki Farmacolu potwierdziły zdolność spółki do kontroli kosztów. PGF w dalszym ciągu restrukturyzuje Apteki Polskie i Cefarm Łódź. Torfarm efektywnie zwiększa sprzedaż i pracuje nad poprawą rentowności. Bioton poprawił rentowność dzięki efektowi skali i większej sprzedaży insuliny.

Spożywcze. Dzięki obniżce kosztów w Polsce i poprawie wyników rosyjskiego Megapacku, Hoop osiągnął w II kwartale zyski znacznie przerastające nasze oczekiwania (już w pierwszej połowie roku wypracował zyski zbliżone do naszej całorocznej prognozy).

Chemia. PKN Orlen ostatecznie odzyskał kontrolę nad grupą Unipetrol. Czeska Komisja Papierów Wartościowych wyraziła zgodę na przeprowadzenie wezwania na akcje mniejszościowe. Grupa Lotos zakupiła 39 stacji benzynowych sieci Esso wraz z 14 nieruchomościami. Wartość transakcji wyniosła 278,5 mln PLN. Wyniki kwartalne obu spółek paliwowych przekroczyły nieznacznie nasze oczekiwania i w dużym stopniu zdeterminowane były zdarzeniami o charakterze jednorazowym.

Rynek akcji

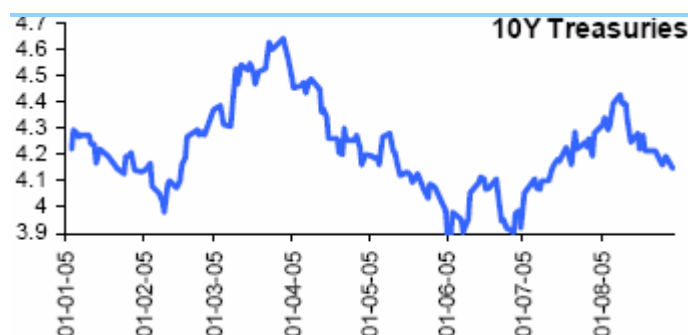
Długie oczekiwanie na korektę

Huragan Katrina może spowodować przejściowe osłabienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Takie osłabienie może być niekorzystne dla rynków akcji, jednak nie musi. Dotychczasowa dobra koniunktura dla amerykańskich akcji oraz stosunkowo silny wzrost gospodarczy były w znacznej części związane z dobrą koniunkturą na rynku nieruchomości, wywołaną rekordowo niskimi stopami procentowymi. Zniszczenia huraganowe mogą obniżyć presję na wzrost stóp procentowych i podtrzymać hossę na rynku nieruchomości.

Ewentualne osłabienie wzrostu w USA groźniejsze będzie dla rynków Azji i Ameryki Południowej niż dla nas. Kolejne fala osłabienia dolara (wydaje się teraz prawdopodobna) uderzać będzie w eksporterów sprzedających w USA (w Polsce taka sytuacja osłabiać będzie m.in. producentów papieru). W kontekście globalnym, rynki centralnej Europy prezentują się jednak jako najmniej zagrożone.

Jeżeli zniszczenia po huraganie rzeczywiście wpłyną na redukcję ciśnienia na wzrost stóp procentowych (takie podejście wydaje się bardziej uzasadnione niż obawy o zwiększoną inflację i wzrost stóp), to wpływ na rynki akcji może być pozytywny. W ostatnim czasie zagrożeniem dla rynków akcji jest właśnie wzrost stóp długoterminowych (delewarowanie pozycji funduszy hedgingowych w akcjach, załamanie rynku nieruchomości).

Osobną kwestią jest pytanie o to, jak długo dobra koniunktura na amerykańskim rynku nieruchomości może jeszcze trwać – i tym samym nakręcać konsumpcję. Ceny domów znacznie już wzrosły (w bieżącym roku wzrost jest już kilkunastoprocentowy), stopa oszczędności spadła do zera. Utrzymanie wzrostu konsumpcji jest tym trudniejsze, że rośnie udział wydatków sztywnych (paliwa). W tej sytuacji stopniowe podnoszenie stóp przez Fed zagrazi może nieruchomościom, a poprzez ten efekt spowolni wzrost gospodarczy. W ostatnim miesiącu jednak rynki obligacji po raz kolejny z nieufnością podeszły do wzrostu gospodarczego, który oparty jest na kruchych podstawach i rentowności obligacji skarbowych ponownie spadły (wykres poniżej).



Źródło: BRE Bank

Tymczasem wzrost gospodarczy w USA jednak trwa, a ilość spółek, których wyniki finansowe pobiły oczekiwania była bliska sześciolletniego rekordu. Zagadkowo silna koniunktura na naszym rynku akcji również trwa. Rynek napędzają spółki surowcowe, powoli w ślad za nimi poruszają się inne duże spółki, w tym banki. Tym ostatnim na pewno sprzyjają dane makro: spadek stóp procentowych, wzrost wynagrodzeń oraz zatrudnienia. Gdyby tendencje te się utrzymały, byłby to silny prognostyk dla wyników banków – wielu rodzin w Polsce jeszcze nie stać na kredyt hipoteczny. Rynek bardziej niż spadek marż chce obecnie dyskutować wzrost wolumenów. Pozytywne tendencje na rynku akcji może podtrzymywać oczekiwanie na korzystny dla rynku wynik wyborów parlamentarnych.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

BPH PBK	Zawieszona		
BZWBK	Zawieszona		
GETIN	Zawieszona		
HANDLOWY	Zawieszona		
ING BSK	Zawieszona		
KREDYT BANK	Zawieszona		
MILLENNIUM	Zawieszona		
PEKAO	Zawieszona		
PKO BP	Zawieszona		
AGORA	Akumuluj	74.00	2005-08-05
AMICA	Trzymaj	37.30	2004-12-14
BUDIMEX	w trakcie aktualizacji		
COMARCH	w trakcie aktualizacji		
COMPUTERLAND	Trzymaj	113.00	2004-12-17
ECHO INVESTMENT	w trakcie aktualizacji		
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	35.00	2005-07-12
EMAX	w trakcie aktualizacji		
FARMACOL	Kupuj	34.50	2005-03-24
FORTE	Kupuj	13.80	2005-03-18
HOOP	Akumuluj	14.50	2005-03-18
INDYKPOL	Zawieszona		
JELFA	Kupuj	70.00	2005-02-25
JUTRZENKA	Akumuluj		2004-12-17
KĘTY	Trzymaj	129.50	2005-08-04
KGHM	Redukuj	34.70	2005-08-08
KROSNO	w trakcie aktualizacji		
LOTOS	Trzymaj	35.50	2005-09-05
MONDI	Trzymaj	51.00	2005-08-03
NETIA	w trakcie aktualizacji	4.50	
ORBIS	w trakcie aktualizacji		
PGF	Trzymaj	50.40	2005-05-16
PKNORLEN	Trzymaj	58.90	2005-09-05
POLIMEX	Kupuj	43.80	2005-06-30
PROKOM	w trakcie aktualizacji		
SOFTBANK	Akumuluj	36.70	2005-09-02
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	19.50	2005-02-08
TORFARM	Akumuluj	46.00	2005-03-24
WAWEL	Akumuluj	120.00	2005-03-22



Zmiany rekomendacji w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
KGHM	Redukuj	34.70	2005-08-08
LOTOS	Akumuluj	35.50	2005-08-08
LOTOS	Trzymaj	35.50	2005-09-05
PKNORLEN	Akumuluj	58.90	2005-08-29
PKNORLEN	Trzymaj	58.90	2005-09-05
POLMOS LUBLIN	Akumuluj	35.00	2005-08-22
SOFTBANK	Akumuluj	36.70	2005-09-02

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	1	9	6	5	0	0	3	1	1
procent	0.0%	4.8%	42.9%	28.6%	23.8%	0.0%	0.0%	60.0%	20.0%	20.0%

Makroekonomia

Po lipcowej decyzji wydawało się, że wśród większości członków RPP ugruntował się pogląd, zgodnie z którym w warunkach niepewności (również tej dotyczącej metodologii zbierania i przetwarzania statystyk) przy ocenie procesów gospodarczych kierować się trzeba podstawowymi zależnościami makroekonomicznymi. Nie ulega zaś wątpliwości, że w pierwszym półroczu wzrosła w Polsce restrykcyjność obu składników *policy mix*. W wyniku wzrostu realnych stóp procentowych, realnej aprecjacji kursu i ostrzejszej polityki fiskalnej tempo wzrostu gospodarczego kształtujące się poniżej oczekiwań (pierwsze półrocze 2,4 proc. PKB) oraz spadek inflacji przekraczający oczekiwania – stają się zrozumiałe.

Z komunikatów Rady przed sierpniową aktualizacją projekcji inflacyjnej jasno przy tym wynikało, że w okresie objętym oddziaływaniem polityki pieniężnej tempo wzrostu kształtować się będzie wciąż poniżej prognoz ogłoszonych w majowym raporcie o inflacji, a inflacja znajdować się będzie poniżej celu (zdefiniowanego, jako CPI na poziomie 2,5 proc.).

Lipcowa obniżka przez RPP stóp procentowych o 25 pkt. baz. oraz pozostanie przy ekspansywnym nastawieniu w polityce pieniężnej były więc spójne z bilansem ryzyk dla przyszłej inflacji i wzrostu. Ta decyzja pozwalała też oczekiwać, że bank centralny będzie kontynuował akomodacyjną politykę tak długo, dopóki bilans ryzyk nie ulegnie istotnej zmianie.

Wydaje się uzasadnione, że niższe od potencjalnego tempo wzrostu PKB i brak w średnim okresie presji inflacyjnej płynącej od strony popytowej, przy równoczesnym wysokim prawdopodobieństwie dalszej aprecjacji złotego, sprzyjać powinny akomodacyjnej polityce pieniężnej. Uczestnicy rynku nabrali jednak co do tego wątpliwości po całej serii sierpniowych wypowiedzi członków RPP zdecydowanie wykluczających możliwość dalszej obniżki stóp procentowych. Z drugiej strony - obraz sytuacji w sferze realnej, potwierdzany kolejnymi danymi miesięcznymi, oraz wynikami pierwszych dwóch kwartałów, wciąż odbiega od oczekiwań.

Wobec braku kotwicy w postaci znanego rynkowi harmonogramu wejścia do ERM 2 oraz deklarowanych przez członków RPP sprzecznych zamierzeń co do kształtu polityki monetarnej, pojawiają się istotne problemy z antycypacją przebiegu ścieżki krótkoterminowych stóp procentowych. RPP może prowadzić politykę aktywną, zakładającą dużą zmienność stóp, gdzie celem jest doprowadzenie jak najszybciej wzrostu gospodarczego do poziomu potencjału, a inflacji w pobliże celu; Rada może jednak równie dobrze prowadzić politykę pasywną, gdzie dostosowanie strony podażowej do popytowej następuje w wyniku tolerowanego przez bank centralny pozostawania inflacji przez dłuższy czas znacznie poniżej celu, a w skrajnym wypadku nawet zgody na deflację. Takie podejście implikuje większą stabilność stóp, świadcząc równocześnie o asymetrii banku centralnego w postrzeganiu zjawisk inflacyjnych (być ponad celem – to gorzej niż pod celem; albo inaczej - inflacja jest groźniejsza od deflacji).

Jesteśmy zdania, że przy obecnym postrzeganiu przez większość Rady rozkładu ryzyk dla przyszłej inflacji i wzrostu, najbardziej prawdopodobny jest wciąż wariant ostrożnej akomodacji. Sierpniowa aktualizacja projekcji inflacyjnej jest przy tym tylko jednym z elementów branych pod uwagę przez członków RPP. Przy korzystnym z punktu widzenia rynku wyniku wrześniowych wyborów, i w razie wygasania szoków podażowych, oznacza to nadal duże prawdopodobieństwo spadku stopy interwencyjnej do końca roku, w dwóch krokach, o kolejne 50 pkt. baz. do 4,25 proc.

Sektor finansowy

Sektor bankowy

Nowy gracz w sektorze – nadchodzi konkurencja

EFG Eurobank, 3 największy pod względem aktywów bank w Grecji, planuje otwarcie 200 placówek w Polsce w ciągu kolejnych 3 lat. Pierwsze mają zacząć działalność na początku 2006. Bank planuje przeznaczyć na inwestycję kilkadziesiąt milionów euro. Grecy zdecydowali się na otwarcie oddziałów w Polsce, po tym jak nie udało im się przejęcie żadnego innego banku w Grecji. Eurobank znany jest z tego, że działa szybko i skutecznie. W ciągu 15 lat – głównie dzięki fuzjom i przejęciom – stał się 3 bankiem w Grecji. Bank zainwestował już w Rumunii, Bułgarii i Serbii. Na początek będzie oferował kredyty i karty płatnicze. W Grecji działa jako bank uniwersalny, posiadając 18% udziału w rynku kredytów konsumenckich, 12,7% w rynku kredytów hipotecznych i 13% w rynku kredytów korporacyjnych.

Bank rozpoczął już rekrutację nowych pracowników. Poszukiwani są zarówno pracownicy kadry menedżerskiej, jak i z niższych szczebli. Rejestracja w Polsce adresu internetowego: „EFG Bank” może sugerować, iż właśnie pod tą nazwą bank będzie funkcjonował w Polsce. W ten sposób grecki bank uniknąłby konfliktu z już istniejącym na polskim rynku Eurobankiem.

Z postawy greckiego banku wynika, iż chce on od razu agresywnie wejść na polski rynek. Z informacji na temat inwestycji EFG Eurobank w Rumunii, Bułgarii i Serbii, gdzie bank do tej pory wchodził dzięki zakupom już istniejących banków, wiemy, iż bank jeśli decyduje się na wejście, robi to dość szybko. Już pierwsze informacje o ruchach banku w Polsce świadczą, że w Polsce może być podobnie. Widać, iż bank chce wykorzystać szansę jaką daje szybko rozwijający się polski rynek. Konkurencja jest dość duża, ale gracz, który zdobył doświadczenie w usługach dla klientów detalicznych i odnosił sukcesy zarówno na rodzimym rynku, jak i w innych krajach, ma wszelkie szanse aby odnieść sukces także w Polsce. Oznacza to większą konkurencję na rynku usług detalicznych.

Dalej utrzymuje się wysoki popyt na kredyty mieszkaniowe

W 2 kwartale bieżącego roku banki udzieliły kredytów mieszkaniowych o wartości 6,2 mld PLN. 85% stanowiły kredyty dla klientów indywidualnych. Zadłużenie w bankach z tego tytułu wzrosło do 42,7 mld PLN (37,7 mld PLN to dług klientów indywidualnych).

Konkurencja rośnie, a banki walczą o klientów

W pierwszym półroczu 2005 banki wydały ponad 190 mln PLN na reklamę usług finansowych. Tym samym wydatki banków na reklamę wzrosły o 17%. Najwięcej wydały na ten cel: ING Bank Śląski (26,259 mln PLN), Bank BPH (19,117 mln PLN) i GE Money Bank (14,788 mln PLN).

Ustawa antylichwiarska

Prezydent podpisał ustawę antylichwiarską. Nowelizuje ona kodeks cywilny oraz ustawę o kredycie konsumenckim i ogranicza dopuszczalną wysokość odsetek do czterokrotności kredytu lombardowego NBP (obecnie 6,25%). Oprocentowanie kredytu nie może być więc wyższe niż 25%. Ustawa spotkała się ze sprzeciwem ze strony instytucji finansowych. Tak jak to zapowiadały wcześniej, zamierzają zaskarżyć ustawę do Trybunału Konstytucyjnego. Z drugiej strony zaczęły już planować, co zrobią w razie wejścia w życie niekorzystnych przepisów. Ustawa, oprócz górnego limitu oprocentowania kredytów konsumenckich, wprowadza także górny limit kosztów związanych z ich udzieleniem. Nie mogą one przekroczyć 5% wartości pożyczki. Ponieważ koszty kredytów nie będą mogły rosnąć, zwiększą się te niezwiązane bezpośrednio z pożyczką np.: cena ustalenia zabezpieczenia czy składka na ubezpieczenie. Ustawa dotknie głównie te banki, które udzielają drogich pożyczek gotówkowych i sprzedają wysoko oprocentowane karty kredytowe. Naszym zdaniem instytucjom finansowym uda się obejść ustawę. Jak sami podkreślają, ustawa zawiera bardzo wiele luk. Niewątpliwie jednak skomplikuje to ich działanie.

PKO BP

Przedstawiciele banku zapowiedzieli, iż przed końcem roku przedstawią nową strategię banku na lata 2006-2008. Jednak z wypowiedzi prezesa oraz informacji płynących z prasy znamy już niektóre plany. Strategia z pewnością zawierać będzie plany dotyczące aliansu strategicznego z Poczta Polską oraz plany ekspansji zagranicznej.

List intencyjny z Poczta Polska

Największy polski bank detaliczny podpisał z Poczta Polską list intencyjny dotyczący podjęcia

Sektor finansowy

współpracy, w celu utworzenia w przyszłości aliansu strategicznego obu firm. Poczta Polska chce poszerzyć swoją ofertę finansową z pomocą PKO BP. Przyjęła strategię rozwoju usług finansowych i pośrednictwa finansowego. Po podpisaniu listu intencyjnego na początku sierpnia, władze obu instytucji wyznaczyły zespół ekspertów, który miał 2 miesiące na przygotowanie raportu o możliwościach wspólnej współpracy i znalezieniu synergii. Zatem w październiku można spodziewać się dalszych informacji na ten temat. Poczta posiada 75% akcji Banku Pocztowego, reszta należy do PKO BP i na Bank Pocztowy spada odpowiedzialność za przygotowanie placówek pocztowych do obsługi produktów bankowych. Nie bez znaczenia jest tu też postawa prezesa Banku Pocztowego. Chce on wprowadzić istotne zmiany w jego działalności i stworzyć największą sieć detaliczną w Polsce na bazie placówek pocztowych. W planach jest utworzenie 3,5tys. placówek do końca 2007.

Plany dotyczące przyszłego aliansu strategicznego znajdują się zapewne w nowej strategii banku. Jednak nie należy się spodziewać, że zmiany, zobaczymy już w przyszłym roku. Podchodzimy do nich z dużym dystansem, gdyż plany utworzenia punktów obsługi finansowej wymagają odpowiedniej infrastruktury, m.in. systemu IT. Na chwilę obecną nawet PKO BP nie posiada jeszcze nowoczesnej infrastruktury i stoi przed wdrożeniem Zintegrowanego Systemu Informatycznego. Drugim aspektem są koszty całego przedsięwzięcia, które na chwilę obecną, przy tak zdawkowych informacjach, są trudne do oszacowania. Tak poważne zamiary obu firm są raczej przedsięwzięciem długofalowym i na wymierne efekty finansowe trzeba będzie poczekać 3-4 lata.

Akwizycja banków za granicą

Pojawiły się także informacje na temat planów ekspansji PKO BP za granicą. Bank jest zainteresowany kupnem, bądź uczestnictwem w prywatyzacji banków w Europie Środkowo – Wschodniej. W grę wchodziły, według informacji prasowych i wypowiedzi prezesa, banki z Rumunii, Bułgarii oraz Serbii. Na razie nie informowano o żadnych konkretnych planach dotyczących ewentualnych zakupów. Wiadomo jedynie, iż bank prowadził rozmowy w sprawie uczestnictwa w prywatyzacji 2 banków w Rumunii. Jednak przedstawiciele rządu rumuńskiego, nie zgodzili się na uczestnictwo w prywatyzacji, gdyż bank kontrolowany jest przez Skarb Państwa. Obecnie bank sprawdza czy w innych krajach fakt, iż ponad 50% akcji banku znajduje się w rękach Skarbu Państwa, jest problemem. Spekulacje prasowe o tym, iż Minister Skarbu oraz Minister Finansów chciałoby aby akcjami PKO BP została dofinansowana jedna ze spółek państwowych, zostały zdementowane. Informacje te pojawiły się właśnie w związku z planami akwizycji. Gdyby takie dokapitalizowanie nastąpiło, to bank po listopadowej wypłacie akcji premiiowych dla inwestorów indywidualnych, którzy w ofercie publicznej kupili akcje PKO BP i trzymali je przez rok (na każde 20 posiadanych akcji przypadnie 1 akcja), stałby się formalnie bankiem prywatnym, chociaż największym udziałowcem i tak pozostawałoby państwo. Byłaby to decyzja polityczna, więc w świetle zbliżających się wyborów ewentualne zmiany miałyby małą szansę na akceptację.

Wyniki po 1 połowie 2005

Zysk netto w 2 kw. 2005, który wynosił 467 mln PLN (4,78% więcej niż w 2kw. 2004) był wyższy niż oczekiwania inwestorów. W 1 półroczu 2005 bank zarobił na czysto 882,8 mln PLN, czyli o 3,02% więcej niż w 1 półroczu ubiegłego roku. Wynik odsetkowy za 1 półrocze to 1767 mln PLN (wzrost o 1% w porównaniu z 1 połową 2004), a prowizyjny 576 mln PLN (spadek o 19,5% w porównaniu z 1 połową 2004). Spadek wyniku prowizyjnego w porównaniu do 1 połowy 2004 wynika z wprowadzenia Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Bank jak zwykle nie zawiódł pod względem dynamiki wolumenów. Kredyty na koniec czerwca 2005 wynosiły 41,25 mld PLN i porównując do czerwca 2004 wzrosły o 12,3%.

Na konferencji prasowej prezes banku powiedział, iż zysk PKO BP za 2005 rok będzie lepszy niż w 2004 i ponownie bank poda najwyższe wyniki w sektorze.

Getin

Nabycie spółki Fiolet

Getin Holding poinformował, iż zgodził się zapłacić 3,5 mln PLN za 60% akcji spółki Fiolet, pochodzącej z Łodzi. Spółka zajmuje się pośrednictwem kredytowym. Wcześniej spółka sprzedawała już produkty Getinu, głównie kredyty hipoteczne.

Getin podpisał także list intencyjny dotyczący zakupu 70% pośrednika finansowego - Open Finance. Spółka należy do LC Corp. W tym samym czasie Getin Holding zbył akcje innego pośrednika, głównie ubezpieczeniowego - RB Export. Sprzedał je dla TU Europa (także własność Leszka Czarneckiego). Łącznie TU Europa ma 800 akcji, co daje mu 80% głosów na

Sektor finansowy

Walnym Zgromadzeniu

Wyniki finansowe Getin Banku

Zysk netto w pierwszej połowie 2005 Getin Banku, podmiotu zależnego Getin Holding S.A., wyniósł 38,237 mln PLN. Jest to o 47% więcej niż w tym samym czasie rok wcześniej. Po pierwszym półroczu saldo udzielonych kredytów Getin Banku wyniosło 2,824 mld PLN, saldo depozytów osiągnęło wartość 3,889 mld PLN. Suma bilansowa osiągnęła wartość 5,702 mld PLN. Wskaźnik ROE po pierwszym półroczu wyniósł 18,9%, współczynnik wypłacalności 15,2%. Bank podtrzymuje swoje prognozy wyników na ten rok, które mają dać zysk netto na poziomie 81 mln PLN.

Negocjacje w sprawie zakupu WBC

Rozmowy na temat kupna WBC przez Getin Holding są w finałowej fazie. Udziałowcami WBC jest 12 polskich banków. Wcześniej pojawiały się informacje z PKO BP (posiadającego 25,15% akcji WBC), iż negocjacje powinny zakończyć się w październiku. Zatem tak naprawdę nie wiadomo, kiedy dokładnie dojdzie do decyzji. Jednak wydaje się bardzo prawdopodobne, iż transakcja zostanie sfinalizowana.

Kredyt Bank

Wyniki po 1 połowie 2005

Wyniki banku były znacznie lepsze niż oczekiwania rynku. Prognozy wahały się między 83 a 93 mln PLN zysku netto za 2 kwartał 2005, tymczasem bank ogłosił 139 mln PLN skonsolidowanego zysku netto. Zysk netto 2 kwartału był wyższy niż wynik 1 kwartału. Ogółem w pierwszym półroczu bank miał 233,16 mln PLN zysku netto i wzrost prawie pięciokrotnie w porównaniu do 1 połowy 2004 (47,48 mln PLN). Wpływ na tak dobre wyniki miały dodatnie rezerwy oraz dodatnia efektywna stopa podatkowa.

Zaskoczył wynik odsetkowy netto, który wzrósł o 8,34% (2Q05/2Q04). W porównaniu z 1 kwartałem wzrost wyniósł 9,71%. Bank odnotował spadek wyniku z prowizji o 46,61%. Jeśli porównamy natomiast ten wynik z 1 kwartałem, spadek nie jest już tak duży, bo o 5,19% (2Q05/1Q05). Bank tłumaczy mniejsze dochody prowizyjne w 2005 roku wprowadzeniem MSSF.

Koszty dalej spadają, w 2 kwartale 2005 w porównaniu do 2 kwartału 2004 o 20,31%. Zaowocowało to spadkiem wskaźnika koszty/dochody do poziomu 74,7%, co oznacza poprawę w stosunku do porównywalnego okresu o 9,7 p.p. Dalej jednak wskaźnik ten utrzymuje się na jednym z najwyższych poziomów na rynku. Jest to szansa na dalsze obniżki, gdyż pokazuje, iż bank konsekwentnie przeprowadza restrukturyzację.

Na wynik netto banku wpłynęło przede wszystkim dodatnie saldo z tytułu rezerw, które kształtowało się na poziomie 22 mln PLN. W 1 kwartale pozycja ta wyniosła prawie 27 mln PLN. Jednak największy wpływ na wynik netto miało utworzenie aktywa podatkowego. Zwiększyło to wynik brutto o prawie 40 mln PLN. W przyszłości będzie to oznaczało zwiększenie efektywnej stopy podatkowej, która w przypadku banku od kilku okresów była niższa niż ustawowa. Ze względu na jednorazowy efekt takiej operacji, lepsze jest rozpatrywanie wyników banku na poziomie brutto. Wynik brutto w porównaniu z 1 kwartałem 2005 kształtował się na tym samym poziomie.

Wyniki 2 kwartału 2005 utrwaliły naszą opinię o, iż powoli to co najgorsze ma już za sobą. Pozwala to z optymizmem patrzeć w przyszłość. Nie są to jednak jeszcze wzrosty, które zdecydowanie zmieniłyby jego sytuację. Bank musi poprawić sprzedaż swoich produktów. W połączeniu z dalszym obniżaniem kosztów, w zakresie których bank może jeszcze dużo zrobić, może to dać szansę na dalszy wzrost wyników.

Zmiany w organizacji banku

Kredyt Bank i Warta otworzyły pierwszą wspólną placówkę. Można w niej skorzystać z usług bankowych i ubezpieczeniowych. Znajdzie się tam również stanowisko KBC Securities, gdzie inwestorzy będą mogli składać zlecenia podczas sesji giełdowej. Do końca roku w ponad 20 placówkach Kredyt Banku w całej Polsce powstaną stanowiska Warty. Otwarcie takich placówek jest realizacją strategii grupy, która zakłada rozwój cross-sellingu, przy wykorzystaniu spółek wchodzących w jej skład. Jest to dobra wiadomość dla banku, który stara się zwiększyć sprzedaż swoich usług, a bardziej atrakcyjna oferta może przyciągnąć nowych klientów.

Sprzedaż akcji Stoczni Północnej

Kredyt Bank sprzedał cały posiadany pakiet akcji Stoczni Północnej, stanowiący 27,2% udziału

Sektor finansowy

w kapitałach i głosach na WZA spółki. Wartość sprzedaży ponad 90 tys. papierów wyniosła 12,7 mln PLN. Transakcja ma neutralny wpływ na wyniki Kredyt Banku.

Handlowy

Wyniki po 1 połowie 2005

Zysk netto za pierwszą połowę 2005 wyniósł 315 mln PLN. Było to o 18% więcej niż w tym samym okresie ubiegłego roku. W drugim kwartale 2005, 176 mln PLN zysku netto oznaczało wzrost w porównaniu z 1 kw. 2005 o 27% (138 mln PLN), a w porównaniu z 2 kwartałem 2004 o 1,6% (174 mln PLN). Wyniki banku były lepsze niż oczekiwania rynku. Poprawiły się również wyniki z tytułu odsetek, wzrost o 5,2% w porównaniu do 1 kwartału 2005 oraz wynik z tytułu prowizji, wzrost o 10% z kwartału na kwartał. Wynik na działalność bankowej wzrósł z kwartału na kwartał o 12%. Do dobrych wyników z działalności bankowej bank dołożył także dodatnią różnicę wartości rezerw i aktualizacji. To były dwa główne czynniki, które wpłynęły na lepszy niż oczekiwano wynik banku. Różnica rezerw i aktualizacji może jednak nie utrzymać się na takim poziomie w przyszłości, jeśli bank odnotuje w przyszłych kwartałach wzrost wolumenu kredytów. Na koniec 2 kwartału współczynnik ROE wynosił 12,5%, a współczynnik wypłacalności 12,9%. Celem banku jest osiągnięcie współczynnika wypłacalności między 10 a 12%.

Przedstawiciele banku, podczas prezentacji wyników, poruszyli też temat dywidendy za 2005 rok. Poprzednio aby obniżyć współczynnik wypłacalności, bank zdecydował się na dywidendę ponad 100% zysku netto za 2004 rok. Obecnie prezes zaznaczył, że to się raczej nie powtórzy. Nie oznacza to jeszcze wypłaty poniżej 100% zysku netto za 2005 rok. Jeśli bankowi uda się zdynamizować wzrost wolumenu aktywów na takim poziomie, aby współczynnik wypłacalności obniżył się, to dywidenda będzie mniejsza. Jednak dalej będzie rozpatrywana wysoka dywidenda, jeśli 10-12% współczynnik wypłacalności nie zostanie osiągnięty wzrostem wolumenu aktywów.

Zwolnienia w celu poprawy efektywności

Nawet 530 osób zamierza zwolnić do końca roku Bank Handlowy. Stanowi to prawie 10% zatrudnionych w banku. Głównie będą to pracownicy zajmujący się obsługą małych firm. Planowane redukcje uzasadniają chęcią zwiększenia efektywności. Warunki zwolnień zostały już uzgodnione ze związkami zawodowymi. Według wstępnych szacunków może to przynieść bankowi około 45 mln PLN oszczędności, a rezerwy na odpisy mogą wynieść około 25 mln PLN.

ING BSK

Wyniki po 1 połowie 2005

W 2 kwartale 2005 zysk netto grupy ING BSK wyniósł 122,586 mln PLN. Wzrósł on w porównaniu do tego samego okresu zeszłego roku o 24,10% (z 99,778 mln PLN). Wyniki banku pokryły się z oczekiwaniami analityków. W pierwszej połowie 2005 zysk netto wyniósł 258,248 mln PLN i wzrósł w skali roku o 62,47%. Porównując wyniki półroczna widać, iż na wzrost ten złożyły się w głównej mierze wyniki z 1 kwartału 2005.

ING liczy na utrzymanie się pozytywnych trendów w wynikach operacyjnych. Podkreślano, iż udział banku w rynku kredytów korporacyjnych wzrósł do 5,51%, jednak przyczyną dalszego spadku wolumenu kredytów są ciągle kredyty detaliczne. Udział banku w rynku spadł do 2,47%. Wpływ na pozytywne wyniki, podobnie jak w pierwszym kwartale, miały dodatnie koszty ryzyka (24,2 mln PLN). Współczynnik wypłacalności ukształtował się na poziomie 17,44%. Intencją banku nie jest utrzymywanie go na tak wysokim poziomie. W przyszłym roku zarząd będzie rekomendował włączenie do dywidendy 31,1 mln PLN, powstałej w wyniku rozwiązania rezerw na kredyty uznawane za stracone.

Pozytywną informacją była możliwość zwiększenia planowanej dywidendy za 2005 rok o 31,1 PLN. Bank oprócz części zysku netto za 2005 rok wypłaci także dodatkową kwotę, pochodzącą z pozycji: niepodzielony zysk z lat ubiegłych. Bank dokonał na początku 2005 wyceny portfela należności, znajdujących się w ewidencji pozabilansowej na kwotę 44,1 mln PLN. Po zdyskontowaniu otrzymano 38,4 mln PLN i kwotę tę ujęto w aktywach w korespondencji z niepodzielonym zyskiem z lat ubiegłych. Bank proponuje wypłacenie tej kwoty, pomniejszonej o zobowiązania podatkowe (7,3 mln PLN) jako część dywidendy za 2005. Współczynnik wypłacalności na koniec czerwca wyniósł 17,44%. Bank nie chce utrzymywać go na takim poziomie. Jest to przesłanka do wypłacania większych dywidend.

Sektor finansowy

Fuzja BPH i Pekao

W sierpniu pojawiało się coraz więcej informacji związanych z fuzją UniCredito i HVB. Następnym połączeniem się tych dwóch banków będzie także prawdopodobnie połączenie BPH i Pekao. Wezwanie UniCredito na akcje HVB rozpoczęło się w piątek 26 sierpnia i potrwa do 10 października. Wiadome jest, iż bankom udało się uzyskać zgody wszelkich niezbędnych organów, mających wpływ na decyzję o możliwości połączenia obu banków. Pomimo zapowiedzi przedstawicieli UniCredito, iż będą starali się aby wezwanie na akcje BPH odbyło się w tym samym czasie, szczegóły dotyczące wezwania na polski bank nie są jeszcze znane. Przedstawiciele UniCredito powiedzieli jednak, że przedstawiają szczegóły po tym, jak zgodę na fuzję wyrażą nadzór bankowy oraz Komisja do Spraw Papierów Wartościowych i Giełd.

12 czerwca 2005 zarządy UniCredito oraz HVB podały oficjalnie informację o fuzji. W umowie, którą zawarły dwa banki zawarto informację, iż fuzja nastąpi poprzez wezwanie akcjonariuszy HVB do zamiany posiadanych akcji na akcje Unicredito Italiano. Ustalono także wstępne parytety wymiany. Za 1 akcję HVB, akcjonariusze otrzymają 5 akcji UniCredito. Poza parytetem wymiany, związanym z wezwaniem na akcje HVB, zawarto także parytety dotyczące wymiany akcji BA CA oraz BPH. Za 1 akcję BPH można otrzymać 33,13 akcji UCI, a za 1 akcję BA CA 19,92 akcji UCI. Parytety te nie uległy zmianie i obowiązują przy obecnym wezwaniu na akcje HVB i BA CA.

Dla inwestorów nie zainteresowanych wymianą przedstawiono ofertę gotówkową. Na początku za jedną akcję BA CA chciano zaoferować 70,4 EUR a za 1 akcję BPH 123,5 EUR. Ceny ustalono jako średni kurs z ostatnich 6 miesięcy. Potem pojawiły się informacje, iż UniCredito może podnieść ofertę odkupienia akcji BPH i BA CA od mniejszościowych udziałowców, którzy nie chcą uczestniczyć w zamianie akcji. Ze wzrostem notowań polskiego banku w górę szła średnia kursów akcji, która służy do określenia minimalnej ceny na wezwaniu. W chwili ogłoszenia planów przejęcia niemieckiej Grupy HVB, informowano, że cena waloru BPH zostanie ustalona na 123,58 EUR, czyli prawie 500 PLN. Cena akcji wynosiła wówczas 560 PLN. Ponieważ rosła, rosła także średnia służąca wyliczeniu oferty na akcję BPH.

W przypadku Banku Austria początkowo cena była na poziomie 70,4 EUR za akcję. Cena ta wzrosła potem do 79,6 EUR i po takiej cenie zostało ogłoszone wezwanie. UCI prawdopodobnie zwiększy także ofertę gotówkową na akcje BPH.

Tymczasem gazety opisują już ewentualne koszty związane z połączeniem obu banków w Polsce. Z wypowiedzi ekspertów, koszt połączenia obu banków może sięgnąć kilkunastu milionów euro. Jedną z firm, która otrzyma największe wynagrodzenie będzie zapewne doradca wiodący (firma konsultingowa lub bank inwestycyjny). W połączeniu wezmą także udział prawnicy i firmy zajmujące się zarządzaniem personelem. Dziś trudno ocenić ile będzie to kosztować. Koszty zależą od tego, co zostało już uzgodnione przez właścicieli Pekao i BPH, czyli UniCredito i HVB.

UniCredito nadal nie ma zgody na wezwanie na akcje BPH. Komisja Papierów Wartościowych zdaje sobie sprawę, iż jest to decyzja mająca dość duży wpływ na polską gospodarkę. Poza tym, prasa podała, że według ich źródeł, komisje bankowe i giełdowe chciałyby, aby UniCredito przeniosło centralę regionalną dla Europy Środkowo – Wschodniej z Wiednia do Warszawy. Wiedeń od początku był wymieniany jako miejsce dla regionalnej centrali, a prezesem ma zostać E. Hampel, dotychczasowy prezes BA CA. Wezwanie na akcje BPH, a konsekwencją połączenia banku Pekao (gdzie UCI jest głównym udziałowcem) oraz BPH spowoduje przede wszystkim zmianę na pozycji największego banku w Polsce i redukcję zatrudnienia. Konsekwencji będzie zapewne znacznie więcej.

Mimo, iż planowano ogłoszenie wezwania we wszystkich krajach w tym samym czasie, to wezwanie na HVB rozpoczęło się w piątek, wezwanie na BA CA w poniedziałek, a w Polsce nadal nie znamy jeszcze żadnych szczegółów.

BPH

Rośnie liczba klientów korzystających z usług banku przez Internet

Liczba klientów banku korzystających z systemu internetowego Sez@m przekroczyła 400 tys. W tej liczbie 325 tys. to klienci indywidualni, resztę stanowią korporacyjni. Oznacza to, że 25% klientów indywidualnych i 40% klientów korporacyjnych banku BPH korzysta z elektronicznego kanału obsługi konta. BPH chce także rozwijać swoje usługi internetowe dla przedsiębiorstw. Obecnie z usługi BusinessNet korzysta 1600 klientów korporacyjnych banku. BPH chciałby, aby liczba ta sięgnęła 2-2,3tys. na koniec 2005.

Sektor finansowy

Prezes BPH o popycie na kredyty inwestycyjne

Prezes banku powiedział podczas jednej z konferencji prasowych, iż spodziewa się większych inwestycji w 2 połowie 2005. Początkowo firmy będą je finansowały ze zgromadzonych depozytów, potem sięgną po kredyty. O tym, że powoli rusza popyt na inwestycje mówiono już od ok. 2 miesięcy. Scenariusz przedstawiony przez prezesa jest zgodny z ogólną tendencją na rynku.

Pekao

Wyniki po 1 połowie 2005

Zysk netto w 1 połowie 2005 wyniósł 725,4 mln PLN. Oznacza to 18,3% wzrost w porównaniu z tym samym okresem ubiegłego roku (613 mln PLN). Wskaźnik ROE na koniec czerwca 2005 wyniósł 18,7%. Zysk netto za 1 kwartał wyniósł 330,5 mln PLN. Daje to 394,9 mln PLN za 2 kwartał tego roku. Konsensus rynkowy dotyczący wyników za 2 kwartał wynosił 348-358 mln PLN zysku netto za 2 kwartał 2005. Bank osiągnął tak dobre wyniki dzięki wyższym dochodom, stabilnym kosztom i niskim rezerwom.

Przychody wzrosły o 7,5% (do 2144 mln PLN), porównując 1 połowę tego roku do tego samego okresu z 2004. Złożyły się na to: wynik odsetkowy -1127 mln PLN, z prowizji 748 mln PLN, a pozostałe przychody dały 270 mln PLN. Koszty operacyjne wzrosły jedynie o 0,4%, co jest wynikiem dużo poniżej inflacji. Pokazuje to po raz kolejny, że Pekao potrafi kontrolować swoje wydatki. Wskaźnik koszty/dochody spadł w skali roku o 3,8p.p., wynosząc 53,8% na koniec czerwca 2005.

W środowisku obniżających się stóp procentowych nie spodziewano się wzrostu wyniku odsetkowego netto aż o 9,8% w 2 kwartale 2005 z 536 mln PLN do 589 mln PLN (2Q05/2Q04). W skali półroczna wzrost wyniósł 6,2% (1061 mln PLN w 1H04 do 1127 mln PLN w 1H05). Pekao był mniej narażony na spadające stopy procentowe, dzięki depozytom dolarowym i aktywności funduszy inwestycyjnych, ale oczekiwano mniejszej dynamiki w tym zakresie. Wzrost marży odsetkowej netto do poziomu 4,2% (1H04 -3,8%) uzasadniano wpływem depozytów dolarowych i pozytywnym efektem rosnących stóp procentowych w USA. Wiceprezes podkreślił także, iż kredyty, które bank udzielił 2 lata temu zawierały w ramach promocji stałe stopy procentowe przez pierwsze 2 lata spłaty. Przy spadających stopach na rynku zadziałało to jak spadochron bezpieczeństwa.

BZ WBK

Wyniki po 1 połowie 2005

W pierwszej połowie 2005 Grupa BZ WBK osiągnęła zysk netto w wysokości 280,6 mln PLN. Był on o 13,4% wyższy niż w tym samym okresie 2004. Prawie 20% zysku brutto wypracowały spółki należące do grupy (zysk brutto -351,3 mln PLN za połowę 2005). W pierwszym półroczu obciążenie z tytułu rezerw zmniejszyło się do 16,7 mln PLN. Bank osiągnął także dobre wyniki z pozycji wymiany (118 mln PLN). Przychód odsetkowy netto pozostał prawie bez zmian (433,1 mln PLN; zmiana o 0,51%). Zwiększył się wynik z tytułu prowizji (312,27 mln PLN, zmiana o 3,5%). Zysk netto za drugi kwartał wyniósł 161,6 mln PLN. Było to wynikiem niskich kosztów z tytułu rezerw oraz dywidendy -47,397 mln PLN (w 2004 roku dywidendy od Commercial Union zaksięgowano w pierwszym kwartale). Systematycznie obniża się wskaźnik koszty/dochody (z 63,26% w połowie 2004 do 61,1% w połowie 2005). Annualizowane ROE wyniosło 17,6% w połowie 2005. Cel 20% ROE na koniec roku może być trudny do osiągnięcia, ponieważ przejście na międzynarodowe standardy rachunkowości spowodowało zwiększenie funduszy własnych i wzrost współczynnika wypłacalności do 17%. Dlatego bank może wypłacić wyższą niż 40% dywidendę z zysku za 2005r.

Wynikom pomogły przychody z pozostałej działalności operacyjnej banku. Informacje z bilansu nie były tak optymistyczne jak wyniki. Bank zanotował co prawda wzrost kredytów dla ludności o 5,2%, ale popyt na kredyty korporacyjne wciąż był zbyt niski. Portfel kredytów hipotecznych rósł wolno (0,6% R/R), ale prezes banku na spotkaniu zapewniał, iż czerwiec był niezwykle udany pod tym względem i ma nadzieję na utrzymanie tej tendencji.

Sektor IT

Informatyka

Według raportu Teleinfo 500, polski rynek IT wzrósł w zeszłym roku o 14% do 4,15 mld USD (ok. 15,5 mld PLN). W strukturze, coraz większy udział mają wydatki na oprogramowanie (4,9 mld PLN) i usługi (3,2 mld PLN), które łącznie przekraczają już wydatki na sprzęt (7,3 mld PLN).

W zeszłym roku branża IT była jednym z głównych beneficjentów ożywienia gospodarczego m.in. dzięki przystąpieniu do UE oraz unijnym dotacjom. W tym roku dobra passa powinna trwać. Polski rynek powoli upodabnia się do rynków dojrzałych, w których wydatki na oprogramowanie i usługi znacznie przekraczają inwestycje w sprzęt.

Według firm IDC oraz Context, sprzedaż komputerów w Polsce wzrosła w pierwszej połowie roku o ok. 30%, podczas gdy prognozy na cały 2005r. zakładały wzrost o ok. 16% (do 1,54 mln sztuk). Pierwsza połowa roku jest zazwyczaj słabsza od drugiej.

Wynik ten znacznie przekracza prognozy, tym bardziej, że opóźnione zostały duże przetargi w sektorze publicznym (m.in. przetarg na wyposażenie pracowni internetowych w szkołach). Najszybciej rosła sprzedaż notebooków (ponad dwukrotny wzrost do 91 tys. sztuk w 2Q05). Wysoka dynamika wzrostu sprzedaży pecetów może zachęcić kolejne firmy do wejścia na ten rynek.

Opóźniają się przetargi na łączną kwotę 1,5 mld PLN (w tym 75% z funduszy unijnych) do końca 2006 roku na budowę pracowni komputerowych w szkołach. Kilka tygodni wcześniej Ministerstwo Edukacji i Sportu wybrało 10 oferentów do drugiego etapu przetargu na wyposażenie pracowni internetowych dla szkół. Według Pulsu Biznesu, wśród wybranych spółek znalazły się Computerland, Comarch, Emax, Comp Rzeszów, Softbank (poprzez Komę) oraz Prokom (poprzez ABG Ster-Projekt). Naszym zdaniem, do ogłoszenia zwycięzcy i podpisania umowy jeszcze daleka droga. Kolejne przetargi są oprotostowywane, a termin finansowania na 2005r. mija 20 grudnia. Dotrzymanie tego terminu w tym roku jest praktycznie niemożliwe, co sprawia, że większość powyższej kwoty będzie musiała zostać wykorzystana w 2006 r. Głównymi beneficjentami tego typu kontraktów są głównie dostawcy sprzętu.

Comarch

Wyniki kwartalne

Wyniki Comarchu zaskoczyły pozytywnie na poziomie sprzedaży. Wyższa sprzedaż nie przełożyła się jednak na poprawę rentowności i wzrost zysków. Wzrost kosztów, wynikający głównie z ubiegłorocznego przyrostu zatrudnienia nadal obciąża wyniki spółki. Wysoki zysk netto to efekt jednorazowego rozpoznania w sprawozdaniu finansowym aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (5,74 mln PLN). Odpisy z tego tytułu będą obciążać zysk netto spółki w kolejnych kwartałach.

Portfel zamówień Comarchu na dzień 31.07.05 wzrósł o ponad 20% w stosunku do ubiegłego roku, co zdaniem spółki dobrze rokuje na drugie półrocze.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Comarchu

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	101,9	69,4	47%	175,9	135,8	30%	342,9	330,0	4%
EBITDA	5,7	6,1	-7%	9,8	13,2	-26%	37,7	26,1	44%
marża	5,6%	8,9%		5,6%	9,7%		11,0%	7,9%	
EBIT	2,9	3,6	-19%	4,5	8,1	-45%	26,7	18,0	48%
Zysk brutto	2,5	2,1	16%	3,6	6,0	-41%	26,9	10,3	161%
Zysk netto	8,1	2,6	218%	9,2	6,2	49%	24,1	11,4	111%

Źródło: Comarch, dane wg MSSF, P - prognoza DI BRE Banku

Bez racjonalizacji kosztów

Zapowiadana przez Zarząd racjonalizacja kosztów nie znalazła odzwierciedlenia w wynikach za drugi kwartał. W naszej prognozie zakładaliśmy niewielki wzrost sprzedaży (+6% r/r) przy wyższej rentowności. Rzeczywista sprzedaż była zdecydowanie wyższa, z kolei rentowność obniżyła się o kilka punktów procentowych. Wysoki zysk netto wynika z jednorazowego rozpoznania aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego w wysokości 5,74 mln PLN. Odpisy z tego tytułu będą obciążać zysk netto spółki w kolejnych kwartałach. Operacja ta ma charakter czysto księgowy, wynika z przejścia na MSSF i nie ma żadnego wpływu na przepływy pieniężne w spółce. Bez uwzględnienia tego wydarzenia, zysk netto Comarchu wyniósłby 2,4 mln PLN.

Sektor IT

Plany na 2H05

Zarząd Comarchu oczekuje ok. dwudziestoprocentowej poprawy wyników całego 2005r. w stosunku do ubiegłego roku. Patrząc z perspektywy backlogu Spółki który wzrósł o 21% w stosunku do ubiegłego roku (z 243 mln PLN do 294 mln PLN - stan na 31 lipca) sądzimy, że na poziomie sprzedaży jest to zadanie wykonalne i spodziewamy się, że Comarch przekroczy naszą obecną prognozę przychodów (w naszej prognozie bazowaliśmy na wypowiedziach Zarządu, zakładających ograniczenie ekspansji i koncentrację na poprawie rentowności, co jednak nie ma miejsca).

Niepokojąco może wyglądać sytuacja pod względem rentowności. Zarówno 4-kwartalna krocząca marża brutto na sprzedaży, jak też marża operacyjna, znajdują się w trendzie spadkowym (ta pierwsza od ostatniego kwartału 2003 roku, druga od 3Q04). Duży wpływ mają na to znacznie zwiększone koszty zatrudnienia. W ubiegłym roku Comarch zatrudnił ok. 400 osób, na ten rok planowany jest wzrost zatrudnienia o kolejne 100-150 osób (w 2Q05 zatrudnienie zwiększyło się o 35 osób). Zapowiadana poprawa rentowności (Zarząd oczekuje poprawy rentowności na poziomie operacyjnym do 5%) ma naszym zdaniem małe szanse na materializację, przede wszystkim z powodu stale rosnących kosztów zatrudnienia. Koszty te w całości widać dopiero w wynikach tegorocznych (w zeszłym roku przyjmowanie nowych pracowników odbywało się stopniowo przez cały rok). Tegoroczny wzrost zatrudnienia mimo, że zdecydowanie mniejszy niż rok wcześniej, również nie przyczyni się do poprawy marż w krótkim okresie. Tym samym, spodziewamy się poprawy marż najwcześniej od przyszłego roku, o ile spółka utrzyma obecną dynamikę przychodów, a wzrost zatrudnienia znajdzie swoje odbicie w produktywności nowo zatrudnianych pracowników.

Nowe kontrakty

Spółka dostarczy Polskim Sieciom Elektroenergetycznym własnej produkcji system zarządzania siecią teleinformatyczną za 4,6 mln PLN. Spora, jak na Comarch, umowa z dużym udziałem własnej produkcji oprogramowania i perspektywą świadczenia usług serwisowych przez wiele lat to dobra wiadomość.

Spółka wygrała przetarg na dostawę i wdrożenie hurtowni danych w Enionie, firmie powstałej z połączenia dystrybutorów energii. Wartość przetargu wyniosła 7,3 mln PLN, z czego ok. 30% przypadnie na podwykonawcę.

Kolejna pozytywna informacja dla krakowskiej spółki, tym bardziej, że doświadczenia Comarchu w tym obszarze nie były duże. Stąd konieczność współpracy z podwykonawcą, który otrzyma z tego tytułu ok. 2,1 mln PLN.

Computerland

Wyniki za 2Q05 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Computerlandu za drugi kwartał 2005 okazały się, zgodnie z naszymi prognozami, słabsze od analogicznego kwartału rok wcześniej. Tak jak oczekiwaliśmy, spółka zanotowała znaczny spadek przychodów i zysku operacyjnego. Zysk netto, dzięki niższym kosztom finansowym, nieznacznie wzrósł w stosunku do wyników (wg MSSF) za drugi kwartał 2004.

Spółka spodziewa się poprawy wyników w drugiej połowie roku, głównie za sprawą lepszej sytuacji w sektorze publicznym i utilities. Obecnie w tych sektorach startuje w 14 przetargach o łącznej wartości 740 mln PLN. Naszym zdaniem długa procedura decyzyjna i okres przedwyborczy opóźnią poprawę przychodów z tych sektorów.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Computerlandu

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	157,0	210,6	-25%	309,8	362,7	-15%	837,0	742,2	13%
EBITDA	14,5	17,1	-15%	27,6	31,0	-11%	79,4	75,0	6%
marża	9,3%	8,1%		8,9%	8,5%		9,5%	10,1%	
EBIT	8,1	10,7	-25%	16,2	18,3	-12%	54,4	50,0	9%
Zysk brutto	4,9	4,9	1%	10,5	10,1	4%	39,7	21,8	82%
Zysk netto	3,8	3,4	12%	7,2	6,6	10%	32,2	13,8	133%

Źródło: Computerland, wszystkie dane wg MSSF (oprócz pełnego 2004 - PSR), P - prognoza DI BRE Banku

Bez zaskoczenia

Przychody za 2Q05 na poziomie 157 mln PLN były zgodne z naszymi oczekiwaniami, a jednocześnie zdecydowanie niższe niż w drugim kwartale ubiegłego roku, w którym spółka zawarła dużą umowę o wartości kilkudziesięciu milionów PLN. Równie wysoki spadek spółka zanotowa-

Sektor IT

ła na poziomie operacyjnym, przy czym wynika on przede wszystkim ze spadku sprzedaży (marża operacyjna była prawie identyczna: 5,2% w 2Q05 w porównaniu do 5,1% w 2Q04). Wzrost zysku netto jest efektem niższych kosztów finansowych zanotowanych w tym roku, do czego przyczynił się wcześniejszy wykup obligacji zamiennych w 4Q04.

Plany na drugą połowę roku

W 2H05 Computerland oczekuje poprawy sytuacji w sektorze publicznym i utilities. Obecnie Computerland bierze udział w 14 przetargach w tych sektorach o łącznej wartości 740 mln PLN m.in. w ARiMR i przetargach związanych z układem w Schengen. Obawiamy się, że zbliżające się wybory parlamentarne spowolnią procesy decyzyjne w administracji publicznej, co może przełożyć się na brak rozstrzygnięć w toczących się przetargach. Kolejnym problemem są liczne protesty w procesach przetargowych, składane przez odrzuconych oferentów. Widać to m.in. w przetargu na system kontroli granicy lądowej, w którym udział bierze Computerland, a do którego po decyzji arbitrażowej UZP wrócił Emax. Kolejne 3 konsorcja widząc pozytywny efekt protestu Emaksu, również zaprotestowały.

Odnosnie ekspansji zagranicznej, Computerland poinformował, że znajduje się na 7 krótkich listach w przetargach ogłoszonych przez kilka banków w Rosji. Najbliższy przetarg o wartości 20 mln PLN ma rozstrzygnąć się w październiku br.

Mimo dosyć pozytywnego obrazu kreślonego przez Computerland obawiamy się, że nasza prognoza zakładająca przychody w wysokości 837 mln PLN nie zostanie osiągnięta. Po 1H05 sprzedaż wyniosła 309 mln PLN, co oznacza, że w drugim półroczu Computerland musiałby zanotować przychody w wysokości ok. 527 mln PLN, co na kwartał daje ponad 260 mln PLN. Warto zauważyć, że backlog nie zmienił się w stosunku do ubiegłego roku i wyniósł ok. 300 mln PLN, co oznacza, że spółka dodatkowe przychody będzie dopiero musiała zdobyć.

Na poziomie zysku netto Computerland na pewno nie osiągnie zakładanych przez nas 32 mln PLN. Z kolei Zarząd podtrzymuje zapowiadane wcześniej 27 mln PLN zysku netto, jednak ostateczna decyzja w kwestii korekty prognoz ma zapaść w ciągu najbliższych dwóch miesięcy. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę słabą pierwszą połowę roku, opóźniające się przetargi, niezmieniony backlog w stosunku do poprzedniego roku, szansa na obniżkę prognoz jest znaczna.

Informatyka na studiach

Computerland i Prokom uczestniczą w przetargu na informatyzację czterech wyższych uczelni. Wspólny system IT ma kosztować 70 mln PLN. Pozostałe firmy biorące udział w przetargu to Oracle, Siemens i SAP (ostatnie dwie spółki startują w konsorcjum z Prokiem). Przetarg ma zostać rozstrzygnięty jeszcze w tym roku.

Duże zainteresowanie ze strony innych uczelni sprawia, że na pewno nie będzie to jedyny kontrakt tego typu. Wygrana w tym przetargu, oprócz długoletnich klientów, da zwycięzcy cenne referencje. O wspomniany kontrakt rywalizują dwie największe krajowe firmy oraz dodatkowo globalni rywale na rynku systemów ERP. Według Pulsu Biznesu, ceny zaproponowane przez Oracle i konsorcjum Prokom, Siemens, SAP są zbliżone. Co więcej, cena jest tylko jednym z kryteriów oceny oferty, dlatego też wskazanie w tym momencie zwycięzcy to wróżenie z fusów.

Kolejne przejęcie

Efekt Software przejął producenta oprogramowania dla Urzędów Miasta i innych organów administracji samorządowej. Cena transakcji nie została ujawniona. Efekt ma wzmocnić pozycję Grupy Computerlandu na rynku informatyki samorządowej, szacowanym przez spółkę na 200 mln PLN rocznie za 2-3 lata.

Brak danych o historycznych wynikach przejmowanej spółki. Przejęta spółka będzie dodatkiem do działalności Aramu, będącego dotąd centrum kompetencji w dziedzinie informatyki dla administracji centralnej w Grupie Computerlandu.

Kontrakt z ARiMR

Konsorcjum z udziałem Computerlandu podpisało z Agencją Modernizacji i Restrukturyzacji Rolnictwa umowę na przeprowadzenie kontroli gospodarstw rolnych z 4 województw. Kontrola ta będzie przeprowadzona w losowo wybranych gospodarstwach z użyciem systemów informacji przestrzennej członków konsorcjum, a jej celem jest weryfikacja wniosków o przyznanie dopłat bezpośrednich. Wartość umowy to 23,6 mln PLN brutto, czas jej realizacji - 2 lata. Udział samego Computerlandu w przychodach konsorcjum nie został ujawniony. Podwykonawcą konsorcjum będzie Techmex, który otrzyma za swe usługi 20 mln PLN brutto. Jest to duży, jak na Computerland, kontrakt w dopiero rozwijanej przez spółkę gałęzi działalności (systemy GIS).

Restrukturyzacja Grupy

Grupa Computerlandu uprości strukturę organizacyjną poprzez wchłonięcie przez jednostkę dominującą dwóch, w pełni zależnych, spółek córek: Centrum Informatyki Energetyki oraz Com-

Sektor IT

puterland Mielec. Dzięki połączeniu, Computerland zamierza ograniczyć koszty administracyjne (m.in. likwidacja zarządów spółek zależnych). Dodatkowo, uproszczenie struktury spowoduje łatwiejszy dostęp do produktów tych spółek dla wszystkich klientów Grupy.

Dodatkowo Spółka zapowiedziała połączenie dwóch spółek zależnych z Grupy Computerlandu – Polsoft i Zeto Rodan. Celem połączenia jest utworzenie w Grupie silnego centrum kompetencyjnego dla rynku kapitałowego. Naszym zdaniem jest to krok w dobrym kierunku, jednak w najbliższym czasie podstawowym katalizatorem dla kursu akcji Computerlandu będą wypowiedzi Zarządu odnośnie podtrzymania lub ewentualnej korekty prognozy.

Emax

Wyniki za drugi kwartał

Wyniki Emaksu za drugi kwartał wypadły znacznie poniżej naszych prognoz. O ile zakładaliśmy spadek skonsolidowanych przychodów spółki w drugim kwartale 2005 w stosunku do tego samego okresu ubiegłego roku (w II kw. 2004 88,3 mln PLN, nasza prognoza na II kw. 2005 82 mln PLN, wynik rzeczywisty 80 mln PLN), o tyle w przypadku rentowności oczekiwaliśmy zdecydowanej poprawy.

Zysk operacyjny spadł jednak aż o 84% r/r z 3,7 mln PLN w drugim kwartale 2004 do zaledwie 0,6 mln PLN w okresie kwiecień-czerwiec 2005. Niższy spadek zysku netto (o 20% r/r z 2,5 mln PLN w II kw. 2004 do 2,0 mln PLN w II kw. 2005) wynika z wyższych przychodów finansowych, zanotowanych w bieżącym roku.

Skonsolidowane wyniki kwartalne

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	80,0	88,3	-9%	149,1	132,3	13%	287	327,2	-12%
EBITDA	2,7	6,6	-60%	5,6	5,5	2%	37,3	33,8	10%
marża	3,4%	7,5%		3,8%	7,3%		13,0%	10,3%	
EBIT	0,6	3,7	-84%	1,5	-0,2	n/a	31,3	23,0	36%
Zysk brutto	2,8	2,6	8%	3,3	-1,2	n/a	34,4	16,0	115%
Zysk netto	2,0	2,5	-20%	2,2	-1,9	n/a	28,2	9,2	207%

Źródło: Emax, dane wg MSSF, zysk netto bez udziału udziałowców mniejszościowych

Słabsze wyniki za drugi kwartał, lepsze za pierwszą połowę 2005

2Q05 był słabszy od analogicznego okresu rok wcześniej na wszystkich poziomach rachunku wyników. Niższa sprzedaż w 2Q05 (-9% r/r) wynikała z dosyć wysokiej bazy w 2Q04, gdy spółka kończyła kilka dużych projektów. Z kolei niższy zysk operacyjny bezpośrednio wynikał z niższej rentowności sprzedaży (marża brutto na sprzedaży była w 2Q05 o 4 punkty procentowe niższa niż w 2Q04 i wyniosła 10,4%). W zestawieniu z podobnymi kosztami zarządu i wyższymi kosztami sprzedaży niż w 2Q04 (niższe koszty sprzedaży w 2Q04 wynikają głównie z jednorazowego rozwiązania rezerw na naprawy gwarancyjne), zysk operacyjny Grupy obniżył się do zaledwie 0,6 mln PLN (spadek o 84% r/r). Dzięki wyższym przychodom finansowym, wynikającym z osłabienia złotówki w stosunku do EUR i USD, co miało odzwierciedlenie w instrumentach finansowych związanych z długoterminowymi kontraktami realizowanymi przez Emax, zysk netto w 2Q05 wyniósł 2,0 mln PLN (spadek o 20% r/r).

Dalsze plany Emaksu

Po wynikach za 1H05 Zarząd spółki zapowiada poprawę wyników w drugiej połowie roku. Strategia spółki zakłada wzrost wyników rzędu 20-25% w latach 2005-2006. Aktualny backlog Spółki wynosi 256 mln PLN, czyli znacznie więcej niż ubiegłym roku, gdy książka zamówień Emaksu sięgała 200 mln PLN. Zarząd przewiduje, że większość zawartych ostatnio kontraktów będzie odzwierciedlona w wynikach za 3Q i przede wszystkim 4Q tego roku. Chodzi tu m.in. o kontrakty z Poczta Polska, Panopa Logistik, Strabag czy PSE Operator. Spółka czeka na rozstrzygnięcie kilku kontraktów w sektorze publicznym oraz komercyjnym, o łącznej wartości kilkudziesięciu mln PLN. Plany eksportowe zakładają uzyskanie w tym roku ok. 25 mln PLN z kontraktów zagranicznych (po pierwszej połowie roku było to ok. 4 mln PLN). W następnym roku sprzedaż eksportowa ma sięgnąć ok. 10% całkowitych przychodów Emaksu. Po 6 miesiącach tego roku przychody Grupy Emax stanowiły 52% naszej całorocznej prognozy przychodów i 8% zysku netto. W ciągu ostatnich kilku lat czwarty kwartał był zdecydowanie najlepszy dla spółki (nawet 40-50% przychodów). Prognozujemy, że w tym roku będzie podobnie.

Sektor IT

Nowe akcje w obrocie

Do obrotu giełdowego wchodzi dziś 556.450 akcji Emaksu: 0,5 mln akcji serii A i 56.450 akcji serii E. Akcje serii A, należące do głównego akcjonariusza Emaksu, BB Investment, zgodnie z zapowiedzią właściciela nie będą zbywane przez rok. Na rynek mogą natomiast trafić wkrótce akcje serii E, obejmowane przez osoby zarządzające spółką w 2005 roku po 52 PLN za akcję. Liczba akcji serii E jest na tyle nieduża, że rynek powinien bez problemu je wchłonąć.

Prokom

Wyniki za 2Q nieznacznie lepsze od prognoz

Wyniki Prokomu za drugi kwartał 2005 okazały się nieznacznie lepsze od naszych prognoz, chociaż wyniki półroczne są dużo gorsze niż rok wcześniej. Na poziomie jednostkowym Prokom zanotował zdecydowanie wyższe przychody niż w pierwszym kwartale tego roku (+53% k/k) i tylko nieco słabsze niż w analogicznym okresie 2004r. (-6% r/r). Na poziomie operacyjnym wynik był identyczny jak rok wcześniej.

Skonsolidowane przychody Grupy wyniosły 355 mln PLN (rok temu 349 mln PLN), zysk operacyjny 29 mln PLN (w 2Q04 strata 1,8 mln PLN) a zysk netto 28,1 mln PLN, w tym 15,5 mln PLN przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Prokom

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2004
Przychody	355,2	348,9	2%	634,5	650,5	-2%	1573,3
EBITDA	47,6	19,5	144%	83,2	65,2	28%	169,8
marża	13,4%	5,6%		13,1%	10,0%		10,8%
EBIT	29,0	-1,8	n/a	47,5	23,1	105%	72,6
Zysk brutto	29,2	-20,4	n/a	41,1	2,8	1351%	61,4
Zysk netto	15,5	-18,0	n/a	19,6	-5,0	n/a	41,6

Źródło: Prokom, dane wg MSSF, P - prognoza DI BRE Banku

Poprawa wyników skonsolidowanych

Skonsolidowane przychody w 2Q05 wzrosły o 2% w ujęciu rocznym. Ponad 70% całkowitych przychodów Grupy zostało wypracowane przez Prokom Software (43,8%) oraz Grupę Softbanku (27,6%). Warto podkreślić jest rosnący udział produktów w całkowitej sprzedaży Grupy (z 62% w 1H04 do 71% w 1H05).

Przy nieznacznie wyższych skonsolidowanych przychodach Grupa Prokom w 2Q05 zanotowała zdecydowanie wyższe zyski niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Tak duża poprawa zysków wynikała z dwóch jednorazowych wydarzeń: po pierwsze, zwrot zryczałtowanego podatku dochodowego w Softbank SA (11,3 mln PLN już na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych), po drugie, rozwiązanie rezerwy utworzonej na zobowiązanie podatkowe przez jednostkę dominującą (2,9 mln PLN). Warto wspomnieć, że wynik netto zanotowany w drugim kwartale zeszłego roku obciążony był w znacznej części aktualizacją wyceny aktywów finansowych (Ster-Projekt), co zwiększyło koszty finansowe o ponad 20 mln PLN.

W ujęciu półrocznym sytuacja wygląda podobnie. Przy prawie niezmiennych przychodach (spadek o 2% r/r) zyski na wszystkich poziomach znacznie się poprawiły, przede wszystkim dzięki dobrym wynikom drugiego kwartału.

Lepsza druga połowa 2005

W drugiej połowie roku spodziewamy się znaczącej poprawy wyników Prokomu, zarówno na poziomie jednostkowym, jak też skonsolidowanym. Na lepsze wyniki jednostkowe wpływ będą miały nowo podpisane umowy m.in. z PZU, ZUS i Poczta Polska (jako podwykonawca Postdaty), których efekty będą widoczne już w trzecim kwartale tego roku. Dodatkowo zapowiadane oszczędności, szacowane przez spółkę na 80 mln PLN rocznie (co daje ok. 40 mln PLN w 2005r.), istotnie poprawią osiąganą rentowność.

Na poziomie skonsolidowanym, spodziewamy się dalszego pozytywnego wkładu ze strony Grupy Softbanku (choć nie oczekujemy kolejnych, tak spektakularnych, jednorazowych zysków), ABG Ster-Projekt oraz Compu Warszawa.

Nowy zarząd

W dniu 3 sierpnia 2005 roku Rada Nadzorcza powołała w skład Zarządu Prokom Software S.A. na kolejne indywidualne kadencje dotychczasowych Członków Zarządu Spółki: Jarosława Chudziaka, Tadeusza Dyrę, Piotra Mondalskiego, Krzysztofa Kardasia i Macieja Wantke. W związ-

Sektor IT

ku z trwaniem kadencji, w składzie Zarządu Prokom Software S.A. pozostają: Ryszard Krauze, Dariusz Górka i Marek Mondalski. Ponadto Rada Nadzorcza powołała nowego Członka Zarządu - Grzegorza Maciąga. Z Zarządu Spółki odeszli B. Stelmach, K. Wilski oraz T. Kij. Zarząd zmniejszył się z 11 do 9 osób, a jego skład – według komunikatu Spółki - odpowiada aktualnej strukturze organizacyjnej Spółki i obowiązkom związanym z zarządzaniem Grupą Kapitałową.

Próba powrotu do przetargu na system ochrony granic

Konsorcjum Prokomu Software oraz dwa inne konsorcja, niedopuszczone ze względów formalnych do przetargu na system ochrony granicy wschodniej wart 220 mln PLN, odwołały się od tej decyzji do sądu.

Po pierwszym etapie z 12 oferentów w przetargu pozostał jedynie Computerland. Po proteście Emaxu, został on decyzją UZP przywrócony do przetargu. Nie wykluczaliśmy wówczas kolejnych protestów ze strony innych oferentów, których oferty zostały odrzucone. Protesty wspomnianych trzech konsorcjów mają być rozpatrzone do końca listopada. Straż Graniczna planuje podpisanie umowy do końca tego roku, co biorąc pod uwagę powyższe protesty, jest naszym zdaniem niewykonalne.

Kierunek: Europa Wschodnia

Prokom poinformował o zakupie 50% akcji w litewskiej firmie IT UAB "Informaciniu projektu sistemas", specjalizującej się w rozwiązaniach informatycznych dla sektora ubezpieczeniowego. Spółka jest liderem na tym rynku w krajach bałtyckich. Wartość umowy wyniosła ok. 3,5 mln PLN.

Prokom kontynuuje ekspansję poza granicami kraju. Naszym zdaniem jest to krok w dobrym kierunku. Dzięki temu zakupowi Prokom chce zbudować bazę do dalszej ekspansji w Europie Wschodniej. Z powodu braku informacji o wynikach litewskiej spółki nie odnosimy się do kwoty, jaką Prokom wydał na kupno.

Wyniki ABG Ster-Projekt

Spółka opublikowała sprawozdanie finansowe, w tym rachunek zysków i strat za półrocze 2005 i 2 kwartał 2005 roku spółki ABG S.A. (przed połączeniem). Po sześciu miesiącach 2005 roku przychody wyniosły 34,5 mln PLN, a zysk netto 6,7 mln PLN, co daje marżę netto na poziomie 19,5%. Przychody i zyski dotyczą działalności kontynuowanej.

Połączenie ABG SA i Ster-Projektu zdecydowanie zmieni sprawozdania finansowe nowej spółki. Rachunek zysków i strat pro forma za 1H05, pokazujący wyniki ABG Ster-Projekt, jakie zostałyby osiągnięte, gdyby połączenie nastąpiło 1 stycznia 2005, pokazuje 161 mln PLN przychodów, 7,2 mln PLN EBIT i 10,1 mln PLN zysku netto. Zarząd zapowiadał na cały 2005 rok przychody rzędu 300 mln PLN i zysk netto równy 20 mln PLN. Po opublikowaniu wyników za drugi kwartał nie wykluczył podniesienia prognoz.

Wyniki i zapowiedź nowej strategii Spinu

Według Parkietu, po zakończonej fiaskiem emisji akcji wartej ok. 60 mln PLN oraz gorszych niż oczekiwane wynikach za 2Q05, Spin zapowiedział zmianę strategii zakładającej m.in. ograniczenie akwizycji. Zarząd we wrześniu przedstawi nową prognozę na 2005r. W 2Q05 przychody wyniosły 37 mln PLN, zysk operacyjny 1,6 mln PLN, a zysk netto 0,5 mln PLN. Po pierwszej połowie Spin miał 63,8 mln PLN przychodów, 6,1 mln PLN zysku operacyjnego i 3,9 mln PLN zysku netto. Wcześniejsze prognozy Zarządu, zakładające osiągnięcie w 2005r. 165 mln PLN przychodów i 21 mln PLN zysku netto po 1H05 zostaną zweryfikowane. Po 1H05 spółka osiągnęła ok. 39% całorocznej prognozy przychodów i tylko 19% zysku netto. Z siedmiu planowanych przejęć, Spin sfinalizował tylko jedno (zakup Optix od Prokomu), negocjacje z pozostałymi spółkami zawieszono. Spin sfinalizował zakup 66% Optiksa za 16 mln PLN. Wartość 57% udziałów w Optiksie w księgach Prokomu wynosiła na koniec roku 0,3 mln PLN. Optix miał w 2004 roku 2 mln PLN zysku netto przy 73 mln PLN sprzedaży.

Spin twierdzi, że będzie w stanie lepiej niż Prokom wykorzystać zasoby Optiksa, tworząc w oparciu o nie centrum usług archiwizacyjnych. Póki nie zobaczymy konkretnych skutków tego przejęcia, wygląda ono jak kolejny element prowadzonej przez Prokom polityki uzyskiwania, opartej na przeprowadzonych transakcjach lub rynkowej wyceny dla swoich aktywów.

Softbank

Wyniki za 2Q05

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w 2Q05 Grupa Softbank poprawiła swoje wyniki sprzed roku. Pomimo spadku skonsolidowanych przychodów w 2Q05 o 9% r/r do 79,5 mln PLN, zyski Grupy znacząco wzrosły. Spadek sprzedaży wynika przede wszystkim z wyłączenia z konsolidacji wy-

Sektor IT

ników spółki zależnej Epsilio, sprzedanej w 4Q04, która w 2Q04 dodała ok. 7,4 mln PLN do skonsolidowanych przychodów Grupy.

Zysk operacyjny Softbanku wyniósł w 2Q05 17,5 mln PLN, a zysk netto 15,4 mln PLN. Tak wysokie zyski wynikają z zaksięgowania w 2Q05 jednorazowego zwrotu podatku dochodowego (11,3 mln PLN).

Skonsolidowane wyniki kwartalne

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	79,5	89,6	-11%	176,2	164,5	7%	530	490,7	8%
EBITDA	19,5	3,9	397%	26,3	6,8	289%	52,5	56,6	-7%
marża	24,5%	4,4%		14,9%	4,1%		9,9%	11,7%	
EBIT	17,5	0,9	1950%	22,0	1,0	2084%	42,5	45,8	-7%
Zysk brutto	16,0	-4,4	n/a	21,6	0,9	2273%	43,6	30,4	44%
Zysk netto	15,4	-3,2	n/a	20,1	1,8	1012%	43,6	36,3	20%

Źródło: Softbank, dane za 2004r. skorygowane o odpis wartości firmy

Niższa sprzedaż sprzętu, wyższa oprogramowania

Skonsolidowane przychody Softbanku spadły w 2Q05 o 9% w porównaniu do 2Q04, co jednak częściowo wynika z wyłączenia Epsilio, sprzedanego w 4Q04. Korygując przychody o ok. 7 mln PLN przychodów Epsilio w 2Q04, skonsolidowana sprzedaż praktycznie nie uległa zmianie. Na korzyść zmieniła się jej struktura, z większym udziałem oprogramowania w całkowitej sprzedaży. Spowodowane jest to wdrożeniem kolejnego etapu systemu CEPIK (głównie oprogramowanie własne) oraz dostawą oprogramowania do PKO BP. Niższa sprzedaż sprzętu w 2Q05 wynika przede wszystkim z wysokiej bazy w 2Q04, będącej efektem dużego kontraktu sprzętowego z PWPW. Mimo teoretycznej poprawy struktury w kierunku produktów o wyższej rentowności, marża brutto na sprzedaży spadła z 32% w 2Q04 do 24% w 2Q05. Niższą o ok. 10 punktów procentowych marżę brutto na towarach (12,9% w 2Q05 w stosunku do 22,5% w 2Q04) zarząd tłumaczy wysoką rentownością kontraktu z PWPW, co nie powtórzyło się w tym kwartale. Od dwóch kwartałów spada też czterokwartalna średnia krocząca marża brutto (z 25,2% w 4Q04 do 23,0% w 2Q05), co jest wynikiem spadku marż zarówno na produktach, jak i towarach. Z kolei w ujęciu półrocznym przychody Grupy wzrosły, do czego przyczynił się jednak głównie pierwszy kwartał tego roku. Przychody (skorygowane o Epsilio) wzrosły o 16% z ok. 150 mln PLN w 1H04 do 173,6 mln PLN w 1H05. W dalszym ciągu dominuje sprzedaż do sektora bankowo-finansowego, która w 1H05 stanowiła ponad 79% całkowitej sprzedaży (wzrost z 58,5% w 1H04). Spadek udziału przychodów z sektora publicznego, to ponownie efekt wysokiej bazy w 1H04 (wówczas Softbank zawarł dwa duże kontrakty z ARiMR oraz PWPW). Obecnie przeważającą część sprzedaży do administracji publicznej stanowi CEPIK.

Kolejny kontrakt z PKO BP

Spółka podpisała umowę z Bankiem PKO o wartości 37,7 mln PLN. Umowa obejmuje dostawę i wdrożenie oprogramowania oraz sprzętu komputerowego dla potrzeb eksploatacji Systemu ZORBA-3000. Zakończenie wdrożenia ma zakończyć się w pierwszej połowie 2006r. W ciągu ostatnich 12 miesięcy spółka podpisała z PKO BP umowy na łączną kwotę 50,4 mln PLN, o których dotychczas nie informowała w raportach bieżących. Do czasu zakończenia wdrożenia nowego zintegrowanego systemu IT, można spodziewać się dalszych inwestycji utrzymaniowych w obecny system.

Nowa strategia Compu Rzeszów we wrześniu

Spółka zapowiedziała ujawnienie we wrześniu swojej nowej strategii przejść, obejmującej między innymi przejście jednego z większych polskich producentów oprogramowanie, wspierającego zarządzanie przedsiębiorstwem oraz firmy informatyczne z innych krajów Europy środkowo-wschodniej. Spółka podtrzymuje plan wprowadzenia Asset Soft na warszawską GPW. Comp Rzeszów może w październiku podnieść prognozę wyników (dotychczasowa - sprzedaż 200 mln PLN, zysk netto 20-23 mln PLN).

Przejmowanie kolejnych spółek może wymagać podniesienia kapitału Compu Rzeszów. Po doświadczeniach innych spółek z grupy Prokomu z pozyskiwania kapitału, Comp Rzeszów planuje przedstawić akcjonariuszom konkretną propozycję, na co miałyby być przeznaczone środki z ewentualnej emisji.

Media

CR Media nieznacznie obniżyła (z 10,2% do 10,1%) prognozę tegorocznego wzrostu rynku reklamowego, jednocześnie podwyższając prognozę na rok przyszły z 7,1% do 10,5%. W naszych prognozach zakładamy, że rynek reklamowy w br. i przyszłym roku wzrośnie o 12%. W poprzednich latach CR Media było zwykle zbyt konserwatywne z swoich szacunkach.

Agora

Reakcja na ostrzeżenie ze spółki przed 3Q

Na konferencji z analitykami Agora przedstawiła opinię o bieżącej sytuacji w spółce i tym co może wydarzyć się w III kwartale br. Spółka zapowiedziała wzrost kosztów związany z wprowadzeniem nowych tytułów książkowych (pierwsze tytuły darmowe, akcja promocyjna) oraz zwiększonymi kosztami przygotowania nowych projektów, co wywołało nerwową reakcję inwestorów. Naszym zdaniem reakcja ta jest przesadzona. Słabszy wynik III kwartału (koszty wprowadzenia na rynek nowych tytułów książkowych) pozwoli na istotny wzrost przychodów ze sprzedaży w IV kwartale, kiedy tytuły zaczną zarabiać, co naszym zdaniem z nawiązką zniweluje słabszy wynik w III kwartale.

Kolejne spekulacje o tabloidzie

„Gazeta Prawna” pisze, że po wyborach na polskim rynku pojawi się nowy ogólnopolski dziennik. Będzie to tabloid Agory, wydawcy między innymi „Gazety Wyborczej”. Przygotowany już został zespół, w którym znaleźli się między innymi dziennikarze gazet regionalnych oraz tytułów ogólnopolskich. W tej chwili przygotowywane są próbne numery. Z informacji „Gazety Prawnej” wynika, że nowy dziennik pojawi się na rynku w nakładzie około miliona egzemplarzy. Będzie miał formułę tabloidu - dużą liczbę dynamicznych zdjęć i krótsze teksty. Ma prezentować dużo pozytywnych treści. Dziennik dodaje, że zdaniem ekspertów będzie adresowany bardziej do kobiet, a także młodszego czytelnika ze średnim, a także wyższym wykształceniem. Redaktorem naczelnym projektu ma zostać Jerzy Wójcik, obecnie redaktor naczelny bezpłatnego dziennika „Metro” wydawanego przez Agorę. Jest to spekulacja gazety, naszym zdaniem jednak bardzo prawdopodobna, o czym już pisaliśmy. Jeżeli spekulacja potwierdzi się, nieprawdopodobne jest, żeby nastąpiło przejście SuperExpressu, który najprawdopodobniej wkrótce zakończy swoją „przygodę z czytelnikami”.

Rynek prasy

Dwaj najwięksi wydawcy prasy regionalnej Polskapresse i Orkla Press Polska ruszają ze wspólną akcją marketingową. Od 6 września do 11 gazet OPP i 6 dzienników Polskapresse będą dołączane książki z kolekcji „Lektury Wszelkichczasów”. Będą sprzedawane wraz z wtorkowymi wydaniem wybranych dzienników regionalnych obu wydawnictw po 3,5zł plus cena gazety. Wspólną akcją wesprze kampania reklamowa w TVP i Polsacie, w radiu i gazetach. Zła informacja dla Agory. Biorąc pod uwagę konkurencyjną cenę, jest to akcja, która może zagrozić sprzedaży książkowej i ilościowej Gazety Wyborczej. Niebezpieczne jest również połączenie sił dwóch lokalnych konkurentów, może być sygnałem, że prasa lokalna podejmie próbę odzyskania pozycji czytelniczej, jaką straciła na rzecz pary ogólnopolskiej. Będziemy śledzić dane miesięczne o ilości sprzedanego nakładu poszczególnych tytułów i dokonywać ewentualnych korekt prognozy.

Ceny usług telekomunikacyjnych w Polsce wg OECD

Z raportu OECD wynika, że połączenia telefoniczne w Polsce (na sierpień 2004) są najdroższe spośród wszystkich krajów OECD. Jak podaje, raport ceny rozmów w telefonii stacjonarnej (LLD, DLD, ILD, F2M) są trzykrotnie wyższe niż średnia dla 30 krajów skupionych w organizacji. Jedynie rynek węgierski jest porównywalny z Polską. Naszym zdaniem raport OECD co do głównej tezy jest prawdziwy – usługi telekomunikacyjne w Polsce są nadal drogie, jednak skala problemu jest zdecydowanie zawyżona. OECD opiera swoje szacunki na bazie siły nabywczej społeczeństwa danego kraju. Stosując tę metodologię niemal wszystkie produkty czy usługi w Polsce będą droższe niż w krajach o dużo wyższym PKB *per capita*.

Rozwój UMTS i przenośność numerów

Od początku września Polkomtel przystąpi do budowy sieci UMTS w kolejnych (po Warszawie) miastach Polski. Będą to: Trójmiasto, Kraków, Katowice, Poznań i Wrocław. Polkomtel nie podał kwoty, jaką przeznaczy na rozbudowę sieci, ani liczby abonentów UMTS jaką pozyskał w Warszawie. Ponadto Prezes operatora poinformował, że operatorzy najprawdopodobniej nie zdążą do października wprowadzić systemów umożliwiających przenoszeniu numeru telefonu komórkowego przy zmianie operatora. URTiP wyznaczył w tym względzie ostateczny termin na 10 października. Rozbudowa sieci jest konsekwencją wymogów narzuconych w koncesji UMTS. Brak informacji o liczbie abonentów UMTS interpretujemy, jako niewielkie (w porówna-

Media

niu z WB czy Włochami) zainteresowanie ze strony klientów nową technologią. Kolejni operatorzy również powinni przystąpić do rozbudowy swojej infrastruktury w br. Dla Netii może oznaczać to konieczność budowy kolejnej infrastruktury na rynku, gdzie nie ma wystarczająco dużego popytu. W przypadku przenośności numerów należy oczekiwać kar nałożonych na operatorów przez URTiP.

TPSA

Rebranding

W wrześniu rusza kampania marketingowa brendu Orange. Jej koszt szacowany jest na 100 mln PLN, z czego połowę stanowią będą koszty reklamy. Ponadto operator musi dokonać zmiany wizerunku ok. 1100 punktów sprzedaży. Operator kupił już domenę orange.pl, za którą zapłacił 200 tys. Euro. Za używanie nowego brendu Centertel będzie płacił 1,6% rocznych przychodów.

Netia

Przyznanie częstotliwości

Wczoraj Netia Mobile oficjalnie pozyskała częstotliwość umożliwiającą świadczenie usług UMTS. W ciągu 14 dni spółka zapłaci 344 mln PLN za rezerwację częstotliwości. Już tu zaczynają się pierwsze problemy. Zwracamy uwagę na fakt, że rezerwacja częstotliwości obejmuje okres 1 lipca 2006 do 31 grudnia 2022, co oznacza, że sprzedaż usług nie rozpocznie się wcześniej niż w połowie przyszłego roku. Obecnie liczba abonentów (karty SIM) telefonii komórkowej przekroczyła 26 mln, co oznacza penetrację na poziomie 67%. Wg naszych szacunków, kiedy Netia Mobile za rok wejdzie na rynek powinna osiągnąć poziom 81% (31 mln abonentów). Oznacza to, że nowy operator będzie pozyskiwał abonentów o najniższym ARPU, dodatkowo konkurując z trzema dotychczasowymi operatorami, jak również należy spodziewać się, że na rynek zostaną wprowadzeni pierwsi MVNO (zwykle przy penetracji na poziomie ok. 75%). W tej sytuacji szansą dla Netii Mobile jest przejęcie klientów od dotychczasowych operatorów. Nie twierdzimy, że jest to niemożliwe, jednak Vodafone, Deutsche Telecom i Orange to co najmniej trudni przeciwnicy.

Umowa spółki Netia Mobile i planowane inwestycje

Spółka zawarła również umowę wspólników Netia Mobile. Novator kupił 70% udziałów, pozostałe 30% będzie należało do Netii. Łącznie wspólnicy zobowiązali się do wniesienia wkładów do kwoty 300 mln EURO proporcjonalnie do ich udziałów w kapitale zakładowym. Na tym etapie, poza wymienionymi powyżej wpłatami na kapitał zakładowy, Novator i Netia wpłacą łącznie 341.9 mln PLN w celu pokrycia opłaty za rezerwację częstotliwości UMTS oraz wstępnych wydatków operacyjnych. Biznes plan spółki przewiduje dalsze finansowanie operacyjnej i inwestycyjnej działalności poprzez vendor financing oraz pożyczki bankowe. Netia Mobile spodziewa się zainwestować ponad 650 milionów EURO w infrastrukturę. Z informacji zawartych w umowie i planach dotyczących inwestycji nie ma większych zaskoczeń, poza tym, że część inwestorów może być rozczarowana tym, że do spółki nie przystąpił producent sprzętu telekomunikacyjnego z Chin (wcześniejsze spekulacje). Planowane, łączne inwestycje są niższe niż pierwotne zapowiedzi (1 mld Euro), tu jednak trudno ocenić na ile wynika to z niższych kosztów zakupu infrastruktury (z pewnością częściowo spółce udało się wynegocjować korzystniejsze ceny) a na ile z jej rozległości. Należy podkreślić, że planowane inwestycje opierają się na założeniu o podpisaniu umów na roaming krajowy (mniejsze nakłady inwestycyjne, ale również niższe marże na połączeniach).

Podział władzy i regulacje wzajemnej współpracy

Netia będzie wybierała dwóch spośród pięciu członków Rady Nadzorczej. Ponadto umowa reguluje kwestie związane ze zbywaniem udziałów w spółce. Standardowo istnieje prawo pierwokupu, ponadto strony nie mogą zbyć posiadanych udziałów bez zgody współudziałowca przez okres trzech lat. W przypadku konfliktu Nowator ma prawo odkupu udziałów po cenie rynkowej powiększonej o 10% premię. Umowa reguluje również wzajemne relacje pomiędzy Netią a Netią Mobile (bez podania szczegółów). Wiemy jedynie, że Netia będzie wyłącznym bezpośrednim kanałem sprzedaży dla spółki ukierunkowanym na klientów biznesowych. Tu zwracamy uwagę, na fakt nieprzecenia siły Netii w relacji z klientami biznesowymi. Obecnie łączna liczba linii biznesowych w Netii to 150 tys., z czego gro stanowią podwójne kanały ISDN.



Telekomunikacja

Biznes plan zakłada

Wg Netii przyrostowe przychody z działalności w zakresie telefonii komórkowej zaksięgowane przez Netię mogą osiągnąć 100 mln PLN w pierwszym pełnym roku działalności i 400 mln PLN w roku piątym. Spółka zamierza osiągnąć 20% udziału w rynku w ciągu 10 lat. Przy pierwszym założeniu (100 mln PLN) oznacza to ok. 2% udział w rynku, w drugim ok. 6%. Szacunki te są realne, choć naszym zdaniem ambitne. Naszym zdaniem kluczowe jest tu jednak pytanie nie o przychody, które w pierwszym roku Netia Mobile na rynku (przy realizacji prognozy) będą stanowiły ok. 10% skonsolidowanych przychodów Netii, ale o rentowność przedsięwzięcia. Przypominamy, że Centertel (wspierany przez TPSA), wchodząc na rynek GSM - przy niskiej penetracji rynku, wysokich ARPU i przychodach na poziomie 1,5 mld PLN - generował blisko 700 mln PLN straty netto.

Budownictwo

Inwestycje w linie kolejowe pod znakiem zapytania?

Według informacji Rzeczypospolitej z 1 września 2005 r., projekt budżetu państwa na rok 2006 nie uwzględnia żadnych dotacji dla PKP Polskich Linii Kolejowych, przeznaczonych na modernizację sieci kolejowej. Według szacunków PKP PLK, cytowanych przez gazetę, spółka potrzebuje w 2006 roku 1 mld PLN dotacji, aby dokonać planowanych inwestycji modernizacyjnych wartości 4 mld PLN (pozostałe 3 mld PLN mają pochodzić z funduszy UE). PKP PLK szacuje swoje roczne potrzeby na inwestycje czysto odtworzeniowe na 2 mld PLN. Zmodernizowanie głównej sieci kolejowej Polski (5.000 km spośród 19.000 km zarządzanych przez PKP PLK) wymagałoby nakładów w wysokości 4 mld PLN rocznie przez najbliższych 20 lat.

Na obecnym etapie prac nad budżetem nie jest jeszcze przesądzone czy pieniądze dla PKP PLK ostatecznie w 2006 roku się nie znajdą. Alternatywą jest niewykorzystanie przez Polskę dostępnych ogromnych środków z funduszy pomocowych UE, co w naszej ocenie byłoby dużym błędem. Z tego powodu oczekujemy ostatecznie pozytywnego dla PKP PLK rozstrzygnięcia tej sprawy.

Budimex

Kukuryki niezagrożone

Spółka twierdzi, że realizacja jej kontraktu z Głównym Urzędem Ciel Białorusi na rozbudowę przejścia na granicy z Polską nie jest zagrożona, choć wymaga uzyskania kolejnych zgód administracyjnych. Kontrakt wartości 14 mln EUR (57 mln PLN w chwili zawarcia) ma być zrealizowany do lutego 2006 roku.

Skoro kontrakt nie jest zagrożony, nie ma to wpływu na spółkę.

114 mln PLN za odcinek A6

Spółka zbuduje za 114 mln PLN odcinek drogi A6 Klucz-Kijewo w północno-zachodniej Polsce. Kolejny spory kontrakt, marże dla BDX zapewne niewysokie z powodu silnej konkurencji w walce o kontrakty na budowę dróg.

Konkurs ofert na remont lotniska w Modlinie

PP Porty Lotnicze rozpoczęły wybór wykonawcy remontu pasa startowego lotniska w Modlinie koło Warszawy, gdzie ma powstać lotnisko dla tanich linii lotniczych. Szacowany koszt to 95 mln PLN. Budimex będzie jednym z głównych konkurentów w walce o ten kontrakt. Termin realizacji - połowa 2006 roku.

Mimo niezbyt dużego grona spółek mających referencje z podobnych projektów w Polsce (kilka podmiotów), nie należy spodziewać się dużych marż na tego rodzaju kontrakcie.

Echo Investment

Fundusze zagraniczne kupują polskie centra handlowe i biurowce

Według Parkietu, cytującego Jones Lang LaSalle, wartość transakcji nieruchomościami komercyjnymi w Polsce sięgnęła 1,2 mld EUR od stycznia do lipca 2005 r. W całym roku cytowany przez Parkiet DZT spodziewa się transakcji wartości 2,5-2,8 mld EUR. W 2004 roku było to 0,9 mld EUR.

Od wejścia Polski do UE zmalało ryzyko inwestowania w nieruchomości komercyjne w Polsce, co wywołało wzrost zainteresowania ze strony zagranicznych funduszy specjalizujących się w takich inwestycjach. Dobra wiadomość dla deweloperów nieruchomości komercyjnych (GTC, Echo).

Elektrobudowa

Dokapitalizowanie Kruelty

Elektrobudowa kwotą 3,4 mln PLN dokapitalizuje spółkę zależną Kruelta, wspólne przedsięwzięcie z rosyjskim producentem elementów rozdzielnic Tawridą i utrzyma pięćdziesięciojedno-procentowy udział w jej kapitale.

Dotychczasowa sprzedaż produktów Elektrobudowy na rynku rosyjskim odbywała się za pośrednictwem spółki Kruelta, w której Elektrobudowa ma 51%, a rosyjska firma Tawrida 49% udziałów. Rozdzielnice są w znacznym stopniu produkowane w konińskim zakładzie Elektrobudowy, ich końcowego montażu (z użyciem przełączników produkcji Tawridy) dokonuje się w Rosji i stamtąd wysyła sprzęt do klientów. Elektrobudowa określa dotychczasową swoją obec-

Budownictwo

ność na rynku rosyjskim jako badanie warunków tam panujących i stabilności poziomu zamówień. Znaczny czas zajęło też samo przygotowanie produktów na rynek rosyjski (inne niż w Polsce wymogi techniczne i oczekiwania klientów, konieczność uzyskania rosyjskich certyfikatów, przygotowanie dokumentacji i katalogów w języku rosyjskim). Produkty Kruelty są oferowane w sieci sprzedaży Tawridy w całej Rosji (22 centra techniczno-handlowe) oraz wystawiane na targach i konferencjach branżowych obok produktów Tawridy. Udział w targach w małym stopniu obciąża Elektrobudowę i Krueltę, a w większości jest ponoszony przez Tawridę, która dołącza produkty Kruelty do wystawianych na tych samych targach własnych produktów. W tej chwili, po dwóch i pół roku działania w Rosji, Elektrobudowa ma już stabilny strumień zamówień z tego kraju. Wobec ograniczonych mocy produkcyjnych konińskiego zakładu produkcyjnego Elektrobudowy oraz z powodu konieczności skrócenia czasu od zamówienia do dostawy, spółka planuje budowę w Rosji wytwórni rozdzielnic. Wytwórnia ta zostanie zbudowana przez istniejącą spółkę Kruelta kosztem rzędu 10 mln PLN. Jedna trzecia kosztu inwestycji będzie pokryta z kredytu, pozostała część z podniesienia kapitału Kruelty przez dotychczasowych wspólników w proporcji do posiadanych obecnie udziałów. Gotówkowy wkład Elektrobudowy w stworzenie nowej fabryki to 3,4 mln PLN. Oceniamy, że kwota ta nie przekracza możliwości finansowych Elektrobudowy.

Rozdzielnice produkcji spółki Elektrobudowa są sprzedawane w Rosji głównie firmom z sektora naftowego. Spółka twierdzi, że ma dobrą pozycję dostawcy obecnego operatora złóż Jukosu, startuje też w wielu przetargach na dostawy o wartości rzędu kilku mln USD. Oprócz tego, wspólnie z Polimeksem, Elektrobudowa startuje w przetargu na realizację nieujawnionej, wielkiej inwestycji przemysłowej, która byłaby dla samej Elektrobudowy źródłem jednego z większych w historii spółki zleceń. W ocenie Elektrobudowy jej sprzedaż eksportowa rozdzielnic, w tym roku planowana na 25 mln PLN, może w dalszej przyszłości sięgnąć 50 mln PLN.

Nasza wiedza o rosyjskim rynku rozdzielnic jest zbyt mała, aby oceniać szanse powodzenia planowanej inwestycji Elektrobudowy. Inwestycja w fabrykę rozdzielnic będzie jednak już kolejnym etapem wchodzenia spółki na ten rynek, poprzedzony rozpoznaniem go przy bardzo ograniczonym zaangażowaniu zasobów Elektrobudowy. Z tego powodu ryzyko związane z tą inwestycją wydaje nam się niezbyt duże.

Oprócz sprzedaży produktów do Rosji, Elektrobudowa eksportuje swoje rozdzielnice na Białoruś, gdzie osiąga sprzedaż rzędu 2-3 mln USD rocznie.

Wzrost udziału eksportu w całkowitej sprzedaży Elektrobudowy wystawia spółkę na większe ryzyko walutowe. Kontrakty w Rosji były dotąd w większości rozliczane w USD, rośnie udział kontraktów rublowych. Mimo to pozytywnie oceniamy poszerzanie rynków zbytu spółki przy zaangażowaniu stosunkowo niewielkich środków.

Wyniki skonsolidowane ELB nieznacznie lepsze od jednostkowych

Skonsolidowane wyniki za II kwartał, uwzględniające oprócz Elektrobudowy dwie spółki, w tym rosyjską Krueltę, okazały się nieznacznie lepsze od wstępnie szacowanych przez spółkę pod koniec lipca wyników jednostkowych:

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana
Przychody	79,7	64,2	24%	124,7	102,9	21%
EBITDA	5,3	5,0	4%	4,3	5,5	-22%
marża	6,6%	7,8%		3,4%	5,3%	
EBIT	3,8	3,4	11%	1,7	2,3	-29%
Zysk brutto	4,3	2,9	45%	2,3	1,6	49%
Zysk netto	3,1	3,0	3%	1,6	1,1	53%

Źródła: Spółka, obliczenia DI BRE Banku, skonsolidowane, MSR, IIQ - drugi kwartał, IH - pierwsza połowa

Wyniki te są zgodne z naszymi oczekiwaniami i nie powodują konieczności zmiany naszej prognozy.

Centrum handlowe za 11,6 mln PLN

Spółka zbuduje w ciągu 7 miesięcy centrum handlowe dla Junimeksu za 11,6 mln PLN. Elektrobudowa uzyskuje zazwyczaj niskie marże na tego rodzaju kontraktach na standardowe prace budowlane.

Budownictwo

Polimex-Mostostal Siedlce

Naftoremont ma umowę z Lotosem na 5 mln PLN

Spółka zależna ZREW, Naftoremont, podpisała umowę z Grupą Lotos na prace elektryczne, mechaniczne i budowlane przy budowie nowej instalacji słodzenia ropy. Wartość umowy to 4,9 mln PLN.

Polimex spodziewał się kolejnych kontraktów z Lotosem, a Naftoremont jest w Grupie Polimeksu głównym wykonawcą prac na rzecz Rafinerii Gdańskiej, dlatego naszym zdaniem informacja ta jest potwierdzeniem, na razie bardzo skromnym, zapowiedzi Polimeksu.

Możliwe przejęcie PRInż przez podwyższenie jego kapitału

Puls Biznesu podaje, że Polimex może objąć akcje nowej emisji PRInż wartości około 20 mln PLN i dające ponad sześćdziesięcioprocentowy udział w kapitale, aby w ten sposób przejąć nad nim kontrolę. Zdaniem gazety, rozwiązanie to jest popierane przez NCC, jednego z głównych akcjonariuszy PRInż, posiadającego 48% akcji.

Polimex cały czas twierdzi, że zainteresowany jest przejęciem PRInż tylko w sytuacji, gdy da mu to pełną kontrolę nad spółką. Możliwość objęcia przez Polimex akcji nowej emisji nie zmienia faktu, że dla uniknięcia długotrwałych sporów sądowych do transakcji takiej konieczna jest zgoda trzech obecnych akcjonariuszy (oprócz NCC także Mostostalu Zabrze i BGŻ).

Wysoka sprzedaż, lepsze niż rok temu zyski PXM

Wyniki Polimeksu okazały się znacznie lepsze od osiągniętych rok temu, mimo silniejszego złota i wyższych cen stali. Tabela poniżej pokazuje wyniki tegoroczne w zestawieniu z zeszłorocznymi wynikami pro forma, czyli takimi, jakie osiągnęłaby Grupa Polimeksu-Mostostalu Siedlce, gdyby do połączenia Polimeksu z Mostostalem doszło przed 1 stycznia 2004 roku. Po pierwszym półroczu wyniki Polimeksu przekraczają nasze szacunki o 10 mln PLN na poziomie zysku operacyjnego i o 5 mln PLN na poziomie zysku netto.

(mln PLN)	IH2005P	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	779,3	814,6	648,0	26%	1805,9	1706,2	6%
EBITDA	45,5	54,1	49,0	10%	99,7	104,8	-5%
marża	5,8%	6,6%	7,6%		5,5%	6,1%	
EBIT	29,7	39,7	34,0	17%	67,4	72,6	-7%
Zysk brutto	24,9	37,8	27,4	38%	59,7	64,1	-7%
Zysk netto	17,0	22,4	17,7	27%	41,9	45,7	-8%

Źródła: Spółka, skonsolidowane, MSR, 2004 - skonsolidowane pro forma tak, jakby do połączenia Polimeksu z Mostostalem doszło przed 1 stycznia 2004 r., P - prognoza DI BRE Banku

Sprzedaż i marże PXM powyżej naszych oczekiwań

Sprzedaż Polimeksu była w I połowie 2005 r. wyższa od prognozowanej przez nas o 5%, a zysk EBITDA - o 19%. W stosunku do skonsolidowanego pro forma wyniku I połowy 2004 roku Grupa Polimeksu odnotowała bardzo dużą poprawę. Spółce najwyraźniej nie szkodzi znacznie mniej korzystny niż w I połowie 2004 roku kurs złota do euro (średni kurs w I połowie 2005 roku to 4,08 PLN/EUR, wobec 4,73 rok temu).

Marże uzyskane przez Grupę Polimeksu-Mostostalu Siedlce w I połowie 2005 roku były w 3 spośród 4 podstawowych segmentów działalności (poza energetyką) wyższe niż w 2004 roku, a w segmentach chemii i produkcji lepsze od osiąganych w 2003 roku, kiedy kurs euro był znacznie wyższy niż w I połowie 2005 r.

Stopa zysku brutto na sprzedaży z podziałem na segmenty działalności PXM

	IH2005	2005P	2004	2003
Średnia	13,1%	11,8%	11,6%	14,4%
Chemia	13,3%	7,8%	10,9%	12,7%
Energetyka	10,7%	8,8%	10,9%	13,0%
Budownictwo	6,8%	10,6%	5,1%	13,6%
Produkcja	22,8%	15,7%	23,2%	21,0%

Źródła: Spółka, skonsolidowane, MSR, 2004 - skonsolidowane pro forma tak, jakby do połączenia Polimeksu z Mostostalem doszło przed 1 stycznia 2004 r., 2003 i 2005P - szacunki i prognoza DI BRE Banku oparte na nieco innym podziale na branże

Uważamy, że poziom marż osiąganych przez Grupę Polimeksu w pierwszej połowie roku może świadczyć o większej niż dotąd zakładaliśmy odporności wyników spółki na zmiany kursu euro do złota w dłuższym terminie. Szczególnie poziom marż w produkcji i petrochemii, czyli segmentach o stosunkowo dużym udziale eksportu, wskazuje na znaczną zdolność Polimeksu

Budownictwo

przenoszenia na klientów niekorzystnych zmian kursowych w dłuższym terminie. Bardzo do-
brym marżom na produkcji sprzyjał spadek cen stali.

Poprawa wyników mimo 6 mln PLN prawdopodobnie odwracalnych odpisów

Spółka dokonała odpisów 4 mln PLN należności z tytułu kontraktu „Opolanin”, gdzie zabezpie-
czenia są w ocenie spółki bardzo pewne oraz 2 mln PLN należności libijskich, które w dotych-
czasowej historii Polimeksu zawsze były wcześniej czy później spłacane. Pozytywny wpływ
zdarzeń o charakterze niepowtarzalnym w II kwartale wyniósł 5,8 mln PLN (spłata należności
od dwóch firm niemieckich oraz sprzedaż udziałów Baumann-Mostostalu i akcji Naftobudowy).

Solidny portfel zamówień

Wartość portfela na rok 2005 (łącznie z już zrealizowaną sprzedażą) wynosiła na 30 czerwca
2005 r. 1,4 mld PLN, na rok 2006 było to 0,8 mld PLN, a na rok 2007 0,4 mld PLN. Nie mamy
danych o wielkości tego portfela na bazie pro forma rok temu, według ocen spółki był on znacz-
nie mniejszy.

Dobre perspektywy segmentu energetyki

Grupa Polimeksu kończy prace w Elektrociepłowni Żerań. Spółka złożyła ofertę na moderniza-
cję wydziału produktów węglapochodnych w Koksowni Przyjaźń (szacowana wartość rzędu
400 mln PLN), startuje też w kilku innych przetargach. Prace w Koksowni Przyjaźń w ramach
już zawartego kontraktu na budowę nowej baterii koksowniczej stabilizują sytuację tego seg-
mentu działalności Polimeksu.

Ważny segment działalności Grupy Polimeksu w energetyce to tradycyjny obszar specjalizacji
ZREW – remonty w energetyce wytwórczej w Polsce. W ocenie ZREW popyt na usługi w tym
segmencie rośnie stopniowo, ZREW wobec pełnego wykorzystania mocy zatrudnia i szkoli
nowych pracowników (będą oni produktywni dopiero w 2006 roku). Portfel zamówień ZREW w
tej części działalności jest dziś większy niż rok temu. Zbliżone do ubiegłorocznych mają nato-
miast być marże ZREW z tego rodzaju działalności w 2005 roku.

Sprzedaż usług serwisu przemysłowego stanowi dziś około 30% całkowitej sprzedaży Grupy
ZREW. Od 9 miesięcy, kiedy poprzednio rozmawialiśmy ze spółką, nie zdobyła ona nowych
kontraktów tego rodzaju. W tej chwili negocjowanych jest kilka takich kontraktów, być może
któryś zostanie sfinalizowany przed końcem 2005 roku. Umowy na świadczenie serwisu prze-
mysłowego są zawierane na wiele lat (typowy czas to 10 lat) i mają wbudowany mechanizm
obniżania się opłaty za usługi w początkowym okresie umowy do poziomu znacznie niższego
od kosztów ponoszonych przez klienta, w sytuacji realizacji tych samych funkcji własnymi siła-
mi. Świadczenie usług na takich zasadach może być dla ZREW opłacalne, jeśli jest on w stanie
znacznie obniżyć koszty w stosunku do stanu, kiedy klient sam wykonywał zlecane teraz prace,
lub kiedy z tych samych zasobów jest w stanie wytworzyć znacznie wyższą sprzedaż.

Sprzedaż usług remontowych poza Polską pozostaje mniej znaczącą częścią działalności
ZREW. Barię rozwoju tego rodzaju działalności, mimo przewagi kosztowej, jest niższe zaufa-
nie do ZREW niż do zadowolonych na tamtych rynkach usługodawców. Oczekiwana w 2005
roku sprzedaż eksportowa usług remontowych będzie rzędu 20 mln PLN.

Drugim marginalnym rodzajem działalności ZREW jest remontowanie i budowa transformato-
rów. Wbrew ocenom sprzed 9 miesięcy, kiedy spółka oceniała ten rynek jako mało perspekty-
wiczny, w 2005 roku sprzedaż będzie znacznie wyższa niż rok temu. W ocenie ZREW powo-
dem będzie wycofanie się jednego z dostawców transformatorów z rynku polskiego.

Także sytuacja Sefako jest według informacji Polimeksu dobra: spółka ta zrealizowała w I po-
łowie roku ponad połowę rocznego planu sprzedaży i 3/4 rocznego planu zysku netto. Wykorzy-
stanie mocy produkcyjnych jest prawie stuprocentowe.

Chemia – Polimex stara się o Lotos

Polimex będzie ubiegał się o udział w realizacji ogromnego programu modernizacyjnego Grupy
Lotos, ma nadzieję na wykonawstwo 2 dużych zbiorników paliwowych dla PKN Orlen i będzie
startował jako członek konsorcjum w bardzo dużym przetargu na modernizację jednej z więk-
szych rafinerii Lukoilu.

W III kwartale oczekiwane jest zakończenie przez Biprokwas prac wartości 20 mln PLN w irań-
skich zakładach chemicznych.

Produkcja wyrobów stalowych dla budownictwa - konieczna rozbudowa mocy

Polimex w pełni wykorzystuje moce siedleckiej ocynkowni i dla dalszego powiększania sprze-

Budownictwo

daży planuje kilka działań: przeniesienie części produkcji (krat) na Ukrainę, budowę w ciągu 2 lat nowej ocynkowni na Śląsku (jeśli dojdzie do przejęcia Gazobudowy to na jej terenie) i rozbudowę mocy produkcyjnych w samych Siedlcach (w 2006 roku). Stopniowo rośnie też wykorzystanie mocy w ocynkowni w Dębicy.

Dzięki bardzo dobrym marżom i wysokiej sprzedaży, zyski działu produkcji osiągnięte w I półroczu przewyższają planowane przez Polimex na cały rok 2005.

Budownictwo - tylko większe zlecenia

Spółka zmieniła politykę pozyskiwania zleceń dla segmentu budownictwa, ograniczając się do projektów o wartości co najmniej 20 mln PLN. Celem tej zmiany jest poprawa marż i ograniczenie ryzyka zarządzania wielką liczbą kontraktów.

Cele do przejęcia: Gazobudowa i PRInż

W Gazobudowie pozostał do wynegocjowania pakiet socjalny. W ocenie spółki wstępne żądania związków zawodowych są bardzo wygórowane. Nie sposób ocenić, ile mogą potrwać negocjacje.

W PRInż trwa konflikt między obecnymi głównymi akcjonariuszami. Polimex dokonał już pełnej oceny sytuacji PRInż, ma wieloletni plan jego rozwoju i obecnie ocenia to przejęcie jako dość bezpieczną transakcję. W ocenie Polimeksu, marże brutto uzyskiwane przez PRInż w budownictwie drogowym nie są tak złe, jak marże Budimeksu z tego rodzaju działalności.

Metale

Grupa Kęty

Czynniki makro a wyniki

Czynniki makroekonomiczne nie sprzyjają spółce. Umocnienie złotego w stosunku do Euro obniża rentowność eksportu i wywiera wpływ na wzrost importu produktów z Niemiec. Wyższe ceny aluminium obniżają marżę EBITDA. Z informacji przekazanych przez Zarząd wynika, że obecne osłabienie Euro w stosunku do złotego nie wpłynęło jeszcze na obniżkę złotych cen produktów na rynku krajowym. Może to nastąpić, jeśli obecna relacja kursów utrzyma się przez kilka tygodni. W pierwszych dwóch miesiącach III kwartału po stronie kosztowej nastąpił wzrost średniej złotowej ceny zakupu aluminium, chociaż osłabienie USD pod koniec miesiąca sprowadziło wspomnianą cenę do średniego poziomu z I i II kwartału, co jest oczywiście korzystne dla spółki. Czynniki związane z zakupem aluminium przekłada się na wyniki Kęt z dwumiesięcznym opóźnieniem.

Pozytywny wpływ na kurs może mieć zamknięcie którejs z zapowiadanych akwizycji. Zarząd zapowiadał, że finalizacja dwóch projektów może nastąpić we wrześniu. Jak dotąd spółka dokonywała przejęć kreujących wartość dla akcjonariuszy.

Czynniki makroekonomiczne wpływające na wyniki spółki

	2005				2004	
	IQ	IIQ	lip/sier (avg)	obecnie	IQ	IIQ
PLN/USD	3,07	3,27	3,35	3,18	3,8	3,9
Aluminium (USD)	1 898	1 795	1 823	1 847	1 656	1 695
Aluminium (PLN)	5 831	5 875	6 105	5 873	6 328	6 597
PLN/EURO	4,03	4,13	4,07	3,97	4,8	4,7
EURO/USD	1,31	1,26	1,21	1,25	1,25	1,21

Źródło: LME, NBP

KGHM

Nowy budżet

KGHM podwyższył prognozę tegorocznego zysku netto do 1,92 mln PLN (poprzednia prognoza: 943 mln PLN) a przychodów do 7,22 mld (poprzednia prognoza: 5,94 mld PLN). Ponadto zarząd zadeklarował, że corocznie będzie rekomendował wypłatę do 30% zysku netto, jeżeli nie nastąpią „nieprzewidziane okoliczności”. Informacje te interpretujemy jako neutralne. Na poziomie przychodów nowa prognoza zarządu jest zbieżna z prognoza DI BRE. Spółka zakłada wypracowanie o 89 mln PLN wyższego zysku netto, co w głównej mierze wynika z wyższego jednostkowego kosztu produkcji, założonego przez nas w modelu.

Spółka przedstawiła również prognozy dotyczące przyszłych wydatków inwestycyjnych i cen miedzi. W 2006 roku KGHM szacuje, że średnioroczna cena miedzi będzie o 17% niższa niż w br. W ciągu dwóch lat inwestycje wzrosną z 660 mln PLN do 986 mln PLN. Naszym zdaniem ogłoszona polityka dywidendowa spółki może rozczerowywać. Oznacza ona, że po rekordowym roku 2005 inwestorzy mogą liczyć, na dywidendę w maksymalnej wysokości 576 mln PLN, podczas gdy spółka już dziś nie ma zadłużenia. Szerszy komentarz do prognozy zamieścimy do dokładnym przeanalizowaniu prezentowanych danych.

Szczegółowe założenia dotyczące budżetu i prognozy DI BRE

	stara prognoza	nowa prognoza	prognoza DI BRE
Przychody (mln PLN)	5936	7217	7212
Wynik netto (mln PLN)	943	1920	1831
Średnioroczna cena miedzi (USD/t)	2550	3200	3181*
Średnioroczna cena srebra (USD/kg)	187	222	251
Średnioroczny kurs USD/PLN	3,3	3,3	3,2
Produkcja miedzi (tys. ton)	552	552	542
Produkcja srebra (t)	1219	1230	1280
Całkowity jednostkowy koszt produkcji (PLN/t)	7180	7450	7587

Źródło: DI BRE Banku SA, *cena SPOT

Metale

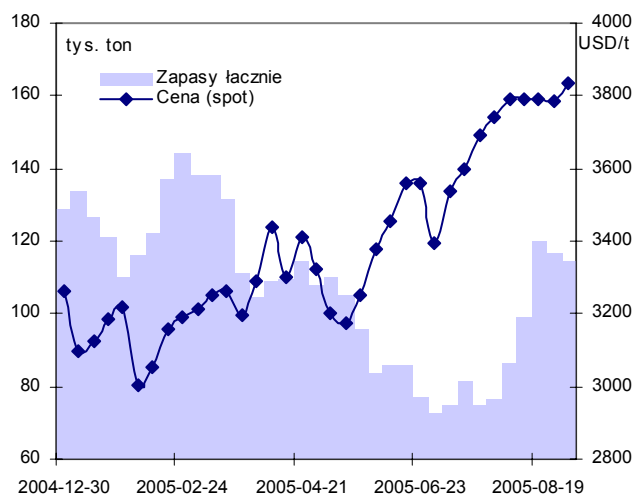
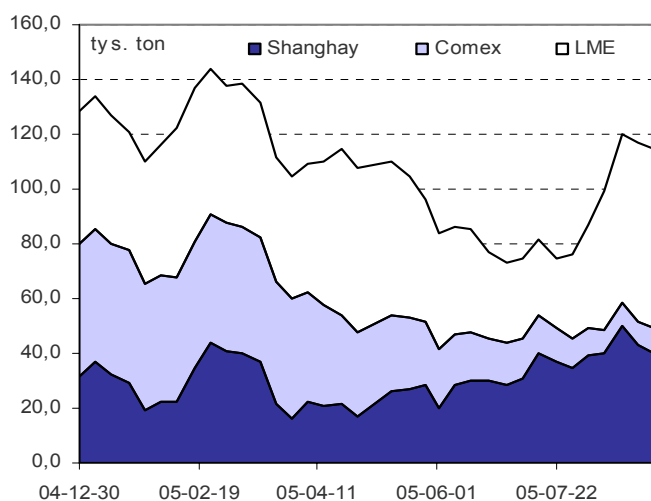
KGHM – wpływ inwestycji na obniżkę kosztów

W latach 2005-2009 spółka zainwestuje 3,95 mld PLN. Kwota ta obejmuje m.in. projekty, które pozwolą na obniżenie kosztów produkcji miedzi. Spółka podała szczegóły dotyczące trzech projektów inwestycyjnych i ich wpływie na koszty. Są to: modernizacja hut (ciągów pirotechnicznych), która pochłonie 870 mln PLN, rozbudowa mocy elektroenergetycznej (900 mln PLN) i hydrotransport (150 mln PLN). Łączne inwestycje związane z wymienionymi projektami to 1,92 mld PLN. Zarząd szacuje, że oszczędności jakie powstaną w efekcie dokonanych inwestycji to łącznie 150 mln PLN. Po uwzględnieniu wielkości sprzedaży miedzi daje to 273 PLN na tonę wyprodukowanego metalu. Stanowi to 3,6% jednostkowego kosztu produkcji miedzi, jaki spółka prognozuje na rok 2005. Wielkość ta stanowi równowartość wpływu na koszt jednostkowy podwyżek płac tylko w roku 2005. Oznacza to również, że przy corocznej podwyżce płac o 2,5%, po czterech latach efekt kosztowy inwestycji zostanie pochłonięty przez pracowników – jeżeli nie nastąpi w spółce zmiana polityki dotyczącej zatrudnienia i systemów wynagrodzeń.

Sytuacja na rynku miedzi

W sierpniu zapasy na trzech najważniejszych giełdach surowcowych wzrosły o 38,2 tys. ton, głównie za sprawą wzrostu na LME (+34,6 tys. ton). Przełom sierpnia i września przyniósł już jednak spadek zapasów -5,4 tys. w ciągu dwóch tygodni, co może oznaczać, że wcześniejszy wzrost był efektem sezonowości popytu. W dalszym ciągu – przy słabym popycie w skali światowej – podaż czerwonego metalu zaskakuje swoją słabością w stosunku do wcześniejszych prognoz. W lipcu Chile dostarczyło na rynek o 12% mniej miedzi niż przed rokiem, co w dużej mierze było efektem trzęsienia ziemi jak również strajków. W dalszym ciągu nie zakończył się strajk górników w kopalniach Asarco. W sierpniu średnia cena miedzi w kontraktach trzymiesięcznych wyniosła 3 485 USD/t, tj. była o 8,5% wyższa niż w II kwartale. Od początku roku średnia cena miedzi (3M) wynosi 3 253 USD/t.

Poziom zapasów miedzi na giełdach: COMEX, LME, Szanghaj a cena miedzi (spot) na LME



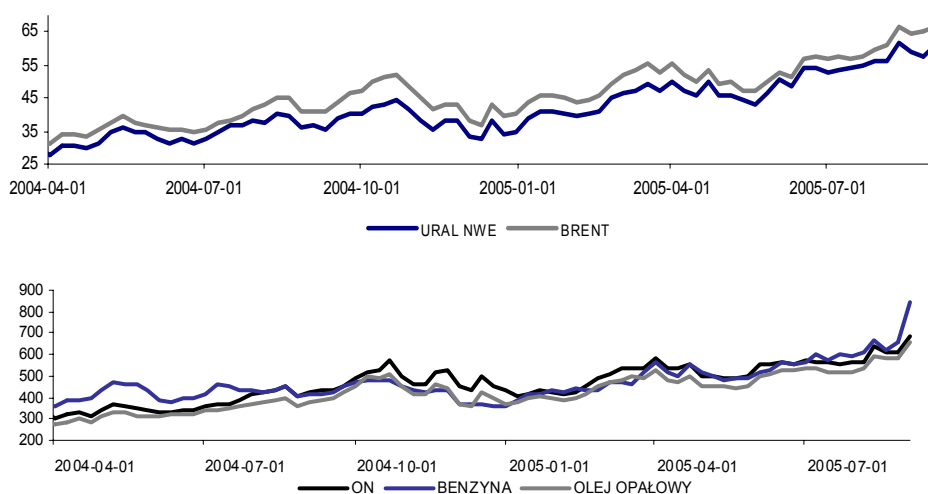
Źródło: LME, COMEX, SME

Chemia

Sektor rafineryjny

Ubiegły miesiąc był kolejnym okresem rekordowych cen ropy. Na początku września za baryłkę ropy Brent trzeba było zapłacić ponad 66 USD. Korzystnie dla rafinerii z naszego regionu wzrost cen rosyjskiej ropy Ural był znacznie niższy, dzięki czemu dyferencjał znacznie wzrósł przekraczając poziom 6 USD/bbl. Silny wzrost cen benzyny w ostatnim tygodniu jest konsekwencją huraganów nad zatoką Meksykańską i niższej podaży tego paliwa na rynku amerykańskim. Naszym zdaniem jest to jedynie sytuacja przejściowa, wynikająca ze znacznego niedopasowania podaży i popytu paliw. W długim okresie spodziewamy się cen benzyny na poziomie 400 USD/tona przy cenie ropy Brent 40 USD/bbl.

Ceny ropy naftowej (USD/bbl) i produktów rafineryjnych (USD/tona)



Źródło: Bloomberg

PKN Orlen

Wyniki drugiego kwartału

Wolumen przerobu ropy naftowej w drugim kwartale bieżącego roku utrzymał się na poziomie zbliżonym do roku uprzedniego, czyli nieznacznie powyżej 3 mln ton. Jest to mniej niż w pierwszym kwartale bieżącego roku, a spadek wynika głównie z przestoju remontowego BOP. W wyniku wzrostu cen paliw oraz wciąż wysokich cen produktów petrochemicznych, przychody spółki przekroczyły poziom zarówno drugiego kwartału ubiegłego roku (7,5 mld PLN), jak i pierwszego kwartału roku bieżącego (6,8 mld PLN) osiągając poziom 8,4 mld PLN.

Skonsolidowane (bez Unipetrolu) wyniki drugiego kwartału 2005 PKN Orlen

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2 004	zmiana
Przychody	8 400,6	7473	12,4%	15 205	13813,1	10,1%	35 031,6	30565,0	14,6%
EBITDA	920,6	913,4	0,8%	2006,7	1737,9	15,5%	4 209,5	3984,0	5,7%
EBIT	640,0	586,7	9,1%	1431,3	1070,5	33,7%	2 983,6	2750,0	8,5%
marża	7,6%	7,9%	-3,0%	9,4%	7,7%	21,5%	8,5%	9,0%	-5,3%
Zysk brutto	913,0	693,0	31,7%	1682,9	1142	47,4%	2885,0	3016	-4,3%
Zysk netto	698,1	550,6	26,8%	1316,1	880,2	49,5%	2305,8	2396	-3,8%

Źródło: DI BRE Banku SA / PKN Orlen

Chemia

Spółka nieznacznie, aczkolwiek pozytywnie, zaskoczyła wynikiem EBIT w poszczególnych segmentach. W sektorze rafineryjnym kształtował się on na poziomie 800 mln PLN i był wyższy rok do roku o 38% (215 mln PLN). Także segment petrochemiczny, pomimo przestoju remontowego, wypracował zysk operacyjny w wysokości 205 mln zł. Pozytywnie zaskoczył także wynik segmentu detalicznego, na kształtujący się na poziomie 62 mln PLN.

Należy jednak podkreślić, że w przypadku wyceny zapasów metodą LIFO, wynik na poziomie EBIT byłby o 400 mln PLN niższy. Wpływ powyższego efektu był najwyższy w historii spółki, chociaż kwartalny wzrost cen ropy nie osiągnął swojego rekordu. Dodatkowo, ze względu na remont instalacji poliolefin, większość transakcji została najprawdopodobniej zawarta na początku kwartału, kiedy warunki makroekonomiczne były bardziej sprzyjające niż w pod koniec ubiegłego kwartału. Ponadto duża część wyników sektora detalicznego została wypracowana dzięki rewaluacji aktywów Orlen Deutschalnd (około 61 mln PLN).

Wynik EBIT pomniejszony został o wartość rezerwy (około 376 mln PLN), utworzonej ze względu na ewentualne problemy przy finalizacji transakcji przejęcia Unipetrolu. Eliminując wpływ utworzonej rezerwy oraz rewaluacji aktywów Orlen Deutschalnd, wypracowany wynik operacyjny osiągnąłby poziom 955 mln PLN, czyli o 102 mln PLN powyżej naszej prognozy (853 mln PLN po korekcie o udział Unipetrolu — 40 mln PLN). Różnica ta głównie spowodowana jest wyższym od prognozowanego efektem LIFO.

Negatywny wpływ wyżej opisanej rezerwy został w pewnym stopniu zbilansowany uwzględnieniem niezrealizowanego zysku (240 mln PLN) z zakupionych z dyskontem do wartości księgowej wierzytelności Unipetrolu. Spadek produkcji petrochemicznej w znacznym stopniu zrekompensowała uwzględniona w ubiegłym kwartale dywidenda z Polkomela (83 mln PLN brutto).

Podsumowując, Orlen wypracował w drugim kwartale zysk netto na poziomie 698 mln PLN, nie uwzględniając wpływu Unipetrolu, co oznacza wzrost 27% rok do roku (148 mln PLN) i jest zgodne z naszą prognozą 690 mln PLN. Pomimo znacznego wpływu zdarzeń o charakterze jednorazowym, wyniki drugiego są w naszym odczuciu dobre i przekroczyły nieznacznie nasze oczekiwania. Jednocześnie przypominamy, że podane przez PKN wyniki nie uwzględniają wpływu Unipetrolu, który od 1 czerwca 2005 podlega obowiązkowi konsolidacji metodą pełną. W naszych prognozach wpływ Unipetrolu na szacowane wyniki był relatywnie nieduży i na poziomie EBIT oraz zysku netto wynosił odpowiednio 40 mln PLN i 30 mln PLN.

Kontrola nad czeskim Unipetroleem odzyskana

W dniu 16 września PKN Orlen ponownie złożył wniosek (pierwszy został odrzucony) do czeskiej Komisji Papierów Wartościowych (KPW) o wyrażenie zgody na wezwanie na akcje Unipetrolu, Spolany i Paramo, co pozwoliłoby odzyskać kontrolę nad czeskim holdingiem. Trzydzieści dni później KPW wyraziła zgodę na przeprowadzenie wezwania na mniejszościowe akcje Unipetrolu (139CZK/akcja – 4CZK więcej niż w ofercie), Spolany (155CZK/akcja – bez zmian) i Paramo (978CZK/akcja – bez zmian), a 31 sierpnia Orlen rozpoczął skup walorów. Oznacza to, że walnym zgromadzeniu akcjonariuszy 6 września PKN będzie mógł zablokować przewidziane w agendzie niekorzystne zmiany w statucie. Informacja ta pozwoliła rynkowi usunąć z ceny akcji ryzyko, związane z utratą kontroli nad Unipetroleem.

Zmiana na stanowisku prezesa Unipetrolu

Dotychczasowy prezes Unipetrolu złożył rezygnację. Do czasu wyboru nowego prezesa na stanowisku zastępować go będzie Marek Mroczkowski (obecnie członek zarządu Unipetrolu). Zmiana prezesa była oczekiwana i nie miała wpływu na kurs.

Udział w przetargu na turecki Tupras

Konsorcjum PKN Orlen i Zorlu Holding znalazło się na krótkiej liście (wraz z konsorcjum Shell'a i Koc Holding AS oraz Indian Oil Corporation w konsorcjum z Calik Enerji Sanayii ve Ticaret AS). Wartość rynkowa kapitału tureckiego monopolisty wynosi około 3,8 mld USD, co oznacza, że zakup 51% w konsorcjum, w którym PKN posiada 50% mógłby kosztować do 1 mld USD. Tupras jest monopolistą na rynku przerobu ropy, a jego moce wynoszą 28 mln ton ropy rocznie (dwukrotnie więcej niż w PKN). Na dzień dzisiejszy PKN nie przekazał informacji o potencjalnych efektach synergii, wynikających z przejęcia, bądź korzyści z restrukturyzacji tureckiej rafinerii.

Chemia

Nowa marka dla stacji ekonomicznych

Na przełomie września i października spółka zaprezentuje nową nazwę i logo ekonomicznej sieci stacji benzynowych. Pod nowym szyldem do końca roku ma powstać kilkadziesiąt obiektów. Wprowadzenie nowej marki dla stacji o niższym standardzie i mniejszej ofercie produktowej jest spójne ze strategią wobec sektora detalicznego i ogólnym trendem w detalicznej sprzedaży paliw.

Prywatyzacja sektora chemicznego

Spółka zależna Anwil znalazła się na krótkiej liście inwestorów (razem z niemiecką PCC i szwedzką Yara) w prywatyzacji ZA Kędzierzynie i ZA Tarnów. Według spekulacji prasowych, Anwil miałby stworzyć konsorcjum ze spółką Yara, co miałyby zwiększyć wygraną w przetargu. Lepsze od zeszłorocznych wyniki obu spółek azotowych, wynikają w głównej mierze ze sprzyjających warunków makroekonomicznych. Spółki te posiadają wysokie zadłużenie wobec PGNiG (ZA Tarnów 95 mln PLN i ZA Kędzierzyn 213 mln PLN). Ze względu na brak informacji o wysokości zaplanowanych inwestycji, trudno jest ocenić długookresowy wpływ transakcji na wyniki PKN Orlen. Potencjalnymi efektami synergii byłaby integracja pionowa w segmencie operacyjnym Anwilu.

Udział w przetargu na rafinerię Możejki

Rzecznik prasowy Jukosu potwierdził zamiar sprzedaży 53% procent udziałów w litewskiej rafinerii Możejki. Zgodnie z wypowiedziami rzecznika prasowego PKN, spółka bierze udział w przetargu na rafinerię. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że przejęciem udziału Jukosa są zainteresowane także rosyjskie spółki (Lukoil oraz TMK BP), sądzimy, iż szansa Orlenu na wygranie przetargu jest niewielka.

Grupa LOTOS

Wyniki drugiego kwartału

Spółka zamknęła drugi kwartał zyskiem netto na poziomie 89 mln PLN. Niniejszy wynik nie uwzględnia zysku wypracowanego przez Petrobaltic, którego sprzedaż kolejny kwartał z rzędu została ujęta w zapasach skonsolidowanej grupy kapitałowej. Negatywny wpływ na wyniki spółki miał przestój remontowy (w rezultacie, którego moce przerobowe wzrosły do 6 mln ton ropy naftowej rocznie). Został on do pewnego stopnia zrekomensowany zdarzeniami jednorazowymi: sprzedaż udziałów w Naftoporcie oraz zwrot nadpłaconego w pierwszym kwartale podatku. Wyłączając z naszej prognozy udział Petrobaltic (oczekiwaliśmy 35 mln PLN na poziomie netto), w wyniku skonsolidowanym spółka wypracowała zysk netto o 15 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań, głównie dzięki większemu od szacowanego przez nas wpływowi wyżej wspomnianych zdarzeń o charakterze jednorazowym.

Skonsolidowane (bez Petrobaltic) wyniki drugiego kwartału 2005 Grupy Lotos

(mln PLN)	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P*	2004**	zmiana
Przychody	2 146,0	1829,2	17,3%	3 631,9	3318,8	9,4%	8 558	n/a	n/a
EBITDA	174,5	128,8	35,5%	322,2	295,5	9,0%	782	n/a	n/a
EBIT	114,2	82,9	37,8%	198,4	202,3	-1,9%	528	n/a	n/a
marża	5,3%	4,5%	17,4%	5,5%	6,1%	-10,4%	6,2%	n/a	n/a
Zysk brutto	111,8	85,0	31,5%	196,1	187,7	4,5%	554	n/a	n/a
Zysk netto	88,6	56,2	57,7%	141,3	137,0	3,1%	402	n/a	n/a

Źródło: DI BRE Banku SA / Grupa Lotos

* Prognoza uwzględnia udział Petrobaltic

** Brak danych porównywalnych

W drugim kwartale spółka przerobiła 778 tys ton ropy naftowej i jest to o 300 tys. ton mniej niż w pierwszym kwartale bieżącego roku. Wiąże się to bezpośrednio z 47 dniowym postojem remontowym, który w większości miał miejsce w ubiegłym kwartale. Brak porównywalnych danych nie pozwala nam ocenić czy struktura uzysków uległa zmianie. W drugim kwartale bieżącego roku spółka wyprodukowała: 195 tys. ton benzyny; 283,2 tys. ton oleju napędowego; 108,7 tys. ton lekkiego oleju opałowego; 44,9 tys. ton paliwa lotniczego oraz 102,8 tys. ton ciężkiego oleju opałowego. Wzrost wartości sprzedaży rok do roku o 17,3% wynika przede wszystkim ze wzrostu cen paliw, aczkolwiek w związku z przestojem wzrósł udział towarów, charakteryzujących się niższymi marżami.

Chemia

Niższe od szacowanych przez nas EBIT i EBITDA (estymowane odpowiednio na poziomie 147 mln PLN i 210 mln PLN) wynikają głównie z wyłączenia wyników Petrobaltic, którego produkcja w całości została przesunięta na zapasy Grupy Lotos i dopiero po jej przerobieniu, bądź sprzedaży w formie surowca poza grupę kapitałową, zostanie wykazana w skonsolidowanym rachunku zysków i strat. Wpływ Petrobaltic na wyniki drugiego kwartału (po wyłączeniu udziału akcjonariuszy mniejszościowych) szacujemy na poziomie 35 mln PLN.

Pozytywny wpływ na wyniki miała sprzedaż udziałów w Naftoporcie, których wartość księgowa wyniosła 7,7 mln PLN. Przychód z transakcji szacujemy na 33 mln PLN. Nadpłacony w pierwszym kwartale podatek spowodował, iż efektywna stopa podatkowa w ostatnich trzech miesiącach osiągnęła 11,7%.

Wyższa produkcja paliwa lotniczego

Spółka podpisała umowę z Naftoremontem, dotyczącą budowy instalacji Merox (rozbudowa dotychczas istniejącej), która pozwoli na zwiększenie produkcji paliwa lotniczego z 24 do 30 ton na godzinę. Ze względu na monopol Petrolotu (spółki z 51% udziałem PKN Orlen i 49% udziałem LOTu), prawie całość produkcji przeznaczona była na rynki zagraniczne. Zapowiadana demonopolizacja rynku krajowego pozwoli na wzrost sprzedaży lokalnej, charakteryzującej się wyższą marżą od eksportowej.

Zakup stacji ESSO

W raporcie z 24 sierpnia Grupa Lotos (GL) podała informację o zakupie 39 stacji benzynowych wraz z 14 nieruchomościami przeznaczonymi pod budowę nowych stacji paliw. Wartość transakcji wyniosła 278,5 mln PLN, z czego cena netto nabycia 39 stacji stanowi 250,7 mln PLN (6,4 mln PLN na stację). Dodatkowo GL zobowiązała się do zakupu aktywów bieżących. Porównując wartość transakcji z ceną zakupu stacji PKN Orlen w Niemczech, kwota zapłacona przez GL wydawać mogłaby się wysoka. Uwzględniając jednak znacznie wyższy średni roczny przelew stacji Esso, wyższe marże detaliczne w Polsce, znaczny wzrost mocy produkcyjnych GL w maju bieżącego roku (z 4,5 do 6 mln ton rocznie) oraz duże zainteresowanie zakupem stacji pozostałych sieci paliwowych, transakcja ta (choć nietania) wydaje nam się ekonomicznie uzasadniona.

Zmiana w radzie nadzorczej

Ustępującą ze stanowiska przewodniczącego rady nadzorczej Katarzynę Dawidczyk zastąpi Cezary Nowosad. Informacja została odebrana przez rynek neutralnie.

Producenci i dystrybutorzy farmaceutyków

Rynek farmaceutyków

Słaba sprzedaż leków w lipcu

Wg danych IMS Health, rynek farmaceutyczny w lipcu niemal całkowicie wyhamował wzrost i powiększył się zaledwie o 0,1% w stosunku do lipca 2004. Przełożyło się to na spadek dynamiki wzrostu rynku w pierwszych siedmiu miesiącach roku do poziomu 8,4%. Lipiec był słabym miesiącem popytu ze strony szpitali – ich zakupy spadły w stosunku do analogicznego miesiąca roku poprzedniego o 2%. Jednak w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy bieżącego roku zakupy szpitali wzrosły o 11%. Zdaniem IMS spadek zakupów ze strony szpitali jest objawem ich kryzysu finansowego.

Lipiec zazwyczaj jest słabym miesiącem pod względem sprzedaży leków, dlatego nie dziwi wynik sprzedaży w tym miesiącu. Efekt ten może być również spotęgowany wyjątkowo dużą sprzedażą w miesiącu poprzednim. Mimo słabego lipca przedstawiciele hurtowni liczą na dobrą drugą połowę roku. Z kolei sytuację finansową szpitali oceniają jako dobrą, a dalszą współpracę z tą grupą kontrahentów jako obiecującą.

Prognozy PMR dla rynku leków

Wg PMR sprzedaż leków w latach 2005-2007 będzie średnio rosła w tempie 5% rocznie, przy czym szybciej będzie rósł segment genetyków – o około 7% rocznie (o 1,5% ma rosnąć rynek leków oryginalnych). Umiarkowany wzrost ma wynikać z polityki państwa, dążącej do zmniejszenia wydatków refundacyjnych. Innego zdania jest jeden z przedstawicieli hurtowni farmaceutycznej. Jego zdaniem wejście do Unii Europejskiej i większa ochrona patentowa oraz bogacenie się społeczeństwa, otwiera w Polsce drogę do zwiększenia sprzedaży drogich preparatów innowacyjnych, a co za tym idzie wzrostu rynku w ujęciu wartościowym.

Kto oprócz szpitali zyska na cenach maksymalnych leków?

Ministerstwo Zdrowia określi maksymalne ceny dla 118 drogich medykamentów. Powyżej tej ceny firmy farmaceutyczne nie będą ich mogły sprzedawać szpitalom. Ma to obniżyć koszty szpitali o około 100 mln PLN.

Państwo zmierza w kierunku zmniejszenia wydatków na lekarstwa, czego dowodem było obniżenie na początku roku limitu refundacyjnego m.in. dla insuliny. Działania MZ są odpowiedzią na politykę cenową, stosowaną przez koncerny farmaceutyczne. Okazuje się bowiem, że niektóre preparaty z tej listy są tańsze w Niemczech czy Szwajcarii. Trudno do końca oszacować korzyści z takiego posunięcia dla dystrybutorów farmaceutyków - wydaje się jednak, iż takie posunięcie ma wydźwięk bardziej pozytywny niż negatywny. Tańszych leków sprzedaje się więcej, jednak z drugiej strony pociąga to za sobą relatywnie wyższe koszty magazynowania. Apteki osiągają na nich procentowo wyższe marże, gdyż marża w handlu detalicznym jest degresywna. Jeden z przedstawicieli hurtowni farmaceutycznej ocenia sytuację finansową niektórych szpitali na bardzo dobrą. Dodatkowo ustawa o restrukturyzacji szpitali przynosi pozytywne skutki i pozwala niektórym szpitalom odzyskać płynność finansową. Najwięcej, poza samymi szpitalami, na tym posunięciu powinny skorzystać hurtownie zaangażowane w handel ze szpitalami, czyli PGF i Farmacol.

PGF

Wyniki za II kw.

PGF negatywnie odczuł skutki restrukturyzacji i konsolidacji nowych podmiotów, dlatego w I półroczu 2005 mimo lekkiego zwiększenia marży brutto na sprzedaży, marża zysku operacyjnego spadła do poziomu 1,7% z 2,3% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Dynamika sprzedaży w I półroczu była niższa od wzrostu całego rynku. Wysoki poziom zadłużenia był przyczyną obniżania ratingu kredytowego spółki przez agencję Fitch.

W I półroczu nadal widoczne są negatywne efekty przyłączenia do grupy Aptek Polskich i Cefarmu Łódź (łącznie około 200 aptek). Na wynik bieżącego roku nadal negatywny wpływ będzie mieć konsolidacja tych podmiotów. Docelowo jednak, inwestycja powinna przynieść wzrost realizowanej marży z uwagi na to, iż marże w detalu są wyższe.

Obecnie jesteśmy w trakcie aktualizacji naszych prognoz i rekomendacji dla PGF.

Producenci i dystrybutorzy farmaceutyków

Skonsolidowane wyniki kwartalne PGF

(mln PLN)	II kw. 2005	II kw. 2004	zmiana	IH 2005	IH 2004	zmiana
Przychody	960,9	887,3	8,3%	1958,4	1818,5	7,7%
zysk brutto na sprzedaży	89,0	81,2	9,6%	183,6	168,2	9,1%
marża na sprzedaży	9,26%	9,15%		9,37%	9,25%	
EBIT	11,5	19,6	-41,3%	33,3	41,3	-19,4%
marża EBIT	1,2%	2,2%		1,7%	2,3%	
Zysk netto	9,7	13,5	-28,1%	25,9	31,4	-17,7%
marża zysku netto	1,0%	1,5%		1,3%	1,7%	

Źródło: PGF

Farmacol

Wyniki za II kw.

Spółka przedstawiła bardzo dobre skonsolidowane wyniki za II kw., co przełożyło się na poprawę wyników całego półrocza. Przez sześć pierwszych miesięcy Farmacol zwiększył sprzedaż o prawie 10%, do poziomu 1,5 mld PLN wobec 1,37 mld PLN w analogicznym okresie roku poprzedniego. Zysk netto wzrósł w tym okresie do 30,8 mln PLN wobec 25,6 mln PLN w I półroczu 2004. Marża netto wzrosła do 2,05% z 1,87% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Wzrost sprzedaży jest wyższy od wzrostu rynku, a marża utrzymuje się na wysokim poziomie (wzrosła w stosunku do I kw. 2005, który był obciążony zmianą na liście refundacyjnej). Spółka cały czas pozostaje liderem pod względem efektywności sprzedaży.

Źródło: Farmacol

Skonsolidowane wyniki kwartalne Farmacolu

(mln PLN)	II kw. 2005	II kw. 2004	zmiana	IH 2005	IH 2004	zmiana
Przychody	735,9	675,5	8,9%	1500,6	1365,8	9,9%
zysk brutto na sprzedaży	64,5	54,5	18,3%	126,0	115,3	9,3%
marża na sprzedaży	8,8%	8,1%		8,4%	8,4%	
EBIT	17,1	15,4	11,3%	36,2	32,0	13,2%
marża EBIT	2,3%	2,3%		2,4%	2,3%	
Zysk netto	15,6	13,6	15,4%	30,8	25,6	20,6%
marża zysku netto	2,1%	2,0%		2,1%	1,9%	

Obecnie jesteśmy w trakcie aktualizacji naszych prognoz i rekomendacji dla Farmacolu.

Torfarm

Wyniki za II kw.

Wyniki za II kw. okazały się nieco gorsze na poziomie przychodów i lepsze na poziomie zysku netto od naszych oczekiwań. Różnica na przychodach wynika w głównej mierze ze zmiany zasad prezentacji bonusów otrzymanych od dostawców i udzielonych odbiorcom. Po ujednoliceniu danych, spółka zanotowała wzrost sprzedaży w II kw. 2005 o prawie 18% względem analogicznego okresu roku poprzedniego, a w ujęciu półrocznym wzrost sięgnął 20%. Dodatkowo, spółka zwiększyła w II kw. zrealizowaną marżę zysku netto do poziomu 0,83%.

Zmiana zasad prezentacji premii i bonusów

Począwszy od II kwartału 2005 nastąpiła zmiana zasad prezentacji premii i bonusów pieniężnych otrzymanych od dostawców i udzielonych odbiorcom. Obecnie pomniejszają one odpowiednio wartość sprzedanych towarów i materiałów oraz przychody ze sprzedaży towarów i materiałów podstawowej działalności operacyjnej. Poprzednio wykazywano je w pozostałej działalności operacyjnej. Zmiana ta ma wpływ na wskaźnik rentowności brutto/netto sprzedaży, jednak pozostaje bez wpływu na wynik finansowy netto i na kapitał własny.

Producenci i dystrybutorzy farmaceutyków

Poniżej przedstawiamy dane za II kw. 2005 wraz ze skorygowanymi dla potrzeb prezentacji danymi z analogicznego okresu roku poprzedniego.

Wyniki kwartalne Torfarmu

(mln PLN)	II kw. 2005	II kw. 2004	zmiana	IH 2005	IH 2004	zmiana
Przychody	346,6	294,3	17,8%	711,3	590,1	20,5%
zysk brutto na sprzedaży	22,4	16,8	33,5%	43,0	34,1	26,0%
marża na sprzedaży	6,5%	5,7%		6,0%	5,8%	
EBIT	1,7	1,2	46,4%	2,8	3,8	-26,8%
marża EBIT	0,49%	0,39%		0,39%	0,64%	
Zysk netto	2,9	1,6	83,2%	4,2	4,1	1,8%
marża zysku netto	0,83%	0,54%		0,59%	0,70%	

Źródło: Torfarm

Większa sprzedaż i wyższa rentowność

Spółka osiągnęła wzrost marży brutto na sprzedaży w II kw. 2005 do poziomu 6,5% (5,7% w analogicznym okresie roku poprzedniego) po zanotowaniu niższej marży w I kw. w związku ze zmianami na liście refundacyjnej. Dzięki temu udało się zwiększyć marżę w całym I półroczu do poziomu 6%.

Niższy zysk na poziomie operacyjnym od wyniku z roku ubiegłego wynika z kosztów wprowadzenia systemu MultiApteka, którego celem jest koordynacja działań marketingowych pomiędzy producentem, dystrybutorem i apteką. W I półroczu 2005 saldo wydatków związane z tym projektem, obniżające wynik na działalności operacyjnej wynosi 2,2 mln PLN. Zarząd prognozuje, że w II połowie roku nastąpi zbilansowanie przychodów i kosztów z tego projektu. Biorąc pod uwagę duże zainteresowanie programem i postępy w jego wdrażaniu, nic nie wskazuje na to, żeby prognoza zarządu się nie sprawdziła.

Ostatecznie na wynik netto miały również wpływ czynniki o charakterze jednorazowym po stronie przychodów i kosztów finansowych, których dodatnie saldo wynosi ok. 1 mln PLN. Nawet po uwzględnieniu tych czynników, rentowność netto jest wyższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Obecnie pracujemy nad aktualizacją naszych prognoz dla Torfarmu.

Bioton

Wyższa sprzedaż insuliny

Wyniki za II kw. okazały się lepsze od naszych oczekiwań, głównie za sprawą wyższych przychodów ze sprzedaży insuliny. W II kw. spółka sprzedała insulinę za 25,3 mln PLN, wobec 10 mln w analogicznym okresie roku poprzedniego i 7,7 mln w I kw. 2005. Dzięki wyższej sprzedaży insuliny przychody w I półroczu 2005 wyniosły 68,5 mln PLN wobec 49,8 mln PLN w I półroczu roku poprzedniego. Na wynik netto okresu spory wpływ miały przychody finansowe z tytułu różnic kursowych w wysokości 4,3 mln PLN. Naszym zdaniem, zrealizowanie prognoz w dużej mierze zależy od wyniku rejestracji form gotowych w Rosji i wygrania przetargu na dostawę insuliny na tamtejszy rynek.

Większa sprzedaż insuliny i stabilne antybiotyki

Sprzedaż insuliny na rynku polskim przyniosła 15 mln PLN przychodów, a 10 mln pochodzi ze sprzedaży eksportowej, głównie do Egiptu i Rosji (substancja). Sprzedaż antybiotyków natomiast, była nieznacznie wyższa od naszych prognoz na poziomie prawie 16 mln PLN.

Sprzedaż Biotonu w rozbiciu na segmenty

(mln PLN)	II kw. 2005	II kw. 2004	zmiana
Insulina	25,3	10	153,2%
Antybiotyki	16	12,2	30,8%
Usługi	0,8	0,5	63,8%
Towary	2,1	3,5	-39,4%
Razem	44,2	26,2	68,6%

Źródło: Bioton

Producenci i dystrybutorzy farmaceutyków

Wyższa rentowność na wszystkich poziomach

Dzięki wyższej sprzedaży insuliny, na której spółka realizuje największe marże, całkowita rentowność spółki wzrosła zarówno wobec analogicznego okresu roku poprzedniego, jak również w stosunku do I kw. 2005. Warto zauważyć, że w I półroczu tego roku spółka osiągnęła 4,3 mln przychodów z tytułu różnic kursowych, które powiększyły wynik okresu.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Biotonu

(mln PLN)	II kw. 2005	II kw. 2004	zmiana	IH 2005	IH 2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	44,2	26,2	68,6%	68,5	49,8	37,5%	151,9	129,3	17,5%
zysk brutto na sprzedaży	23,2	12,9	79,2%	34,9	23,9	46,0%	47	33,1	42,0%
marża na sprzedaży	52,4%	49,3%		50,9%	47,9%		5,90%	6,00%	
EBIT	7,0	1,9	262,4%	6,8	4,4	54,7%	32,1	19,7	63%
marża EBIT	15,9%	7,4%		9,9%	8,8%		21,1%	15,2%	
Zysk netto	7,6	-2,1	468,9%	8,7	-1,3	785,7%	26,9	8,4	222%
marża zysku netto	17,2%	-		12,7%	-		17,7%	6,5%	

Źródło: Bioton, DI BRE

Prognozy na 2005 rok

Prognozy na rok 2005 są ambitne i wynik II kw. zwiększa prawdopodobieństwo ich zrealizowania. Po I półroczu poziom realizacji prognoz wynosi 44,5% w stosunku do wielkości sprzedaży, 18,3% w odniesieniu do zysku operacyjnego i 31% w odniesieniu do zysku netto (15,7% po wyłączeniu przychodów finansowych z tytułu różnic kursowych). Sprzedaż spółki w segmencie antybiotyków charakteryzuje się silną sezonowością, dlatego najlepszy jest ostatni kwartał roku. W ubiegłym roku spółka zrealizowała po I półroczu 38,5% całości sprzedaży i 22,2% zysku operacyjnego z całego roku. Tegoroczne liczby są niższe, jednak nie przesądza to o zagrożeniu tegorocznej prognozy. Naszym zdaniem istotnym elementem wpływającym na jej realizację będzie wynik rejestracji form gotowych w Rosji i wygranie w przetargu na dostawę insuliny na tamtejszy rynek.

Nowy doustny lek insulinowy

W sierpniu Parkiet poinformował, że warszawski Instytut Farmaceutyczny pracuje nad generycznym doustnym lekiem insulinowym, który prawdopodobnie wkrótce będzie produkowany przez Bioton. Oryginał leku jest dostępny obecnie w Polsce, jednak generyk ma być o połowę tańszy.

Poza ogólnikami informacja nie zawiera żadnych konkretów. W chwili obecnej spółka prowadzi szereg badań nad nowymi preparatami. Doustne leki insulinowe stanowią jedynie uzupełnienie terapii chorych na cukrzycę – docelowo najważniejszym lekiem jest insulina i na niej spółka skupia obecnie swoją działalność.

Sektor spożywczy

Hoop

Bardzo dobre wyniki II kwartału

Wyniki Hoopa w II kwartale przerosły nasze oczekiwania, choć spodziewaliśmy się znacznej ich poprawy w II kwartale. Zyski Hoopa były bez porównania lepsze niż rok temu. Wzrost sprzedaży krajowej i cięcia kosztów z nią związanych oraz dużo lepsze zyski wypracowane przez Megapack były głównymi źródłami tej poprawy. Spółka już w pierwszej połowie roku wypracowała zyski zbliżone do zaprognozowanych przez nas na cały rok 2005.

Hoop - wyniki za II kwartał 2005 r.

(mln PLN)	IIQ2005P	IIQ2005	IIQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2005P	2004	zmiana
Przychody	150,0	177,1	161,5	10%	270,0	262,8	3%	528,9	501,1	6%
EBITDA	15,0	22,9	14,5	57%	29,1	20,9	39%	51,7	32,1	61%
marża	10,0%	12,9%	9,0%		10,8%	8,0%		9,8%	6,4%	
EBIT	6,5	15,3	4,4	248%	13,4	3,8	252%	16,3	-1,2	
Zysk brutto	4,1	12,2	1,9	541%	7,9	-1,3		6,9	-14,1	
Zysk netto	3,6	8,3	1,3	540%	4,1	0,4	1053%	5,6	-10,3	

Źródła: Spółka, P - prognoza DI BRE Banku, skonsolidowane, MSR, IIQ - II kwartał, IH - I połowa, zysk netto z wyłączeniem udziału mniejszości

Lepszy od oczekiwanego wzrost skonsolidowanej sprzedaży

Sprzedaż Hoopa była w II kwartale o 10% wyższa niż rok temu, podczas gdy my spodziewaliśmy się skromniejszego, czteroprocentowego jej wzrostu. Wbrew naszym oczekiwaniom poprawa przychodów ze sprzedaży dokonała się na rynku polskim (wzrost o 15%) i dotyczyła wszystkich głównych grup produktów Hoopa: napojów gazowanych (wzrost o 11%), napojów niegazowanych (wzrost o 8%) i wody mineralnej (wzrost o 30%). Sprzedaży krajowej nie przeszkodziły niezbyt wysokie temperatury powietrza w czerwcu.

Na niezmiennym poziomie pozostały natomiast przychody z rynku rosyjskiego, mimo znacznie zwiększonego wolumenu produkcji i prawie pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych. Powodem takiego stanu jest zmiana profilu produkcji Megapacku z produkcji głównie napojów alkoholowych w 2004 roku na usługowe rozlewanie napojów bezalkoholowych (głównie na zlecenie PepsiCo) w 2005 roku. Przy rozlewie napojów bezalkoholowych Megapack księguje jako swoje przychody tylko opłatę za usługę rozlewu, podczas gdy przy produkcji napojów alkoholowych jako przychody ujmowana była cała wartość produktu (jednocześnie w kosztach Megapacku znajdowały się koszty surowców).

Hoop zmniejszył koszty krajowej działalności

Przy wzroście krajowej sprzedaży produktów o 14,3%, Hoop poniósł jedynie o 8,7% wyższe koszty ich wytworzenia, o 0,9% wyższe koszty sprzedaży i jednocześnie udało mu się obniżyć koszty ogólnego zarządu aż o 25,7%. Spółka realizuje zapowiedzi znacznego cięcia kosztów, między innymi przez zmniejszenie zatrudnienia. Zysk brutto ze sprzedaży z samej tylko polskiej działalności Hoopa wzrósł z 0,5 mln PLN w II kwartale 2004 r. do 10,7 mln PLN w II kwartale 2005 r.

Niższe koszty reklamy w Rosji poprawiły zyski Megapacku

Mimo lepszego wykorzystania mocy produkcyjnych, zysk brutto ze sprzedaży Megapacku był według naszych szacunków niższy niż rok temu (bo przyrost zysku brutto ze sprzedaży polskiego biznesu był wyższy od skonsolidowanego). Powodem takiego stanu może być niższa jednostkowa marża uzyskiwana na rozlewaniu napojów bezalkoholowych na rzecz PepsiCo niż przy kontraktach realizowanych rok temu. Jednak wkład Megapacku do skonsolidowanego wyniku netto Hoopa był w II kwartale dodatni i znacznie lepszy niż rok temu (plus 3,5 mln PLN w II kw. 2005 wobec minus 2,8 mln PLN w II kw. 2004 r.). Źródłem poprawy było lepsze wykorzystanie mocy oraz zapowiadane przez Hoopa silne zmniejszenie wydatków na reklamę w Rosji. Szybko rośnie też sprzedaż w Rosji własnych marek Hoopa.

Zadłużenie w euro miało ujemny wpływ na zysk

W II kwartale saldo przychodów i kosztów finansowych Grupy Hoopa było ujemne (-3,1 mln PLN), wobec plus 0,4 mln PLN rok temu. Źródłem tej zmiany był brak w II kwartale 2005 roku efektu wzmocnienia się złotego względem euro, obserwowanego rok temu. Przy zadłużeniu w euro wzmocnienie się złotego miało pozytywny wpływ na wyniki w zeszłym roku.

Według wstępnych ocen spółki po lipcu, trzeci kwartał nie powinien przynieść załamania wyników.

Pozostałe sektory

Mondi

Dalszy spadek cen papieru

W minionym miesiącu ceny papieru na rynku Europejskim kontynuowały spadki. W cenach wyrażonych w Euro najbardziej potaniała cena Flutingu (-1,9%), najmniej stracił na wartości Kraftliner (-0,7%). Po uwzględnieniu kursu Euro/PLN spadki wynoszą odpowiednio -2,9% i -1,6%. W III kwartale średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN jest o 6,6% niższa niż w II kwartale br. i o 12% niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jeszcze większe spadki dotyczą flutingu, który jest tańszy odpowiednio o: 8,8% i 18%.

Szczególne dotkliwe dla spółki są ostatnie tygodnie, kiedy na spadek cen papieru nakłada się dodatkowo umocnienie złotego w stosunku do Euro. Niekorzystne dla sektora w Europie jest również umocnienie Euro w stosunku do USD, co zwiększa opłacalność importu papieru ze strefy dolarowej (USA, Brazylia).

Orbis

Koniec sporu o Hotel Europejski

Wczoraj Orbis podpisał porozumienie ze spółką Hotel Europejski w Warszawie SA (HESA), które kończy wieloletni spór o prawo do nieruchomości. W wyniku porozumienia Orbis zobowiązał się zapłacić HESA kwotę 35,38 mln PLN (z VAT) odszkodowania. Jednocześnie Orbis traci hotel Europejski na rzecz HESA. Wysokość odszkodowania pokrywa się z wysokością rezerw utworzonych na ten cel.

Spółka nie podała jakie przychody i zyski generował hotel, co jest istotne w kontekście spadku z tego tytułu przychodów i EBITDA już w III kwartale br. Wg naszych szacunków roczne przychody Europejskiego to kwota ok. 17 mln PLN. Takie szacunki opieramy na następujących założeniach: ADR równy 225 PLN (20% powyżej średniej dla sieci), frekwencja równa 55% (8 pkt. proc. powyżej średniej dla sieci). Wyższe wskaźniki niż dla całej sieci przyjęliśmy, ze względu na lokalizację hotelu (Warszawa, w pobliżu starego miasta). Przy założeniu 25% marży na sprzedaży daje to kwotę 4,3 mln PLN, jaka zwiększa wynik na poziomie brutto na sprzedaży. Odpowiada to za 1,6% wyniku skonsolidowanego grupy. Informacja negatywna, ale nie powinna mieć istotnego przełożenia na kurs. Naszym zdaniem większe znaczenie może mieć obecne osłabienie Euro w stosunku do złotego – szczególnie biorąc pod uwagę, że jest to okres wzmożonego wzrostu ruchu turystycznego w hotelach.

Porty Lotnicze inwestują w hotele

Spółka zależna Portów Lotniczych – Port Hotel – ogłosiła, że w ciągu najbliższych pięciu lat, kosztem ok. 300 mln PLN zamierza wybudować 10-11 hoteli zlokalizowanych przy portach lotniczych. Biorąc pod uwagę wysokość planowanych inwestycji i liczbę obiektów, należy spodziewać się, że będą to niewielkie hotele ekonomiczne – głównie dwugwiazdkowe przy mniejszych portach lotniczych. Spółka zapowiedziała, że zamierza wybudować również obiekt czterogwiazdkowy (prawdopodobnie w Krakowie). Biorąc pod uwagę termin realizacji inwestycji oraz jej skalę, informacja choć negatywna, nie powinna w istotny sposób wpływać na kurs Orbisu.

Rozwój spółki Orbis Transport

Zarząd Orbis Transport prognozuje wzrost przychodów spółki w br. do 135-140 mln PLN, jednocześnie twierdząc, że lata 2005 i 2006 powinny być dla spółki rekordowe w tym względzie. Duży wpływ na wzrost przychodów mają wyjazdy Polaków do pracy w Wielkiej Brytanii i innych krajach UE-15. Zarząd nie wyklucza również debiutu na GPW, który mógłby nastąpić w 2007 roku. W 2004 roku przychody Orbis Transport wyniosły 109 mln PLN, co oznacza że prognozowany poziom jest o 24-28% wyższy niż przed rokiem. Bez wątplenia pozytywny wpływ na sprzedaż ma zwiększony ruch przewozowy osób, ale nie należy również zapominać o wyższych cenach paliw, co spółka przerzuciła na klienta i co odzwierciedlone jest w przychodach, ale również kosztach operacyjnych. Drugim powodem wzrostu przychodów jest rozszerzenie grupy o kolejne PKS-y, które Orbis konsoliduje i co powoduje nieporównywalność danych rocznych.

Krosno

Słabe wyniki skonsolidowane

Drugi kwartał w wykonaniu Krosna był słaby zarówno na poziomie jednostkowym, jak też skonsolidowanym. Sprzedaż spadła nie tylko w stosunku do 2Q04 (-12%), ale również w porówna-

Pozostałe sektory

niu do słabego pierwszego kwartału tego roku (-3%). Na poziomie operacyjnym, dzięki spółkom zależnym, zysk wyniósł 2,4 mln PLN w porównaniu do straty z raportu jednostkowego w wysokości -1 mln PLN. Na słabsze wyniki wpłynął spadek popytu krajowego oraz umocnienie złotówki względem USD i EUR.

Po wynikach jednostkowych bez zaskoczenia

Słabe wyniki skonsolidowane Krosna nie są dla nas zaskoczeniem. Niższe niż oczekiwane wyniki jednostkowe przygotowały rynek na słaby raport skonsolidowany. Tak jak w przypadku wyników jednostkowych, duży negatywny wpływ na spadek przychodów ze sprzedaży miało umocnienie złotówki w stosunku do USD (wg średnich kursów NBP ok. 16% r/r) i EUR (ok. 12% r/r). Z uwagi na fakt, iż ponad 65% przychodów pochodzi z eksportu, umocnienie złotówki w bardzo dużym stopniu przekłada się na poziom sprzedaży. Co ciekawe, eksport liczony w USD wzrósł w porównaniu do ubiegłego roku. W 1H04 było to ok. 32 mln USD, w pierwszej połowie tego roku ok. 33,9 mln USD.

Skonsolidowane wyniki kwartalne

(mln PLN)	IQ2005P	IQ2005	IQ2004	zmiana	IH2005	IH2004	zmiana	2004
Przychody	93,0	86,4	98,5	-12%	175,5	197,0	-11%	397,3
EBITDA	11,2	7,2	12,6	-43%	16,5	24,3	-32%	52,6
marża	12,0%	8,3%	12,8%		9,4%	12,3%		13,2%
EBIT	7,0	2,4	9,4	-75%	7,5	18,0	-58%	40,2
Zysk brutto	3,8	1,9	7,2	-73%	5,4	13,6	-60%	24,7
Zysk netto	3,1	1,8	5,9	-69%	4,7	11,2	-58%	18,5

Źródło: Krosno, P - prognoza DI BRE Banku

Niższa sprzedaż, niższe zyski

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży spadły w 2Q05 o 12% r/r. Spadają nie tylko przychody, a w jeszcze większym stopniu zysk brutto na sprzedaży, co jest skutkiem rozliczania większości przychodów w walutach obcych, podczas gdy koszty wytworzenia regulowane są w walucie krajowej.

Warto zwrócić uwagę na poziom operacyjny Grupy. W raporcie jednostkowym Krosno zanotowało stratę -1 mln PLN, w raporcie skonsolidowanym spółki zależne przyczyniły się do znacznego wzrostu wyniku do 2,4 mln PLN.

Spadek rentowności

Niższe marże widać na wszystkich poziomach rachunku wyników. Marża brutto na sprzedaży spadła do najniższego poziomu od ponad 2 lat (22% w 2Q05, 25% krocząca za ostatnie cztery kwartały). Podobną sytuację widać na poziomach operacyjnym i netto. Spadek zysku w ujęciu rocznym na poziomie operacyjnym wyniósł 75% (z 9,4 mln PLN w 2Q04 do 2,4 mln PLN w 2Q05) i 69% na poziomie netto (1,8 mln PLN vs. 5,9 mln PLN). Przy założeniu, że prawdopodobieństwo umocnienia PLN względem USD i EUR jest naszym zdaniem w średnim terminie znacznie wyższe niż jego osłabienie, nie rokuje to dobrze na kolejne kwartały.

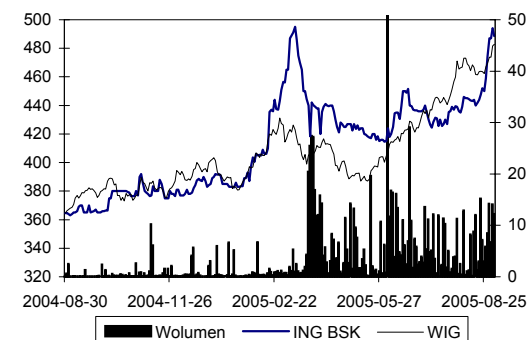
Co w drugiej połowie roku...

Po pierwszej połowie roku przychody spadły o 11% (175,5 mln PLN), natomiast zysk netto aż o 58% (do 4,7 mln PLN). W trzecim i czwartym kwartale spodziewamy się lepszych wyników, ale mamy wątpliwości czy spółce uda się zniwelować efekt słabego pierwszego półrocza. Na ten rok zarząd spółki zapowiadał 10% poprawę w stosunku do wyników ubiegłorocznych, co daje 440 mln PLN przychodów i 22 mln PLN zysku netto na poziomie skonsolidowanym. Wyniki pierwszego kwartału nie zachwyciły, w drugim kwartale sytuacja miała się poprawić, co jednak nie miało miejsca. Stawia to całoroczną prognozę pod znakiem zapytania. Patrząc na dotychczasowe wyniki i lukę do całorocznej prognozy, 2H05 musiałaby być rekordowa w historii. Naszym zdaniem warunki makroekonomiczne nie poprawią się istotnie (nie spodziewamy się istotnego osłabienia złotówki, ciężko również oczekiwać gwałtownego ożywienia popytu w kraju).

Dodatkowo, zapowiadane podwyżki cen gazu ziemnego, stanowiącego istotną pozycję w kosztach spółki, odbiją się niekorzystnie na rentowności już od 3Q05. Naszym zdaniem, wzrost cen ropy naftowej w roku bieżącym (przekładający się na ceny gazu ziemnego z dziewięciomiesięcznym opóźnieniem) przyczyni się do kolejnych wzrostów cen surowca i będzie miał nawet większy, negatywny wpływ na marżę w 2006. Gaz stanowi ok. 30% kosztów zużycia materiałów i energii w Grupie.

ING BSK		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]	488.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	6 355	Cena docelowa		Free float	20%	
		Wartość księgowa [mln PLN]	3 262					
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV
2003	869	1 530	146	29	13	221.17	4.15	2.35
2004	822	1 584	353	366	13	17.35	4.01	2.03
2005P	822	1 640	435	423	13	15.03	3.87	1.93
2006P	875	1 695	485	470	13	13.53	3.75	1.77

*cena/wynik na działalności bankowej

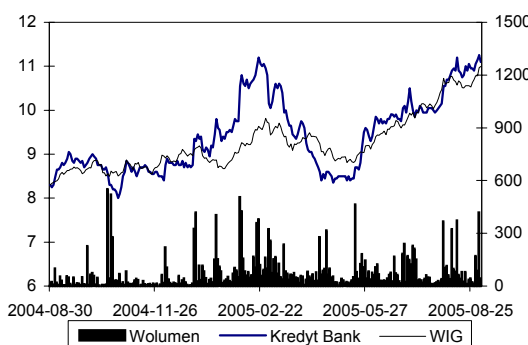


mln PLN	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	197	197	200	200	1.7%
WNDB	374	374	395	395	5.6%
Zysk brutto	58	58	149	149	157.3%
Zysk netto	44	44	118	118	171.0%
Aktywa	29 508		36 323		23.1%
Kapitały własne	2 762		3 262		18.1%
Depozyty	21 067				
Kredyty	11 864				

BETA (I '04 - I '05)	0.40	Zmiana ceny:	1 miesiąc	12%
Max. 52 tyg. [PLN]	495.0		6 miesięcy	0%
Min. 52 tyg. [PLN]	363.0		12 miesięcy	35%

GRUPA KREDYT BANKU		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]	11.10	Wartość rynkowa [mln PLN]	3 015	Cena docelowa		Free float	11%	
		Wartość księgowa [mln PLN]	1 218					
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV
2003	723	1 393	-1 382	-1 567	211	-1.92	2.16	4.57
2004	635	1 321	194	185	272	16.28	2.28	2.07
2005P	662	1 381	217	206	272	14.67	2.18	1.81
2006P	683	1 466	252	238	272	12.67	2.06	1.58

*cena/wynik na działalności bankowej

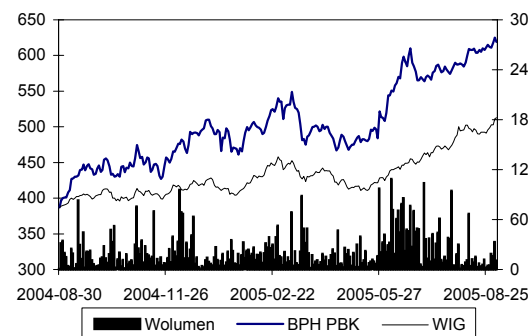


tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	168	168	174	174	3.2%
WNDB	310	310	282	282	-8.8%
Zysk brutto	24	24	98	98	312.8%
Zysk netto	20	20	94	94	367.0%
Aktywa	22 967		21 173		-7.8%
Kapitały własne	666		1 218		82.9%
Depozyty	14 863		14 079		-5.3%
Kredyty					

BETA (I '04 - I '05)	0.82	Zmiana ceny:	1 miesiąc	5%
Max. 52 tyg. [PLN]	11.3		6 miesięcy	5%
Min. 52 tyg. [PLN]	8.0		12 miesięcy	31%

BPH PBK		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]	619.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	17 775	Cena docelowa		Free float	25%	
		Wartość księgowa [mln PLN]	6 098					
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV
2003	1 105	2 356	543	333	29	53.31	7.54	3.36
2004	1 278	2 842	980	792	29	22.43	6.25	3.00
2005P	1 405	2 887	1 061	879	29	20.21	6.16	2.88
2006P	1 535	3 070	1 119	932	29	19.08	5.79	2.71

*cena/wynik na działalności bankowej

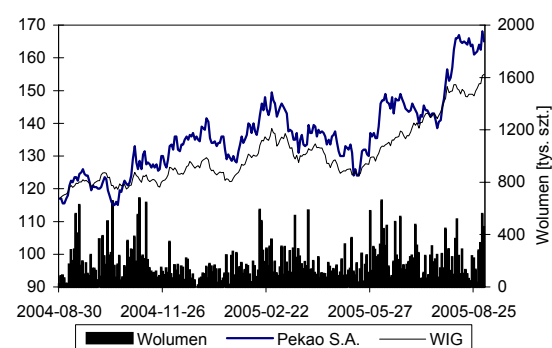


tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	315	315	374	374	18.7%
WNDB	541	541	646	646	19.3%
Zysk brutto	177	177	250	250	40.9%
Zysk netto	137	137	200	200	45.9%
Aktywa	44 364		52 082		17.4%
Kapitały własne	5 341		6 098		14.2%
Depozyty	29 746		34 605		16.3%
Kredyty					

BETA (I '04 - I '05)	1.12	Zmiana ceny:	1 miesiąc	5%
Max. 52 tyg. [PLN]	625.0		6 miesięcy	17%
Min. 52 tyg. [PLN]	401.0		12 miesięcy	54%

GRUPA PEKAO			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]		165.00	Wartość rynkowa [mln PLN]		27 496	Cena docelowa			
			Wartość księgowa [mln PLN]		8 210	Free float		37%	
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV	
2003	2 375	4 073	1 276	920	166	29.89	6.75	3.84	
2004	2 260	4 135	1 513	1 343	167	20.47	6.65	3.48	
2005P	2 185	4 231	1 624	1 376	167	19.98	6.50	3.35	
2006P	2 213	4 447	1 761	1 490	167	18.45	6.18	3.17	

*cena/wynik na działalności bankowej

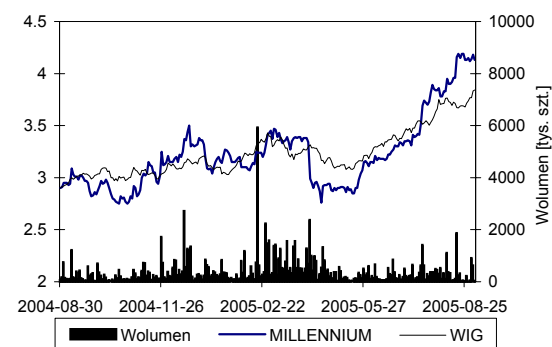


	tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	525	525		515	515	-1.9%
WNDB	958	958		950	950	-0.9%
Zysk brutto	340	340		434	434	27.5%
Zysk netto	269	269		360	360	33.9%
Aktywa	62 036			60 150		-3.0%
Kapitały własne	7 639			8 210		7.5%
Depozyty	290			539		85.7%
Kredyty						

BETA (I '04 - I '05)	1.5	Zmiana ceny:	1 miesiąc	8%
Max. 52 tyg. [PLN]	168.0		6 miesięcy	13%
Min. 52 tyg. [PLN]	115.0		12 miesięcy	43%

GRUPA Banku Millennium			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]		4.13	Wartość rynkowa [mln PLN]		3 507	Cena docelowa			
			Wartość księgowa [mln PLN]		1 871	Free float		19%	
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV	
2003	558	953	-41	52	849	67.18	3.68	2.02	
2004	588	1 464	352	241	849	14.58	2.40	1.76	
2005P	649	1 190	291	237	849	14.79	2.95	1.76	
2006P	702	1 125	189	155	849	22.66	3.12	1.83	

*cena/wynik na działalności bankowej

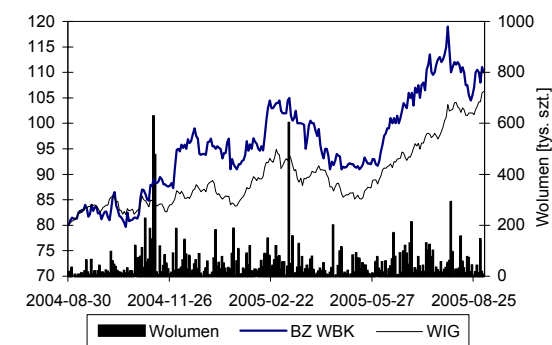


	tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	156	156		162	162	4.1%
WNDB	242	242		261	261	7.8%
Zysk brutto	27	27		59	59	115.5%
Zysk netto	20	20		45	45	125.5%
Aktywa	20 843			20 641		-1.0%
Kapitały własne	1 755			1 871		6.6%
Depozyty	12 168			13 373		9.9%
Kredyty						

BETA (I '04 - I '05)	0.64	Zmiana ceny:	1 miesiąc	9%
Max. 52 tyg. [PLN]	4.2		6 miesięcy	22%
Min. 52 tyg. [PLN]	2.8		12 miesięcy	40%

GRUPA BZ WBK			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				Zawieszona		
Cena [PLN]		110.00	Wartość rynkowa [mln PLN]		8 026	Cena docelowa			
			Wartość księgowa [mln PLN]		2 968	Free float		30%	
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV	
2003	829	1 636	261	130	73	61.79	4.91	3.16	
2004	870	1 762	570	444	73	18.06	4.55	2.66	
2005P	907	1 752	599	475	73	16.90	4.58	2.42	
2006P	922	1 813	684	544	73	14.76	4.43	2.19	

*cena/wynik na działalności bankowej

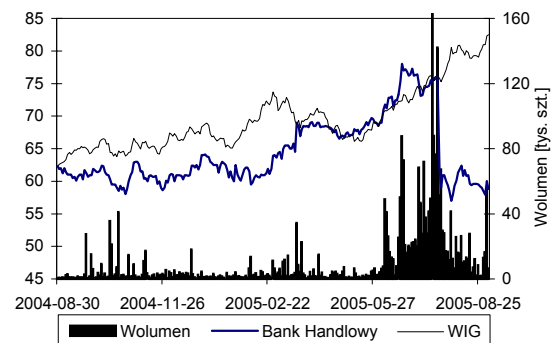


	tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	220	220		218	218	-0.9%
WNDB	474	474		437	437	-7.8%
Zysk brutto	151	151		157	157	3.7%
Zysk netto	125	125		119	119	-4.7%
Aktywa	24 158			28 398		17.6%
Kapitały własne	2 652			2 968		11.9%
Depozyty						
Kredyty						

BETA (I '04 - I '05)	1.05	Zmiana ceny:	1 miesiąc	-4%
Max. 52 tyg. [PLN]	119.0		6 miesięcy	8%
Min. 52 tyg. [PLN]	79.7		12 miesięcy	35%

BANK HANDLOWY			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			Zawieszona		
Cena [PLN]		58.80	Wartość rynkowa [mln PLN]		7 683	Cena docelowa		
			Wartość księgowa [mln PLN]		6 299	Free float		8%
Rok	Przychody odsetkowe [mln PLN]	Wynik na dział. bank. [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/WNDB*	P/BV
2003	745	1 891	392	243	131	31.68	4.06	1.29
2004	899	1 918	477	416	131	18.45	4.00	1.25
2005P	840	1 973	527	479	131	16.05	3.89	1.52
2006P	759	2 020	541	489	131	15.71	3.80	1.44

*cena/wynik na działalności bankowej



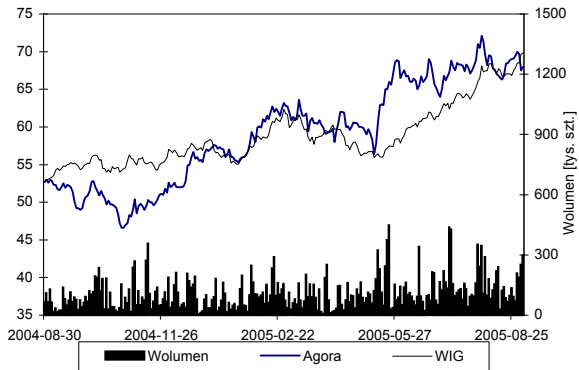
tys. zł	I Q'04	I-I Q'04	I Q'05	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04
Przych. ods.	208	208	251	251	20.8%
WNDB	485	485	518	518	6.7%
Zysk brutto	105	105	147	147	39.8%
Zysk netto	81	81	119	119	46.1%
Aktywa	33 365		33 376		0.0%
Kapitały własne	6 036		6 299		4.4%
Depozyty	17 448				
Kredyty	13 968				

BETA (I '04 - I '05)	0.34	Zmiana ceny:	1 miesiąc	2%
Max. 52 tyg. [PLN]	78.0		6 miesięcy	-10%
Min. 52 tyg. [PLN]	57.0		12 miesięcy	-4%

AGORA			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				05.08.2005	Akumuluj	
Cena [PLN]		68.00	Wartość rynkowa [mln PLN]		3 860		Cena docelowa	74.00	
EV [mln PLN]		3902.9	Wartość Księgowa [mln PLN]		1 049		Free float	37%	

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	853.5	17.3	-5.0	7.2	123.2	56.8	536.04	29.60	3.62	4.52	27.78	0.00
2004	1001.1	95.7	78.3	71.3	110.9	56.8	54.13	21.18	3.43	3.86	18.89	0.03
2005P	1183.1	223.8	233.5	190.9	93.9	56.8	20.22	13.55	3.32	3.26	12.28	0.06
2006P	1215.8	241.9	242.8	197.7	89.8	56.8	19.52	13.42	3.30	3.17	11.77	0.07

* dane skonsolidowane



wg raportu skonsolidowanego

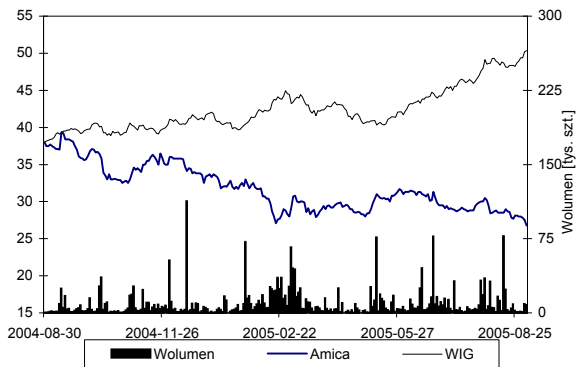
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	210.15	290.56	210.15	290.56	38.3%	
Zysk operac.	-6.65	51.98	-6.65	51.98		17.9%
Zysk brutto	-8.65	53.03	-8.65	53.03		18.3%
Zysk netto	-9.31	43.00	-9.31	43.00		14.8%
Aktywa			1 362.54	1 510.40		
Kapitał wł.			1 049.30	1 167.69		

BETA (I '04 - I '05)	0.83	Zmiana ceny:	1 miesiąc	-5%
Max. 52 tyg. [PLN]	72.10		6 miesięcy	12%
Min. 52 tyg. [PLN]	46.60		12 miesięcy	28%

AMICA			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				14.12.2004	Trzymaj	
Cena [PLN]		26.80	Wartość rynkowa [mln PLN]		234		Cena docelowa	37.30	
EV [mln PLN]		428.4	Wartość Księgowa [mln PLN]		276		Free float	48%	

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	1011.7	15.2	-7.5	-3.5	51.2	8.7		4.91	0.84	0.23	7.17	0.03
2004	1256.8	57.6	44.6	34.3	54.0	8.7	6.84	2.65	0.84	0.19	4.21	0.12
2005P	1222.7	56.2	27.7	22.5	54.6	8.7	10.41	3.04	0.76	0.19	4.13	0.12
2006P	1262.6	62.2	34.6	28.0	54.6	8.7	8.36	2.83	0.70	0.19	3.61	0.15

Skonsolidowane



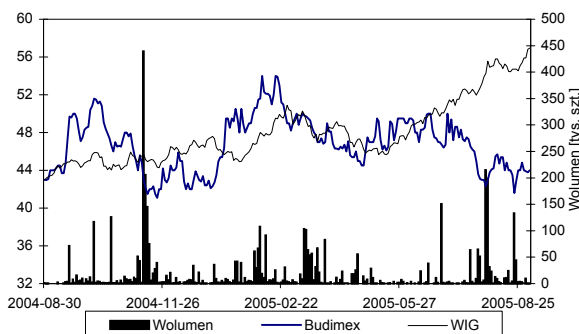
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	257.65	250.35	257.65	250.35	-2.8%	
Zysk operac.	17.50	10.02	17.50	10.02	-42.7%	4.0%
Zysk brutto	14.40	10.61	14.40	10.61	-26.3%	4.2%
Zysk netto	12.55	8.03	12.55	8.03	-36.0%	3.2%
Aktywa			692.92	751.49		
Kapitał wł.			249.08	312.33		

BETA (I '04 - I '05)	0.37	Zmiana ceny:	1 miesiąc	-11%
Max. 52 tyg. [PLN]	39.40		6 miesięcy	-11%
Min. 52 tyg. [PLN]	26.80		12 miesięcy	-29%

BUDIMEX			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				w trakcie aktualizacji		
Cena [PLN]		44.00	Wartość rynkowa [mln PLN]		1 123		Cena docelowa		
EV [mln PLN]		977.3	Wartość Księgowa [mln PLN]		512		Free float		

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	2146.9	-15.3	-10.5	-38.3	30.5	25.5			2.19	0.52	57.32	
2004	2160.6	-119.5	2.9	0.8	24.5	25.5	1404.16	44.40	2.26	0.52		
2005P	2700.0	49.0	49.0	29.0	24.0	25.5	38.74	21.19	2.14	0.42	11.32	0.06
2006P	3000.0	70.0	70.0	42.0	24.0	25.5	26.75	17.02	1.98	0.37	8.23	0.09

*dane skonsolidowane, bez zysku ze sprzedaży biurowca przy Marszałkowskiej



wg raportu skonsolidowanego

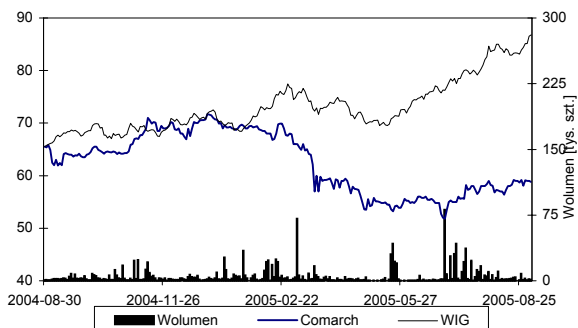
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	310.68	403.61	310.68	403.61	29.9%	
Zysk operac.	-3.65	-6.02	-3.65	-6.02		-1.5%
Zysk brutto	-2.88	0.82	-2.88	0.82		0.2%
Zysk netto	-4.95	0.17	-4.95	0.17		0.0%
Aktywa			1 268.48	1 668.91		
Kapitał wł.			501.75	501.30		

BETA (I '04 - I '05)	0.33	Zmiana ceny:	1 miesiąc	0%
Max. 52 tyg. [PLN]	54.00		6 miesięcy	-10%
Min. 52 tyg. [PLN]	41.10		12 miesięcy	0%

COMARCH			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				w trakcie aktualizacji		
	Cena [PLN]	58.80	Wartość rynkowa [mln PLN]	396			Cena docelowa		
	EV [mln PLN]	386.6	Wartość Księgowa [mln PLN]	109			Free float	51%	

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	258.0	15.1	12.1	11.0	10.6	6.7	36.12	18.35	3.82	1.53	15.04	0.04
2004	330.0	18.2	15.0	16.1	8.0	6.7	24.57	16.41	3.36	1.20	15.33	0.05
2005P	342.9	26.7	26.9	24.1	11.0	6.7	16.41	11.27	2.70	1.15	10.22	0.07
2006P	384.1	31.2	32.3	29.0	11.0	6.7	13.64	9.89	2.25	1.03	8.60	0.09

dane skonsolidowane z wyłączeniem Interii



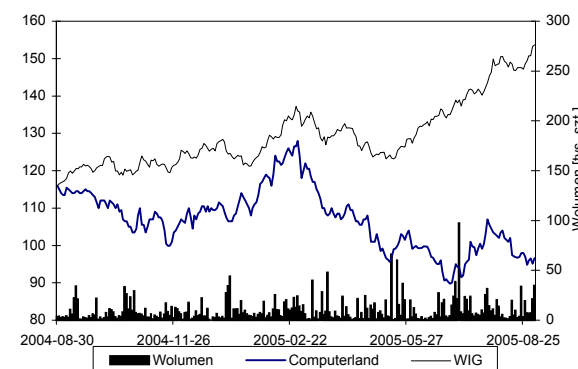
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	66.38	74.02	66.38	74.02	11.5%	
Zysk operac.	4.45	1.53	4.45	1.53	-65.6%	2.1%
Zysk brutto	3.91	1.08	3.91	1.08	-72.3%	1.5%
Zysk netto	3.62	1.26	3.62	1.26	-65.2%	1.7%
Aktywa			132.38	264.14		
Kapitał wł.			106.56	119.95		

BETA (I '04 - I '05)	0.65	Zmiana ceny:	1 miesiąc	1%
Max. 52 tyg. [PLN]	71.70		6 miesięcy	-10%
Min. 52 tyg. [PLN]	51.80		12 miesięcy	-9%

COMPUTERLAND			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				17.12.2004	Trzymaj
	Cena [PLN]	96.60	Wartość rynkowa [mln PLN]	672			Cena docelowa	113.00
	EV [mln PLN]	672.3	Wartość Księgowa [mln PLN]	206			Free float	66%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	582.4	31.1	18.1	8.6	23.1	6.8	76.09	20.64	3.62	1.12	11.07	0.05
2004	739.8	49.7	21.6	13.7	25.0	7.0	49.08	17.37	3.39	0.91	8.83	0.08
2005P	837.0	54.4	39.7	32.2	25.0	7.0	20.88	11.75	2.89	0.80	8.02	0.09
2006P	987.6	69.1	65.0	52.7	25.0	7.0	12.76	8.65	2.36	0.68	6.70	0.11

dane jednostkowe



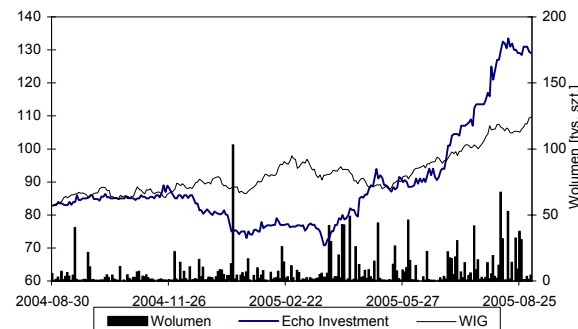
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	133.10	118.97	133.10	118.97	-10.6%	
Zysk operac.	8.06	8.34	8.06	8.34	3.4%	7.0%
Zysk brutto	5.43	6.01	5.43	6.01	10.6%	5.0%
Zysk netto	4.08	4.66	4.08	4.66	14.2%	3.9%
Aktywa			425.70	449.38		
Kapitał wł.			195.65	210.32		

BETA (I '04 - I '05)	0.63	Zmiana ceny:	1 miesiąc	-6%
Max. 52 tyg. [PLN]	128.00		6 miesięcy	-20%
Min. 52 tyg. [PLN]	89.80		12 miesięcy	-15%

ECHO INVESTMENT			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				w trakcie aktualizacji		
	Cena [PLN]	129.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	1 355			Cena docelowa		
	EV [mln PLN]	2151.4	Wartość Księgowa [mln PLN]	355			Free float	38%	

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	312.4	78.6	42.6	28.7	20.9	10.5	47.13	27.29	3.98	4.34	21.89	0.04
2004	320.0	80.0	50.0	39.0	25.0	10.5	34.73	21.16	3.57	4.23	20.61	0.04
2005P	320.0	80.0	53.0	41.3	26.0	10.5	32.80	20.13	3.22	4.23	20.33	0.04
2006P												

* dane skonsolidowane



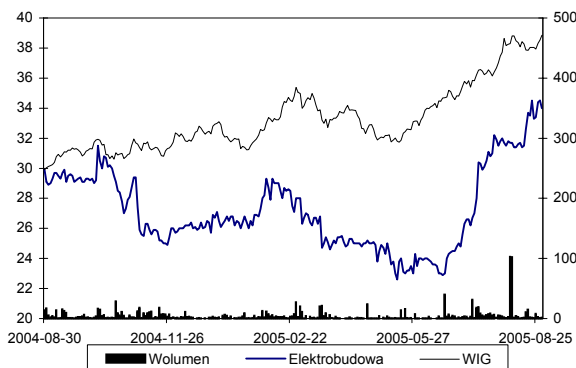
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	72.86	57.18	72.86	57.18	-21.5%	
Zysk operac.	63.21	93.40	63.21	93.40	47.8%	163.3%
Zysk brutto	47.44	75.12	47.44	75.12	58.3%	131.4%
Zysk netto	37.59	59.01	37.59	59.01	57.0%	103.2%
Aktywa			1 815.75	1 966.06		
Kapitał wł.			708.83	758.64		

BETA (I '04 - I '05)	-0.06	Zmiana ceny:	1 miesiąc	3%
Max. 52 tyg. [PLN]	133.50		6 miesięcy	68%
Min. 52 tyg. [PLN]	70.80		12 miesięcy	54%

ELEKTROBUDOWA			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			12.07.2005	Kupuj
Cena [PLN]	33.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	133	Cena docelowa	35.00		
EV [mln PLN]	152.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	65	Free float	63%		

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	228.8	8.0	5.0	3.1	7.0	4.0	42.91	13.17	2.02	0.58	10.14	0.05
2004	278.1	9.7	6.9	4.5	6.2	4.0	29.56	12.43	1.93	0.48	9.35	0.07
2005P	300.0	11.0	10.4	7.5	7.0	4.2	18.76	9.70	1.82	0.47	8.39	0.07
2006P	340.0	13.4	12.9	9.5	7.0	4.2	14.81	8.53	1.77	0.41	7.29	0.09

dane jednostkowe

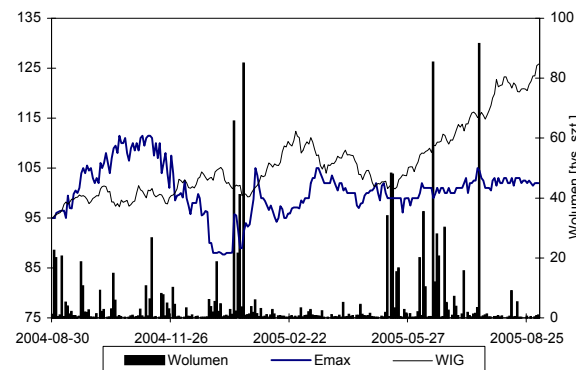


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	38.49	44.96	38.49	44.96	16.8%	
Zysk operac.	-1.03	-2.23	-1.03	-2.23		-5.0%
Zysk brutto	-1.24	-2.03	-1.24	-2.03		-4.5%
Zysk netto	-1.88	-1.58	-1.88	-1.58		-3.5%
Aktywa			125.24	143.76		
Kapitał wł.			62.25	65.48		
BETA (I '04 - I '05)		0.59			Zmiana ceny:	1 miesiąc 6%
Max. 52 tyg. [PLN]		34.50				6 miesięcy 25%
Min. 52 tyg. [PLN]		22.60				12 miesięcy 16%

EMAX			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			w trakcie aktualizacji	
Cena [PLN]	102.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	346	Cena docelowa			
EV [mln PLN]	331.7	Wartość Księgowa [mln PLN]	72	Free float	25%		

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	222.8	24.5	17.1	10.5	5.1	3.4	32.88	22.14	4.75	1.55	12.02	0.07
2004	310.7	28.0	23.9	18.5	8.5	3.4	18.69	12.81	3.79	1.11	9.34	0.08
2005P	287.1	31.3	28.4	22.2	6.0	3.4	15.58	12.26	3.05	1.20	8.60	0.10
2006P	315.5	31.9	30.3	23.4	6.0	3.4	14.76	11.75	2.53	1.10	8.08	0.10

* dane skonsolidowane

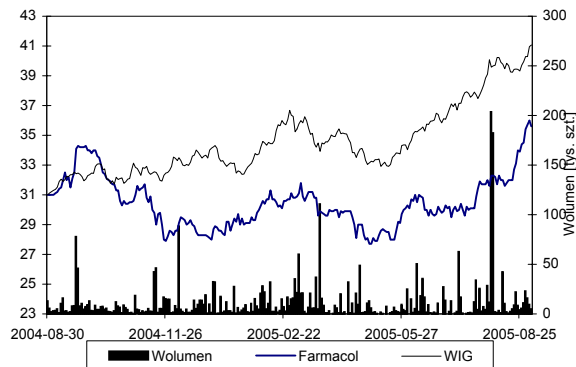


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	44.04	69.09	44.04	69.09	56.9%	
Zysk operac.	-3.96	0.95	-3.96	0.95		1.4%
Zysk brutto	-3.81	0.52	-3.81	0.52		0.7%
Zysk netto	-4.42	0.21	-4.42	0.21		0.3%
Aktywa			172.16	206.95		
Kapitał wł.			68.54	82.86		
BETA (I '04 - I '05)		-0.04			Zmiana ceny:	1 miesiąc -1%
Max. 52 tyg. [PLN]		111.50				6 miesięcy 3%
Min. 52 tyg. [PLN]		87.70				12 miesięcy 6%

FARMACOL			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			24.03.2005	Kupuj
Cena [PLN]	35.60	Wartość rynkowa [mln PLN]	833	Cena docelowa	34.50		
EV [mln PLN]	803.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	287	Free float	36%		

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	2717.8	58.6	60.8	39.1	12.6	23.4	21.29	16.09	3.23	0.31	11.62	0.07
2004	2714.3	61.8	77.7	58.5	13.7	23.4	14.24	11.54	2.62	0.31	10.91	0.08
2005P	2982.3	71.4	75.9	58.4	14.9	23.4	14.26	11.36	2.44	0.28	9.31	0.09
2006P	3218.3	80.1	80.1	61.8	16.8	23.4	13.48	10.59	2.26	0.26	8.28	0.10

* dane skonsolidowane

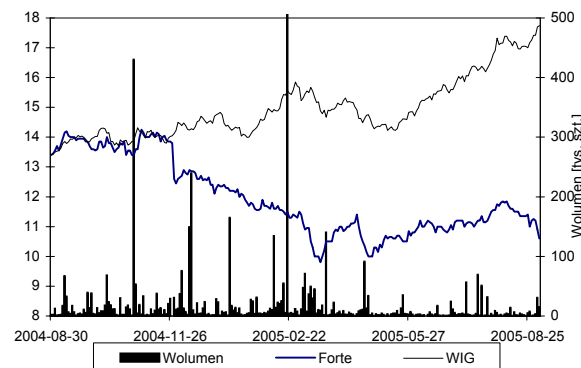


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	690.32	764.66	690.32	764.66	10.8%	
Zysk operac.	16.59	19.07	16.59	19.07	15.0%	2.5%
Zysk brutto	17.28	20.58	17.28	20.58	19.1%	2.7%
Zysk netto	12.00	15.19	12.00	15.19	26.5%	2.0%
Aktywa			801.65	925.94		
Kapitał wł.			274.03	332.78		
BETA (I '04 - I '05)		-0.04			Zmiana ceny:	1 miesiąc 10%
Max. 52 tyg. [PLN]		36.00				6 miesięcy 12%
Min. 52 tyg. [PLN]		27.7				12 miesięcy 15%

FORTE			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			18.03.2005	Kupuj
	Cena [PLN]	10.60	Wartość rynkowa [mln PLN]	257		Cena docelowa	13.80
	EV [mln PLN]	260.9	Wartość Księgowa [mln PLN]	192		Free float	65%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	348.4	25.3	19.4	12.6	13.2	17.3	14.62	7.13	1.59	0.53	5.45	0.12
2004	403.9	24.5	32.1	25.7	17.0	24.2	9.98	6.01	1.24	0.64	6.39	0.09
2005P	459.4	33.3	33.2	26.9	18.9	24.2	9.54	5.61	1.10	0.56	5.00	0.13
2006P	590.8	40.6	38.2	30.9	21.8	24.2	8.29	4.86	0.97	0.43	4.18	0.16

* dane skonsolidowane

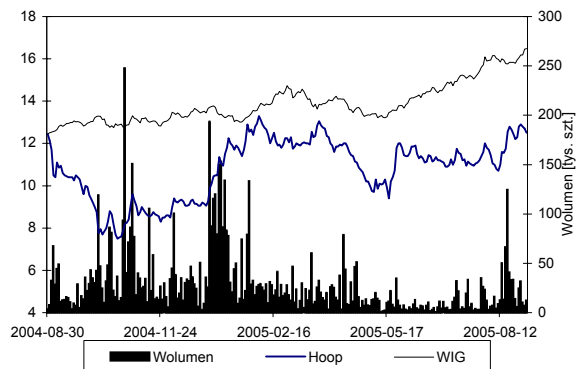


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	88.93	99.25	88.93	99.25	11.6%	
Zysk operac.	9.71	5.73	9.71	5.73	-41.0%	5.8%
Zysk brutto	10.28	5.88	10.28	5.88	-42.8%	5.9%
Zysk netto	7.51	4.14	7.51	4.14	-44.9%	4.2%
Aktywa			301.29	371.04		
Kapitał wł.			138.18	229.83		
BETA (I '04 - I '05)		0.07			Zmiana ceny:	1 miesiąc -9%
Max. 52 tyg. [PLN]		14.25				6 miesięcy -3%
Min. 52 tyg. [PLN]		9.8				12 miesięcy -23%

HOOP			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			18.03.2005	Akumuluj
	Cena [PLN]	12.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	162		Cena docelowa	14.50
	EV [mln PLN]	242.2	Wartość Księgowa [mln PLN]	105		Free float	24%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	351.6	20.0	10.6	5.0	22.9	13.0	32.44	5.81	1.54	0.46	5.65	0.08
2004	501.1	-1.2	-14.1	-10.3	40.0	13.0		5.46	1.84	0.32	5.30	
2005P	528.9	16.3	6.9	5.6	35.4	13.0	28.83	3.96	1.73	0.31	5.60	0.06
2006P	554.9	19.0	10.6	8.6	35.8	13.0	18.84	3.66	1.60	0.29	4.72	0.07

* dane skonsolidowane, ** sprzedaż netto, czyli według zasad księgowania z 2003 r.

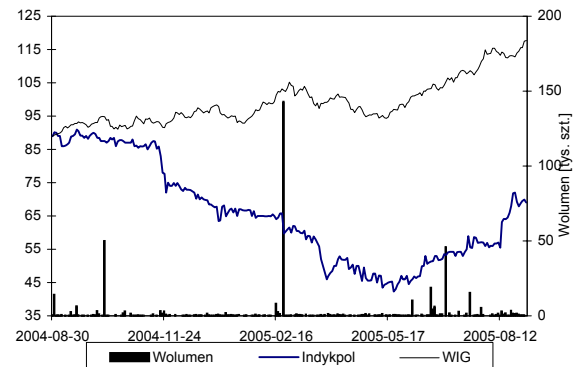


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	101.31	92.81	101.31	92.81	-8.4%	
Zysk operac.	0.61	-1.00	0.61	-1.00		-1.1%
Zysk brutto	-2.03	-3.42	-2.03	-3.42		-3.7%
Zysk netto	0.02	-3.49	0.02	-3.49		-3.8%
Aktywa			453.09	416.17		
Kapitał wł.			129.28	116.74		
BETA (I '04 - I '05)		0.48			Zmiana ceny:	1 miesiąc 6%
Max. 52 tyg. [PLN]		13.30				6 miesięcy 5%
Min. 52 tyg. [PLN]		7.5				12 miesięcy 19%

INDYKPOL			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			Zawieszona	
	Cena [PLN]	69.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	216		Cena docelowa	
	EV [mln PLN]	318.7	Wartość Księgowa [mln PLN]	81		Free float	32%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	555.4	29.5	17.2	11.7	16.2	3.1	18.49	7.73	3.37	0.39	6.82	0.09
2004	626.0	13.1	18.7	14.3	16.6	3.1	15.11	6.98	2.68	0.34	10.70	0.04
2005P	644.5	26.2	18.0	13.8	21.0	3.1	15.59	6.19	2.39	0.33	6.65	0.08
2006P	688.3	27.9	20.3	15.9	21.8	3.1	13.53	5.71	2.24	0.31	6.17	0.09

* dane skonsolidowane

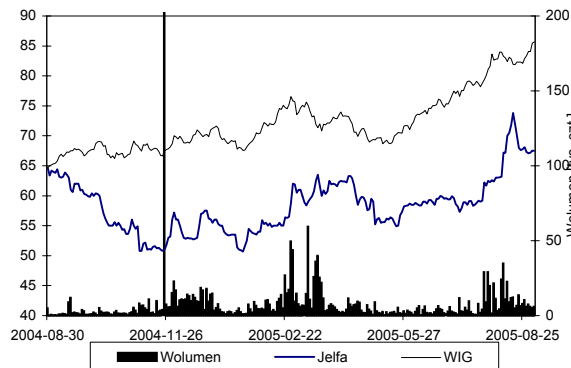


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	131.23	150.36	131.23	150.36	14.6%	
Zysk operac.	5.38	4.89	5.38	4.89	-9.2%	3.3%
Zysk brutto	3.81	5.15	3.81	5.15	35.2%	3.4%
Zysk netto	2.81	3.58	2.81	3.58	27.3%	2.4%
Aktywa			239.05	281.43		
Kapitał wł.			66.04	83.44		
BETA (I '04 - I '05)		-0.06			Zmiana ceny:	1 miesiąc 21%
Max. 52 tyg. [PLN]		91.00				6 miesięcy 15%
Min. 52 tyg. [PLN]		42.3				12 miesięcy -22%

JELFA		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				25.02.2005	Kupuj
	Cena [PLN]	67.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	459		Cena docelowa	70.00
	EV [mln PLN]	443.9	Wartość Księgowa [mln PLN]	336		Free float	39%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	253.6	30.2	29.5	21.7	29.5	6.8	21.20	8.98	1.32	1.81	7.33	0.07
2004	274.1	15.3	12.5	9.6	27.9	6.8	47.81	12.24	1.36	1.67	10.98	0.03
2005P	277.9	20.8	19.4	15.7	31.5	6.8	29.24	9.72	1.28	1.65	8.99	0.04
2006P	291.5	28.5	27.4	22.2	30.7	6.8	20.71	8.69	1.20	1.57	7.43	0.06

dane jednostkowe

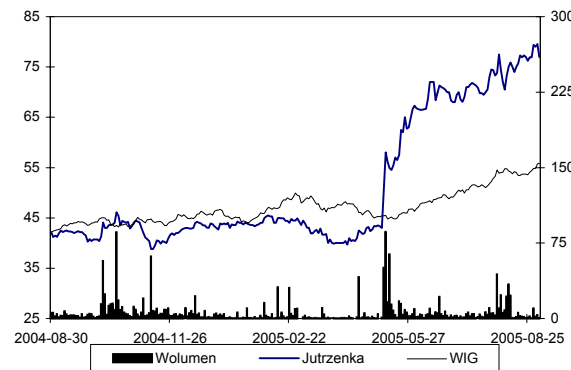


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	47.34	49.45	47.34	49.45	4.5%	
Zysk operac.	1.58	-8.99	1.58	-8.99		-18.2%
Zysk brutto	2.42	-8.19	2.42	-8.19		-16.6%
Zysk netto	1.88	-8.90	1.88	-8.90		-18.0%
Aktywa			398.16	409.30		
Kapitał wł.			348.49	329.55		
BETA (I '04 - I '05)		0.37			Zmiana ceny:	1 miesiąc 8%
Max. 52 tyg. [PLN]		73.80				6 miesięcy 13%
Min. 52 tyg. [PLN]		50.70				12 miesięcy 5%

JUTRZENKA		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				17.12.2004	Akumuluj
	Cena [PLN]	77.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	213		Cena docelowa	48.00
	EV [mln PLN]	205.1	Wartość Księgowa [mln PLN]	104		Free float	47%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	166.2	7.6	8.0	5.6	9.1	2.8	38.28	14.58	2.19	1.28	12.63	0.04
2004	182.1	9.6	10.2	8.2	8.7	2.8	26.11	12.64	2.05	1.17	11.20	0.05
2005P	180.9	8.7	9.3	7.6	7.4	2.8	28.20	14.28	1.97	1.18	12.29	0.04
2006P	188.1	9.9	10.7	8.6	7.8	2.8	24.68	12.98	1.85	1.13	10.66	0.05

* dane skonsolidowane

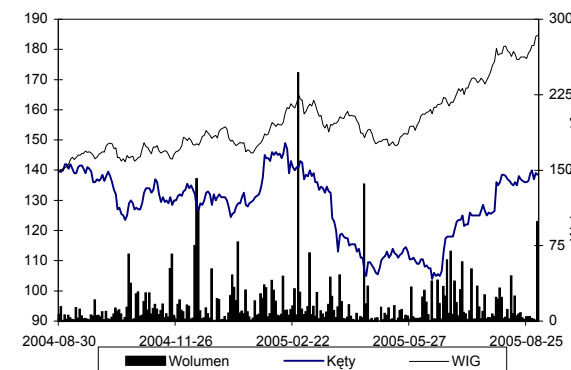


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	38.88	68.79	38.88	68.79	77.0%	
Zysk operac.	3.51	12.02	3.51	12.02	242.3%	17.5%
Zysk brutto	3.73	11.57	3.73	11.57	210.5%	16.8%
Zysk netto	3.01	9.33	3.01	9.33	210.0%	13.6%
Aktywa			129.45	251.13		
Kapitał wł.			105.20	137.84		
BETA (I '04 - I '05)		-0.03			Zmiana ceny:	1 miesiąc -1%
Max. 52 tyg. [PLN]		79.50				6 miesięcy 79%
Min. 52 tyg. [PLN]		38.80				12 miesięcy 87%

GRUPA KĘTY		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				04.08.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	138.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	1 278		Cena docelowa	129.50
	EV [mln PLN]	1377.8	Wartość Księgowa [mln PLN]	628		Free float	46%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	740.2	85.5	84.6	69.7	36.0	9.2	18.33	12.09	3.45	1.73	10.89	0.06
2004	729.0	114.0	108.0	92.0	38.0	9.2	13.89	9.83	2.96	1.75	8.93	0.08
2005P	734.0	116.0	116.0	98.0	37.0	9.2	13.04	9.47	2.03	1.74	9.06	0.08
2006P	807.0	125.0	121.0	97.0	42.0	9.2	13.17	9.19	1.84	1.58	8.25	0.09

* dane skonsolidowane

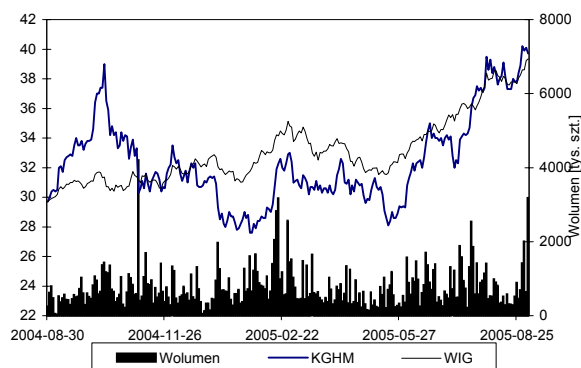


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	199.29	166.15	199.29	166.15	-16.6%	
Zysk operac.	27.50	19.55	27.50	19.55	-28.9%	11.8%
Zysk brutto	28.39	20.62	28.39	20.62	-27.4%	12.4%
Zysk netto	23.66	17.38	23.66	17.38	-26.6%	10.5%
Aktywa			744.28	766.45		
Kapitał wł.			501.89	561.21		
BETA (I '04 - I '05)		1.00			Zmiana ceny:	1 miesiąc 3%
Max. 52 tyg. [PLN]		149.00				6 miesięcy -1%
Min. 52 tyg. [PLN]		104.00				12 miesięcy -2%

KGHM		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				08.08.2005	Redukuj
	Cena [PLN]	39.70	Wartość rynkowa [mln PLN]	7 940		Cena docelowa	34.70
	EV [mln PLN]	9355.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	3 962		Free float	36%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	4740.8	357.9	569.3	411.6	295.8	200.0	19.29	11.22	1.98	1.67	14.31	0.04
2004	6158.0	1371.0	1447.0	1398.1	281.3	200.0	5.68	4.73	1.42	1.29	4.91	0.17
2005P	7212.0	1910.0	1978.0	1831.0	275.0	200.0	4.34	3.77	1.15	1.10	3.20	0.27
2006P	5404.0	520.0	629.0	697.0	332.0	200.0	11.39	7.72	1.02	1.47	7.47	0.08

dane jednostkowe

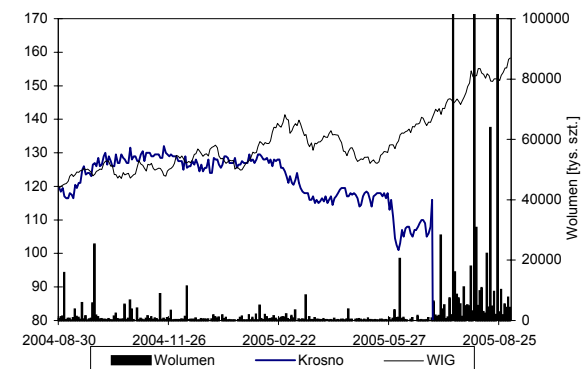


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	1 562.05	1 671.46	1 562.05	1 671.46	7.0%	
Zysk operac.	477.80	497.01	477.80	497.01	4.0%	29.7%
Zysk brutto	461.65	553.94	461.65	553.94	20.0%	33.1%
Zysk netto	411.80	523.02	411.80	523.02	27.0%	31.3%
Aktywa			8 697.48	8 900.01		
Kapitał wł.			3 334.23	5 702.69		
BETA (I '04 - I '05)		1.51			Zmiana ceny:	1 miesiąc 3%
Max. 52 tyg. [PLN]		40.20				6 miesięcy 29%
Min. 52 tyg. [PLN]		27.60				12 miesięcy 30%

KROSNO		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				w trakcie aktualizacji	
	Cena [PLN]	8.55	Wartość rynkowa [mln PLN]	216		Cena docelowa	
	EV [mln PLN]	341.5	Wartość Księgowa [mln PLN]	122		Free float	29%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	342.6	20.7	14.7	10.4	12.0	25.3	20.78	9.64	1.81	0.63	9.81	0.06
2004	397.0	40.0	24.5	18.6	13.0	25.3	11.63	6.84	1.60	0.54	6.21	0.12
2005P	445.6	35.9	28.1	22.1	24.2	25.3	9.76	4.67	1.35	0.49	6.44	0.09
2006P	502.7	59.6	48.5	38.7	28.0	25.3	5.59	3.24	1.09	0.43	4.31	0.16

* dane skonsolidowane

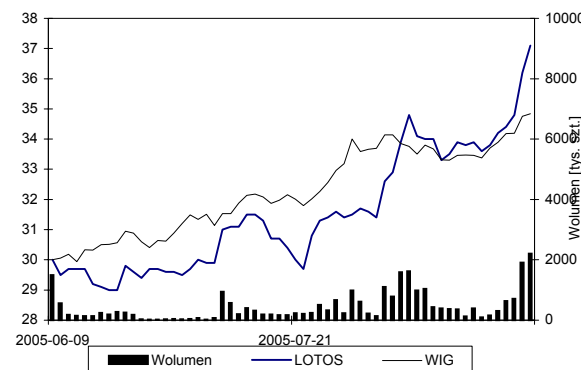


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	98.49	89.13	98.49	89.13	-9.5%	
Zysk operac.	8.52	5.18	8.52	5.18	-39.2%	5.8%
Zysk brutto	6.41	3.48	6.41	3.48	-45.7%	3.9%
Zysk netto	5.31	2.90	5.31	2.90	-45.5%	3.2%
Aktywa			307.55	408.90		
Kapitał wł.			124.63	187.06		
BETA (I '04 - I '05)		-4.86			Zmiana ceny:	1 miesiąc -19%
Max. 52 tyg. [PLN]		132.00				6 miesięcy -93%
Min. 52 tyg. [PLN]		8.30				12 miesięcy -93%

LOTOS		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				05.09.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	37.10	Wartość rynkowa [mln PLN]	4 218		Cena docelowa	35.50
	EV [mln PLN]	3714.3	Wartość Księgowa [mln PLN]	3 778		Free float	41%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	8658.3	407.5	372.4	289.5	132.6	113.7	14.57	9.99	2.77	0.49	8.05	0.09
2004	11193.6	641.5	718.6	572.0	139.5	113.7	7.37	5.93	2.03	0.38	5.57	0.15
2005P	8558.2	528.1	554.2	401.6	253.5	113.7	10.50	6.44	1.06	0.49	4.76	0.14
2006P	8553.5	476.4	498.4	373.4	307.4	113.7	11.30	6.20	0.97	0.49	5.58	0.11

* dane skonsolidowane

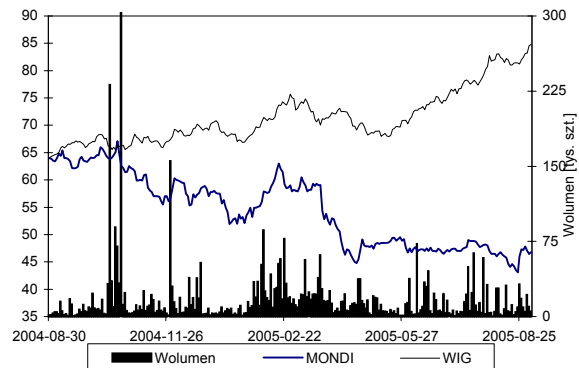


mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	0.00	1 485.84	0.00	1 485.84	0.0%	
Zysk operac.	0.00	84.19	0.00	84.19	0.0%	5.7%
Zysk brutto	0.00	84.29	0.00	84.29	0.0%	5.7%
Zysk netto	0.00	52.75	0.00	52.75	0.0%	3.6%
Aktywa			0.00	5 023.27		
Kapitał wł.			0.00	2 619.91		
BETA (I '04 - I '05)					Zmiana ceny:	1 miesiąc 17%
Max. 52 tyg. [PLN]		37.10				6 miesięcy
Min. 52 tyg. [PLN]		0.00				12 miesięcy

MONDI			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			03.08.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	46.80	Wartość rynkowa [mln PLN]	2 340		Cena docelowa	51.00
	EV [mln PLN]	2521.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	580		Free float	19%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	1280.4	260.3	190.6	147.6	136.0	50.0	15.85	8.25	3.44	1.83	6.36	0.10
2004	1306.5	272.3	377.9	310.1	119.5	50.0	7.55	5.45	3.16	1.79	5.81	0.12
2005P	1250.4	162.9	168.6	136.6	110.5	50.0	17.13	9.47	3.37	1.87	8.52	0.07
2006P	1359.4	202.7	204.8	168.0	106.0	50.0	13.93	8.54	3.22	1.72	7.79	0.08

dane jednostkowe



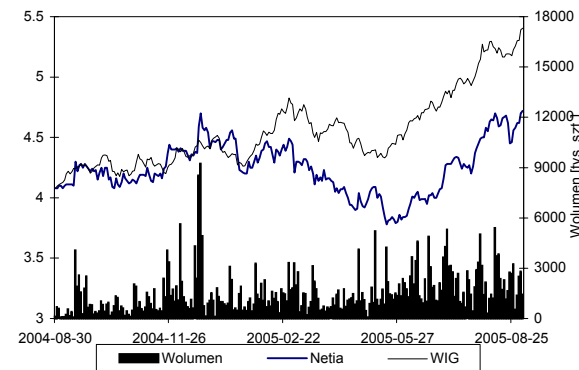
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	335.45	326.14	335.45	326.14	-2.8%	
Zysk operac.	62.96	42.35	62.96	42.35	-32.7%	13.0%
Zysk brutto	57.85	54.14	57.85	54.14	-6.4%	16.6%
Zysk netto	44.78	44.68	44.78	44.68	-0.2%	13.7%
Aktywa			1 610.82	1 540.85		
Kapitał wł.			767.76	887.25		

BETA (I '04 - I '05)	0.52	Zmiana ceny:	1 miesiąc	1%
Max. 52 tyg. [PLN]	67.10		6 miesięcy	-23%
Min. 52 tyg. [PLN]	43.1		12 miesięcy	-26%

NETIA			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			w trakcie aktualizacji	
	Cena [PLN]	4.72	Wartość rynkowa [mln PLN]	2 011		Cena docelowa	4.50
	EV [mln PLN]	1813.7	Wartość Księgowa [mln PLN]	2 138		Free float	100%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	701.1	-840.1	-728.8	-729.1	268.4	345.0			0.79	2.32		
2004	897.2	85.8	113.7	159.2	238.8	426.0	12.63	5.05	0.88	2.24	5.14	0.05
2005P	965.3	122.8	133.3	133.3	245.1	426.0	15.08	5.31	0.92	2.08	3.86	0.09
2006P	994.2	135.7	148.3	108.3	236.9	426.0	18.57	5.82	0.90	2.02	3.46	0.11

* dane skonsolidowane



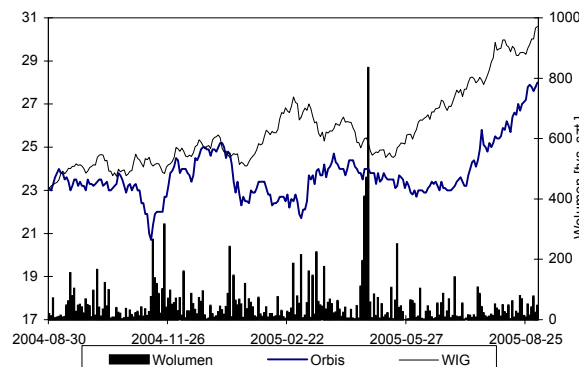
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	207.18	216.38	207.18	216.38	4.4%	
Zysk operac.	28.18	24.79	28.18	24.79	-12.0%	11.5%
Zysk brutto	36.91	27.86	36.91	27.86	-24.5%	12.9%
Zysk netto	36.68	23.11	36.68	23.11	-37.0%	10.7%
Aktywa			2 882.41	2 634.47		
Kapitał wł.			2 136.98	2 369.58		

BETA (I '04 - I '05)	0.69	Zmiana ceny:	1 miesiąc	5%
Max. 52 tyg. [PLN]	4.72		6 miesięcy	10%
Min. 52 tyg. [PLN]	3.78		12 miesięcy	15%

ORBIS			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			w trakcie aktualizacji	
	Cena [PLN]	28.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	1 290		Cena docelowa	
	EV [mln PLN]	1567.2	Wartość Księgowa [mln PLN]	1 212		Free float	45%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	811.0	55.0	68.0	47.0	87.5	46.1	27.45	9.59	1.07	1.59	11.00	0.04
2004	919.0	79.0	87.0	65.0	91.0	46.1	19.85	8.27	1.03	1.40	9.02	0.05
2005P	973.0	101.0	96.0	66.0	92.0	46.1	19.55	8.17	0.98	1.33	7.70	0.07
2006P	1038.0	113.0	96.0	79.0	91.0	46.1	16.33	7.59	0.95	1.24	6.32	0.09

* dane skonsolidowane



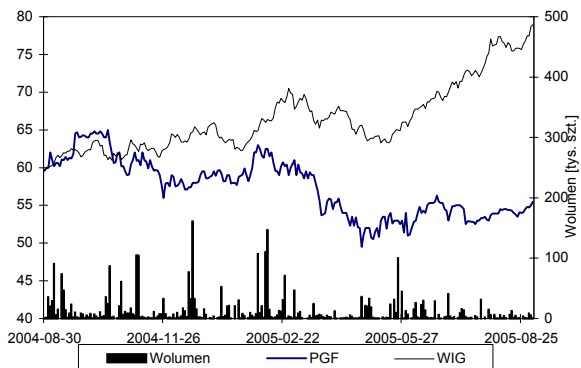
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	173.52	184.80	173.52	184.80	6.5%	
Zysk operac.	-15.08	-16.85	-15.08	-16.85		-9.1%
Zysk brutto	-12.28	-19.06	-12.28	-19.06		-10.3%
Zysk netto	-11.59	-19.52	-11.59	-19.52		-10.6%
Aktywa			2 158.09	2 162.02		
Kapitał wł.			1 527.62	1 565.88		

BETA (I '04 - I '05)	0.41	Zmiana ceny:	1 miesiąc	10%
Max. 52 tyg. [PLN]	28.00		6 miesięcy	27%
Min. 52 tyg. [PLN]	20.70		12 miesięcy	19%

PGF		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				16.05.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	55.50	Wartość rynkowa [mln PLN]	679		Cena docelowa	50.40
	EV [mln PLN]	979.1	Wartość Księgowa [mln PLN]	170		Free float	48%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	3568.7	73.4	64.7	36.8	16.6	12.2	18.45	12.70	4.13	0.19	9.20	0.09
2004	3947.3	60.9	63.7	50.0	20.4	12.4	13.76	9.78	3.60	0.17	10.46	0.07
2005P	3944.3	65.4	59.7	48.1	20.1	12.5	14.42	10.17	3.06	0.18	11.63	0.07
2006P	4178.6	73.3	69.0	55.6	21.6	12.6	12.60	9.08	2.65	0.17	10.55	0.07

* dane skonsolidowane



wg raportu skonsolidowanego

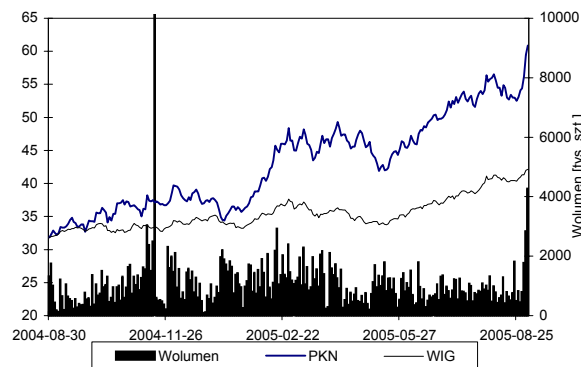
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	931.25	997.48	931.25	997.48	7.1%	
Zysk operac.	21.70	21.76	21.70	21.76	0.3%	2.2%
Zysk brutto	21.82	20.43	21.82	20.43	-6.4%	2.0%
Zysk netto	17.32	15.98	17.32	15.98	-7.7%	1.6%
Aktywa			480.55	1 273.36		
Kapitał wł.			181.15	211.96		

BETA (I '04 - I '05)	-0.05	Zmiana ceny:	1 miesiąc	3%
Max. 52 tyg. [PLN]	65.00		6 miesięcy	-7%
Min. 52 tyg. [PLN]	49.50		12 miesięcy	-10%

PKN ORLEN*		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				05.09.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	60.90	Wartość rynkowa [mln PLN]	26 047		Cena docelowa	58.90
	EV [mln PLN]	26991.5	Wartość Księgowa [mln PLN]	12 957		Free float	49%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	24412.0	1267.0	1219.0	987.0	1207.0	427.7	26.39	11.87	2.74	1.07	11.47	0.04
2004	30565.0	2750.0	3016.0	2396.0	1219.0	427.7	10.87	7.21	2.23	0.85	7.17	0.10
2005P	35031.6	2983.6	2885.0	2305.8	1226.0	427.7	11.30	7.38	1.99	0.74	6.23	0.11
2006P	29369.1	2500.5	2528.0	2016.7	1275.2	427.7	12.92	7.91	1.87	0.89	6.93	0.10

* Skonsolidowane według PSR



wg raportu skonsolidowanego

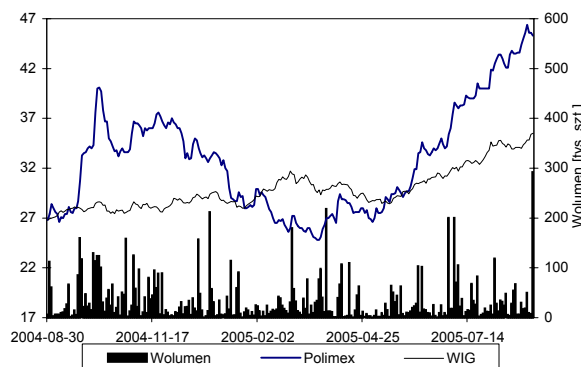
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	6 340.22	6 805.91	6 340.22	6 805.91	7.3%	
Zysk operac.	527.46	807.54	527.46	807.54	53.1%	11.9%
Zysk brutto	492.64	786.08	492.64	786.08	59.6%	11.5%
Zysk netto	383.25	640.76	383.25	640.76	67.2%	9.4%
Aktywa			13 012.43	21 144.26		
Kapitał wł.			9 525.41	12 305.50		

BETA (I '04 - I '05)	1.49	Zmiana ceny:	1 miesiąc	10%
Max. 52 tyg. [PLN]	60.90		6 miesięcy	29%
Min. 52 tyg. [PLN]	32.20		12 miesięcy	87%

POLIMEX-MOSTOSTAL SIEDLCE		Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				30.06.2005	Kupuj
	Cena [PLN]	45.30	Wartość rynkowa [mln PLN]	666		Cena docelowa	43.80
	EV [mln PLN]	710.9	Wartość Księgowa [mln PLN]	172		Free float	76%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	1238.7	63.5	52.1	28.0	35.6	14.7	23.82	10.49	4.76	0.54	7.92	0.08
2004	1706.2	72.6	63.7	45.7	32.2	14.7	14.59	8.56	3.09	0.39	6.88	0.10
2005P	1805.9	67.4	59.7	41.9	32.2	14.7	15.92	9.00	2.72	0.37	7.24	0.09
2006P	1986.5	75.7	68.4	49.9	32.2	14.7	13.37	8.12	2.44	0.34	6.63	0.11

dane skonsolidowane pro-forma, tak jakby do połączenia Polimeksu i Mostostalu Siedlce doszło przed 1 stycznia 2003 r.



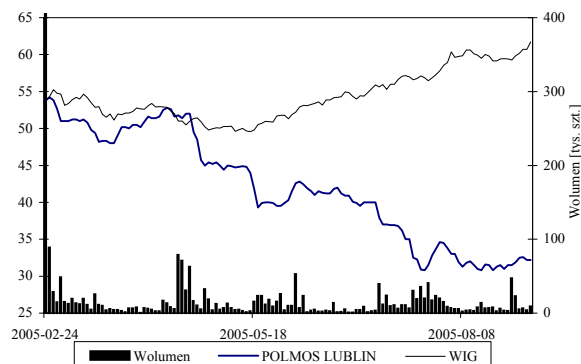
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	135.82	379.26	135.82	379.26	179.2%	
Zysk operac.	6.96	16.82	6.96	16.82	141.6%	4.4%
Zysk brutto	6.02	13.46	6.02	13.46	123.6%	3.5%
Zysk netto	3.38	8.82	3.38	8.82	161.4%	2.3%
Aktywa			350.59	1 024.70		
Kapitał wł.			118.96	240.86		

BETA (I '04 - I '05)	0.70	Zmiana ceny:	1 miesiąc	8%
Max. 52 tyg. [PLN]	46.40		6 miesięcy	74%
Min. 52 tyg. [PLN]	24.80		12 miesięcy	62%

POLMOS LUBLIN			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			22.08.2005	Akumuluj
	Cena [PLN]	32.20		Wartość rynkowa [mln PLN]	146	Cena docelowa	35.00
	EV [mln PLN]	226.5		Wartość Księgowa [mln PLN]	129	Free float	46%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	304.8	10.9	8.7	6.4	2.0	3.0	15.20	11.60	2.64	0.32	5.90	0.14
2004	338.6	20.1	17.1	12.5	6.1	3.0	7.78	5.24	1.97	0.29	2.49	0.31
2005P	317.8	7.4	2.2	1.8	2.7	4.5	83.17	32.48	1.06	0.46	15.21	0.05
2006P	393.8	19.3	17.4	13.7	4.7	4.5	10.61	7.91	0.96	0.37	6.56	0.12

* dane skonsolidowane



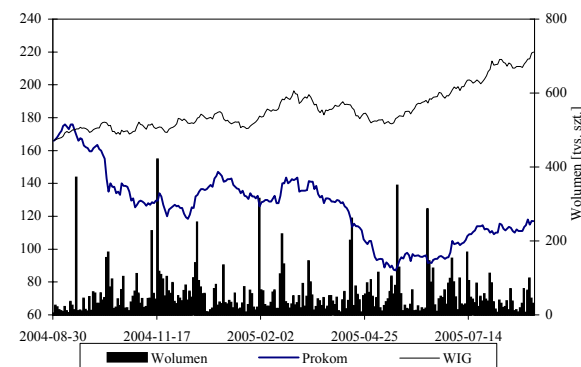
	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
	79.33	69.88	79.33	69.88	-11.9%	
	1.44	1.24	1.44	1.24	-13.9%	1.8%
	1.08	0.73	1.08	0.73	-31.9%	1.1%
	0.78	0.07	0.78	0.07	-90.6%	0.1%
			89.43	196.39		
			37.78	115.76		

BETA (I '04 - I '05)		Zmiana ceny:	1 miesiąc	-2%
Max. 52 tyg. [PLN]	54.20		6 miesięcy	-37%
Min. 52 tyg. [PLN]	30.80		12 miesięcy	

PROKOM SOFTWARE			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			w trakcie aktualizacji	
	Cena [PLN]	117.00		Wartość rynkowa [mln PLN]	1 625	Cena docelowa	
	EV [mln PLN]	1581.6		Wartość Księgowa [mln PLN]	750	Free float	55%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	874.0	106.3	20.6	4.2	21.2	13.8	384.18	63.40	2.26	1.85	12.52	0.07
2004	900.0	71.8	31.3	25.4	25.0	13.9	63.99	32.25	2.20	1.81	18.34	0.04
2005P	1259.6	149.0	144.5	117.1	25.0	13.9	13.88	11.44	1.90	1.29	9.99	0.09
2006P	1394.0	166.9	166.4	134.8	25.0	13.9	12.06	10.17	1.64	1.17	8.54	0.10

dane jednostkowe, 2003 - dane nie uwzględniające straty na likwidacji aktywów internetowych



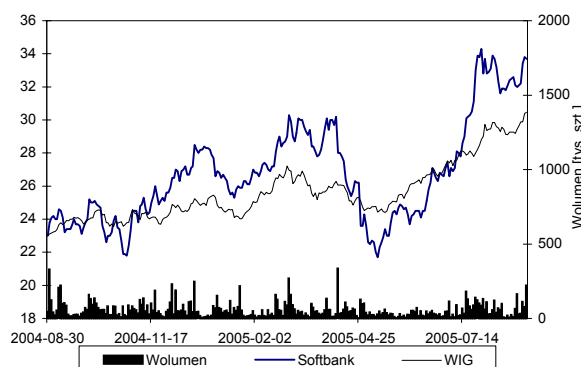
	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	181.98	111.91	181.98	111.91	-38.5%	
Zysk operac.	31.53	9.37	31.53	9.37	-70.3%	8.4%
Zysk brutto	24.53	3.05	24.53	3.05	-87.6%	2.7%
Zysk netto	19.87	1.88	19.87	1.88	-90.5%	1.7%
Aktywa			274.54	1 370.05		
Kapitał wł.			739.34	764.64		

BETA (I '04 - I '05)	1.24	Zmiana ceny:	1 miesiąc	7%
Max. 52 tyg. [PLN]	176.00		6 miesięcy	-14%
Min. 52 tyg. [PLN]	87.10		12 miesięcy	-31%

SOFTBANK			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji			02.09.2005	Akumuluj
	Cena [PLN]	33.70		Wartość rynkowa [mln PLN]	706	Cena docelowa	36.70
	EV [mln PLN]	726.0		Wartość Księgowa [mln PLN]	126	Free float	52%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	344.7	5.6	-0.3	2.2	12.2	21.0	319.76	49.14	5.51	2.05	36.96	0.01
2004	488.0	46.4	24.8	30.5	10.8	21.0	23.15	17.10	4.45	1.45	12.69	0.06
2005P	517.0	48.7	48.7	47.6	12.0	25.2	17.82	14.24	2.69	1.64	13.66	0.06
2006P	693.3	72.7	75.5	70.0	16.1	25.2	12.12	9.85	2.51	1.22	8.51	0.10

* dane skonsolidowane



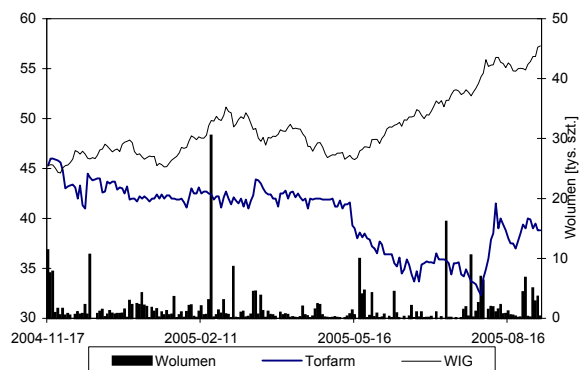
wg raportu skonsolidowanego		I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	mln PLN	74.88	96.63	74.88	96.63	29.0%	
Zysk operac.		0.15	4.46	0.15	4.46	2835.5%	4.6%
Zysk brutto		3.41	5.64	3.41	5.64	65.6%	5.8%
Zysk netto		3.03	4.71	3.03	4.71	55.6%	4.9%
Aktywa				529.66	457.05		
Kapitał wł.				136.52	143.40		

BETA (I '04 - I '05)	0.91	Zmiana ceny:	1 miesiąc	3%
Max. 52 tyg. [PLN]	34.30		6 miesięcy	12%
Min. 52 tyg. [PLN]	21.70		12 miesięcy	39%

TORFARM			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				24.03.2005	Akumuluj
	Cena [PLN]	38.80	Wartość rynkowa [mln PLN]	105			Cena docelowa	46.00
	EV [mln PLN]	124.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	63			Free float	24%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	1099.0	8.4	10.4	7.5	1.8	2.0	10.35	8.34	2.85	0.07	11.03	0.07
2004	1309.1	7.4	12.8	10.1	2.5	2.7	10.45	8.38	1.54	0.08	14.11	0.05
2005P	1496.2	11.0	13.2	10.7	3.6	2.7	9.86	7.38	1.33	0.07	8.54	0.09
2006P	1684.0	14.1	14.3	11.6	3.5	2.7	9.10	6.99	1.16	0.06	7.09	0.11

dane jednostkowe



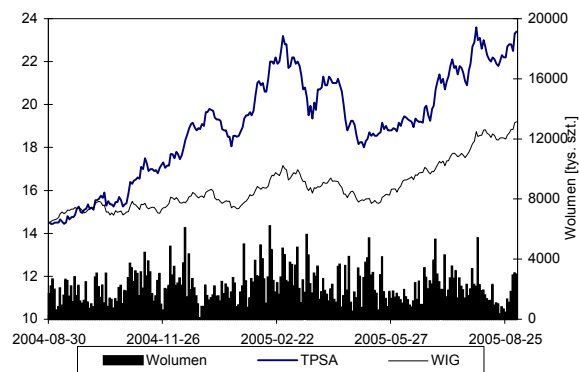
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	313.06	355.63	313.06	355.63	13.6%	
Zysk operac.	2.61	1.06	2.61	1.06	-59.2%	0.3%
Zysk brutto	3.18	1.63	3.18	1.63	-48.6%	0.5%
Zysk netto	2.54	1.30	2.54	1.30	-48.8%	0.4%
Aktywa			257.60	323.75		
Kapitał wł.			29.75	68.74		

BETA (I '04 - I '05)		Zmiana ceny:	1 miesiąc	8%
Max. 52 tyg. [PLN]	46.00		6 miesięcy	-8%
Min. 52 tyg. [PLN]	32.30		12 miesięcy	

TPSA			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				08.02.2005	Trzymaj
	Cena [PLN]	23.40	Wartość rynkowa [mln PLN]	32 760			Cena docelowa	19.50
	EV [mln PLN]	46539.0	Wartość Księgowa [mln PLN]	10 452			Free float	46%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	18309.0	2994.0	1443.0	925.0	4360.0	1400.0	35.42	6.20	2.36	1.79	6.33	0.06
2004	18564.0	3494.0	3065.0	2209.0	4195.0	1400.0	14.83	5.12	2.04	1.76	5.61	0.08
2005P	18676.0	3618.0	2448.0	1780.0	4058.0	1400.0	18.40	5.61	1.98	1.75	5.50	0.09
2006P	18486.0	3295.0	2372.0	1725.0	4052.0	1400.0	18.99	5.67	1.97	1.77	5.75	0.08

* dane skonsolidowane



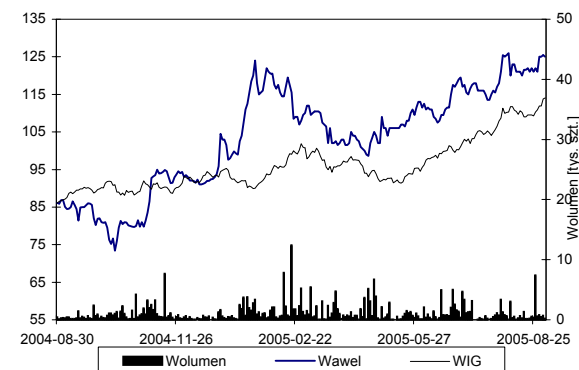
mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	4 588.00	4 441.00	4 588.00	4 441.00	-3.2%	
Zysk operac.	1 009.00	964.00	1 009.00	964.00	-4.5%	21.7%
Zysk brutto	836.00	657.00	836.00	657.00	-21.4%	14.8%
Zysk netto	583.00	412.00	583.00	412.00	-29.3%	9.3%
Aktywa			34 861.00	34 308.00		
Kapitał wł.			16 145.00	16 531.00		

BETA (I '04 - I '05)	1.50	Zmiana ceny:	1 miesiąc	2%
Max. 52 tyg. [PLN]	23.60		6 miesięcy	5%
Min. 52 tyg. [PLN]	14.45		12 miesięcy	61%

WAWEL			Data ostatniej aktualizacji/zmiany rekomendacji				22.03.2005	Akumuluj
	Cena [PLN]	125.00	Wartość rynkowa [mln PLN]	187			Cena docelowa	120.00
	EV [mln PLN]	189.3	Wartość Księgowa [mln PLN]	68			Free float	29%

Rok	Sprzedaż [mln PLN]	EBIT [mln PLN]	Zysk brutto [mln PLN]	Zysk netto [mln PLN]	Amortyz. [mln PLN]	Liczba akcji [mln]	P/E	P/CE	P/BV	MC/S	EV/EBITDA	EBIT/EV
2003	165.9	8.1	7.9	5.0	5.1	1.5	37.44	18.57	3.94	1.13	14.18	0.04
2004	199.1	18.0	24.6	18.9	4.7	1.5	9.91	7.93	2.77	0.94	8.33	0.10
2005P	210.3	17.2	13.0	10.5	11.3	1.5	17.86	8.61	2.59	0.89	8.53	0.07
2006P	226.9	21.0	17.5	14.2	12.0	1.5	13.21	7.15	2.16	0.83	6.94	0.09

* dane skonsolidowane



mln PLN	I Q'04	I Q'05	I-I Q'04	I-I Q'05	dynamika I Q'05/04	marża I-I Q'05
Przych. netto	50.62	52.11	50.62	52.11	3.0%	
Zysk operac.	3.16	4.24	3.16	4.24	34.3%	8.1%
Zysk brutto	3.20	5.13	3.20	5.13	60.3%	9.8%
Zysk netto	2.51	4.02	2.51	4.02	60.5%	7.7%
Aktywa			93.70	119.68		
Kapitał wł.			50.12	71.54		

BETA (I '04 - I '05)	0.08	Zmiana ceny:	1 miesiąc	0%
Max. 52 tyg. [PLN]	126.00		6 miesięcy	14%
Min. 52 tyg. [PLN]	73.40		12 miesięcy	44%

Wybrane spółki średniej kapitalizacji

Spółka	Cena	ZN 2004	Prognoza ZN 2005	Prognoza ZN 2006	2004	2005	2006	4 ostatnie kwartały		PEG			
					P/E	EV / EBITDA	P/E	EV / EBITDA	P/E		EV / EBITDA	P/E	EV / EBITDA
Produkcyjne													
Amica	27.80	34252	22500	28000	7.09	4.13	10.80	4.05	8.68	3.84	8.64	4.25	-0.74
Apator	126.50	35360	28000		12.05	7.69	15.22				10.23	7.58	
Boryszew	15.65	78905	70600	70700	2.23	1.52	2.64	1.46	2.64	1.37	2.55	1.60	-0.27
Cersanit	119.00	104805	119122	142000	15.10	9.61	13.28	8.82	11.14	7.22	15.65	9.70	0.92
Dębica	76.00	94806	150000		11.06	6.76	6.99	5.64			17.19	8.56	
Duda	10.95	14094	39100		2.55	2.17	1.21	0.73			2.97	2.00	
Ekodrob	3.99	-3903				11.45						11.52	
Elzab	16.40	809	4559		25.37	2.56	4.50	2.60			39.40	2.68	
Forte	11.20	25706	26881	30932	7.54	5.99	9.87	4.78	8.58	4.00	11.49	6.32	-1.21
Groclin	93.00	43304	43550	58000	11.81	8.28	11.75	7.84	8.82	6.03	13.36	8.45	0.75
Hoop	12.80	-10324	5626	8608		8.21	29.78	5.11	19.46	4.82		8.66	
Hydrotor	21.70	3999			13.59	6.50					13.39	6.21	
Indykpol	69.50	12665	13830	15936	17.15	12.52	15.70	5.44	13.63	5.16	15.05	11.97	1.41
Jelfa	67.20	9619	15700	22159	47.51	10.65	29.11	8.79	20.62	7.76		14.44	0.92
Jutrzenka	79.00	8161	7555	8634	26.79	11.55	28.93	13.17	25.32	11.94	15.25	7.63	9.38
Kęty	137.00	92420	98000	97000	15.57	9.45	14.68	9.40	14.83	8.61	16.88	10.02	6.36
Krosno	8.55	18586	22140	38651	11.63	5.79	9.76	5.11	5.59	3.50	13.37	6.08	0.26
Mennica	81.10	39388			13.53	8.22					12.75	7.94	
Mieszko	2.51	134	3900	6000	127.58	4.30	4.38	3.73	2.85	3.36		5.20	0.22
Odlownie	3.98		4355	4200									
Polifarb		7243	15312	16705									
Relpol	55.80	6115	9765		7.80	4.59	4.89	3.61			8.06	4.68	
Rollimpex		25280	28150	36000									
Ropczyce	20.50	10037	3846		9.41	5.20	24.55	7.68			12.42	5.90	
Sanok*	130.00	43348			10.18	5.98					11.92	6.09	
Sokołów	4.88	42154	38245	48257	11.60	7.75	12.78	5.47	10.13	5.02	15.97	8.02	1.66
Wawel	125.00	18911	10496	14188	9.91	7.66	17.86	6.11	13.21	5.28	9.50	7.34	-0.74
Wilbo	2.17	-1224	5000			7.97	7.03	3.27				6.91	
Wistil	199.00		5400	5500									
Wólczanka	33.80	2151			28.25	9.95					61.32	10.31	
Żywiec	502.00	276854			20.55	10.37					21.40	10.30	
Handel													
Eldorado	33.80	15006	18600	22000	14.95	6.43	12.06	5.48	10.19	4.33	17.09	6.49	0.71
Farmacol	35.70	58523	58400	61800	4.76	11.05	14.30	9.68	13.52	8.62	13.54	10.52	-0.12
Alma Market	24.00	19138	9532		4.03	2.75	8.10	4.00			3.96	2.86	
LPP	930.00	45782	64500	94800	34.60	22.09	24.56	14.68	16.71	9.80	32.93	20.48	0.79
PGF	54.70	41362	48100	55600	16.18	8.72	13.91	7.83	12.04	7.06	16.89	8.64	1.02
Budownictwo / Nieruchomości													
Budimex	43.90	757	29000	42000			38.65	15.35	26.69	11.92	224.15		2.30
Echo	129.50	34119	41300		39.85	11.92	32.92	12.83			15.95	7.58	
Orbis	27.60	55989	66000	79000	22.71	7.38	19.27	6.59	16.10	6.23	29.17	7.53	1.21
Polimex	45.60	42120	41900	49900	10.39	5.27	10.45	4.40	8.77	4.06	9.30	4.57	1.18
IT													
Comarch	59.00	14086	24100	29000	28.17	15.47	16.78	10.72	13.94	9.58	33.40	17.24	0.67
Computerland	96.50	13706	32200	52700	47.70	8.84	20.50	8.31	12.53	7.02	46.30	9.28	0.50
Emax	102.00	9549	22200	23430	36.21	9.59	15.58	9.27	14.76	9.13	24.79	8.70	0.64
Softbank	33.40	30484	43600	57500	22.95	12.23	16.05	13.33	12.17	11.21	21.63	10.99	0.61
Sterprojekt	8.35	-43350	19300										
Telekomunikacja													
Netia	4.62	159802	133300	108300	9.96	5.51	12.53	4.54	15.43	4.48	10.85	5.32	-0.51

Prognozy DI BRE Banku S.A.

W przypadku braku prognoz DI BRE uwzględniana jest średnia prognoza rynku

* prognozy zarządu



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

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

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

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

Sprzedawcy:

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

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

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

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

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

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

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69
Aleksander.Mazur@dibre.com.pl

Analitycy:

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

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

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

Sławomir Sklinda tel. (+48 22) 697 47 41
Specjalista ds. analiz
Slawomir.Sklinda@dibre.com.pl
Chemia

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
Specjalista ds. analiz
Andrzej.Lis@dibre.com.pl
IT

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
Specjalista ds. analiz
Krzysztof.Radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, inne

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Specjalista ds. analiz
Marta.Jezewska@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
skr. pocztowa 21
www.dibre.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**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje były przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny 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 Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 3 Przeglądu Miesięcznego.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.