

# Prognozy wyników kwartalnych za IV kw. '06 – WIG 20

Nadchodzący sezon wyników kwartalnych nie powinien wstrząsnąć rynkiem. W związku ze spadkiem zysków w branży energetycznej oraz telekomunikacyjnej, średnia dynamika zysków będzie słabsza niż we wcześniejszych kwartałach 2006. W pierwszych trzech kwartałach roku blue chipy odnotowały imponującą dynamikę w ujęciu r/r – 13% w I kw., 38% w II kw. oraz 20% w III kw. Bazując na 15 analizowanych przez nas spółkach z indeksu WIG 20, szacujemy, że skumulowany zysk netto największych spółek wzrósł w IV kw. '06 o 4% r/r oraz 3% kw/kw. Zgodnie z naszą prognozą około 65% spółek prawdopodobnie odnotuje poprawę wyników, a 35% pogorszenie. We wcześniejszych kwartałach 2006, odsetek firm notujących poprawę zysków w stosunku do roku 2005 oscylował w przedziale 70-80%. Imponującą dynamikę EPS w ostatnim kwartale powinny wykazać banki. Prognozujemy, że wszystkie banki zarejestrują wzrost zysków w przedziale 16-121%, a skumulowany zysk netto wzrośnie o 36% w stosunku do IV kw. roku poprzedniego. Spółki medialne powinny pokazać trzycyfrową dynamikę zysków, chociaż w przypadku Agory baza porównawcza jest mocno zaniżona. Słaby kwartał czeka na pewno spółki telekomunikacyjne ze względu na spadek przychodów oraz rafinerie przez niższe marże w związku ze spadkami cen ropy.

## Prognoza wyników 4kw '06

PLN in millions, unless otherwise stated

Company	4Q 2006E	4Q 2005	y/y chng	3Q 2006	q/q chng
Agora	17.6	8.5	107.1%	8.7	102.3%
Bioton	22.6	6.3	259.9%	16.3	38.6%
BPH	410	311	31.7%	308	32.9%
BRE	104	47	121.3%	126	-17.1%
Kety	20.0	15.0	33.3%	25.2	-20.7%
KGHM	718	660	8.8%	825	-13.0%
Lotos	69	408	-83.0%	200	-65.3%
Netia	-24.4	-11.6	n.a.	17.7	n.a.
Pekao	469	406	15.6%	456	2.9%
PGNiG	237	214	11.1%	130	82.4%
PKN Orlen	334	340	-1.9%	1,026	-67.5%
PKO BP	581	386	50.6%	614	-5.2%
Prokom	23.6	36.3	-35.0%	30.2	-21.9%
TPSA	419	512	-18.1%	689	-39.2%
TVN	131.0	67.6	193.8%	-3.3	n.a.

Source: DM BZ WBK estimates

## Research analysts:

**Marek Juraś**

+48 22 586 8100; marek.juras@bzwbk.pl

**Paweł Burzyński**

+48 22 586 8155; pawel.burzynski@bzwbk.pl

**Flawiusz Pawluk**

+48 22 586 8233; flawiusz.pawluk@bzwbk.pl

**Paweł Puchalski**

+48 22 586 8095; pawel.puchalski@bzwbk.pl

**Andrzej Szymański**

+48 22 586 8159; andrzej.szymanski@bzwbk.pl

**Tomasz Sokołowski**, Research Associate

+48 22 586 8236; tomasz.sokolowski@bzwbk.pl

**Marta Rossa**, Research Associate

+48 22 586 8225; marta.rossa@bzwbk.pl

## Macroeconomic team:

**Maciej Reluga**

+48 22 586 8363; maciej.reluga@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

+48 22 586 8333; piotr.bielski@bzwbk.pl

**Piotr Bujak**

+48 22 586 8341; piotr.bujak@bzwbk.pl

**Cezary Chrapek**

+48 22 586 8342; cezary.chrapek@bzwbk.pl

## Opracowanie wersji polskiej:

**Michał Cichosz**

+48 61 856 4155; michal.cichosz@bzwbk.pl

**Kalendarz publikacji wyników za 4kw '06***PLN in millions, unless otherwise stated*

<b>Company</b>	<b>4Q'06 data publikacji raportu</b>
Agora	19 Mar 07
BPH	01 Mar 07
Bioton	28 Feb 07
BRE	31 Jan 07
Kety	01 Feb 07
KGHM (uncons)	14 Feb 07
Lotos	01 Mar 07
Netia	01 Mar 07
Pekao	21 Feb 07
PGNiG	01 Mar 07
PKN Orlen	01 Mar 07
PKO BP	28 Feb 07
Prokom	28 Feb 07
TPSA	30 Jan 07
TVN	21 Feb 07

*Source: Company data***Banki**

**Podsumowanie.** Sezon wyników w sektorze bankowym będzie mocny i podobny do poprzedniego. Oczekujemy, że wielka czwórka banków osiągnie wzrost zysków o 36% r/r oraz 4% kw/kw. (w poprzednim kwartale odpowiednio 26% r/r oraz 5% kw/kw). Wierzymy, że roczny wzrost EPS po 4 kw. powinien być w przedziale 16-121% w porównaniu do 13-125% rocznego wzrostu po trzecim kwartale.

**Wolumeny.** Kredyty konsumenckie wzrosły w ostatnim kwartale 2006 o 21,3mld PLN (6,1%), nieco lepiej niż 19,2mld PLN (5,9%) zarejestrowane w 3 kw. '06. W całym 2006 roku wzrost wartości kredytów udzielonych przez banki wyniósł 69,7mld PLN (23,4%), w porównaniu do 15% wzrostu oczekiwanego przez nas na początku roku. Kluczowym czynnikiem były kredyty detaliczne, które odnotowały wzrost o 13,2mld PLN (7,6%), nieco mniej niż 13,4mld PLN (8,3%) w poprzednim kwartale.

Depozyty ogółem wzrosły w IV kwartale o 23mld PLN (6,2%), co stanowi prawie połowę całorocznej zmiany w wysokości 51,7mld PLN (15%) zarejestrowanej przez sektor bankowy w Polsce. Klienci indywidualni zwiększyli bankowe salda w ostatnich 3 miesiącach 2006 o 8,7mld PLN (4,1%), a firmy o 14mld PLN (12,6%). W 2006 roku depozyty detaliczne wzrosły o 19,7mld PLN (9,7%); jednakże, większa zmiana miała miejsce w segmencie korporacyjnym – 25,5mld PLN (25,6%).

Aktywa funduszy inwestycyjnych w IV kw. '06 były średnio o 64% wyższe niż rok wcześniej (dodatkowo przy dużo wyższej rentowności). Wpływy netto wyniosły 7,4mld PLN, 8% wyższe od wartości z 2005. W porównaniu do III kwartału wpływy netto wzrosły aż o 92%, a aktywa netto o 14%. Brokerzy również powinni się pozytywnie przyczynić do wyniku, bo zarówno obroty na GPW jak i transakcje typu investment banking były o wiele większe od wartości z 2005.

**Przychody.** Niewielka obniżka marży jest kolejny raz możliwa, chociaż silne wolumeny powinny pozwolić na lepszy wynik z tytułu prowizji. IV kwartał jest sezonowo najlepszy dla banków, więc przy korzystnym stałym dochodzie, rynkach kapitałowych oraz warunkach na rynku walutowym, dynamika przychodów na poziomie 9-25% jest bardzo prawdopodobna.

**Koszty operacyjne.** Sezonowo najgorszy kwartał, ale PKO BP oraz Pekao powinny odnotować spadek kosztów r/r. Tylko BRE Bank doświadczy silniejszego wzrostu na tej pozycji.

**Koszt ryzyka.** Oprócz PKO BP, gdzie przewidujemy niewielkie negatywne rezerwy w porównaniu do ich uwolnienia w 3 kw. '06, poziomy rezerw z tytułu „złych kredytów” powinny być na podobnym poziomie do wartości z poprzedniego kwartału. Tradycyjnie Pekao i BPH pokażą najwyższe wartości w tej dziedzinie, a PKO BP i BRE zarejestrują relatywnie niższe poziomy rezerw.

**Zysk netto.** Prawdopodobnie dynamika będzie podobna do tej zanotowanej w 3 kw '06. Wzrost EPS będzie znów największy w BRE, a najniższy w Pekao. ROE dla banków dużej kapitalizacji wyniósł w przedziale 16-25%.

#### Proгноза результатов за IV кв. '06 - PKO BP

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Net interest income	987	906	8.9	964	2.4
Revenue from banking operations	1,607	1,280	25.6	1,540	4.4
Operating costs	-970	-1,137	-14.7	-932	4.0
Net provisions	-30	55	n.a.	16	n.a.
Net income	581	386	50.6	614	-5.2
Loans to customers	59,076	46,884	26.0	55,221	7.0
Liabilities to customers	86,942	76,344	13.9	82,021	6.0
Total Assets	103,647	91,865	12.8	97,094	6.7
Net interest margin (%)	4.3	4.3	0.0	4.4	-0.1
Cost/Income (%)	55.8	73.9	-18.1	55.1	0.7
ROE (%)	23.6	17.9	5.7	26.5	-2.9

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

Oczekujemy, że PKO BP pokaże silny wzrost wolumenów, szczególnie w przypadku kredytów hipotecznych (3mld PLN) oraz kredytów konsumenckich (1,4mld PLN). Zakładając dobrą kontrolę kosztów i niewielki poziom rezerw, zysk netto w ujęciu rocznym powinien wzrosnąć o 50%.

#### Proгноза результатов за IV кв. '06 - Pekao

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Net interest income	611	598	2.3	592	3.3
Revenue from banking operations	1 201	1 106	8.6	1 119	7.4
Operating costs	-590	-609	-3.2	-566	4.2
Net provisions	-58	-48	21.1	-51	13.1
Net income	469	406	15.6	456	2.9
Loans to customers	32,996	28,224	16.9	31,239	5.6
Liabilities to customers	53,687	46,848	14.6	51,131	5.0
Total Assets	75,140	61,972	21.2	68,551	9.6
Net interest margin (%)	3.9	4.3	-0.4	4.0	0.0
Cost/Income (%)	48.9	53.7	-4.8	49.8	-0.8
ROE (%)	21.8	19.7	2.1	22.5	-0.7

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

Pekao powinien odnotować solidny poziom zysków wspomagany odrodzeniem w działalności związanej z segmentem rynku kapitałowego. Oczekujemy, że spadek kosztów operacyjnych widoczny już w 3 kw. będzie dalej podtrzymany i szacujemy 3,2% r/r obniżki na tej pozycji.

**Proгноza wyników za IV kw. '06 - BPH**
*PLN in millions, unless otherwise stated*

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Net interest income	566	504	12.2	555	1.9
Revenue from banking operations	991	810	22.3	900	10.0
Operating costs	-420	-365	15.1	-406	3.4
Net provisions	-60	-59	1.7	-64	-6.2
Net income	410	311	31.7	308	32.9
Loans to customers	36,991	31,889	16.0	35,505	4.2
Liabilities to customers	40,582	37,305	8.8	38,650	5.0
Total Assets	67,020	57,880	15.8	65,407	2.5
Net interest margin (%)	3.6	3.7	0.0	3.7	0.0
Cost/Income (%)	42.2	44.6	-2.4	46.2	-4.0
ROE (%)	24.3	19.9	4.5	19.6	4.7

*Source: Company data, DM BZ WBK estimates*

BPH, jak informował już prezes, ma przedstawić „spektakularne” rezultaty za IV kw. '06. Trzeba odnotować, iż zysk netto będzie mocno zawyżony przez zysk na rezerwach z tytułu portfela „złych kredytów”. Pozycja ta, po słabszym 3 kwartale, będzie prawdopodobnie zaskakująco dobra. Oczekujemy, że dynamika EPS wyniesie 32%, a zysk netto 410mln PLN.

**Proгноza wyników za IV kw. '06 - BRE**
*PLN in millions, unless otherwise stated*

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Net interest income	201	144	39.2	195	2.9
Revenue from banking operations	431	379	13.6	428	0.6
Operating costs	-288	-254	13.2	-272	5.9
Net provisions	-10	-28	-62.9	-7	39.0
Net income	104	47	121.3	126	-17.1
Loans to customers	24,589	15,464	59.0	22,683	8.4
Liabilities to customers	24,341	20,443	19.1	22,748	7.0
Total Assets	41,007	33,150	23.7	39,336	4.2
Net interest margin (%)	2.2	2.1	0.1	2.2	0.0
Cost/Income (%)	66.0	73.3	-7.3	62.7	3.3
ROE (%)	16.4	9.1	7.3	20.9	-4.5

*Source: Company data, DM BZ WBK estimates*

Pomimo tego, iż zarząd BRE zasugerował 3 miesiące temu, że zysk netto za 4 kw. '06 powinien wynieść 65mln PLN, oczekujemy wyniku nieco poniżej 100mln PLN, ponieważ koniunktura była zbyt dobra, aby bank z tego nie skorzystał.

## Energia

Był to bardzo trudny kwartał dla spółek rafineryjnych w związku z niekorzystnym otoczeniem makro. Zyski PKN oraz Lotosu zostały mocno ograniczone przez spadki cen ropy i niższe marże. Sytuacja jest zdecydowanie inna w przypadku PGNiG, który powinien korzystać dzięki silnej złotówce w stosunku do dolara oraz relatywnie wysokich temperaturach w 4 kwartale. W najbliższej przyszłości zyski Lotosu i PKN powinny spadać r/r, a wyniki PGNiG powinny nieco się poprawiać.

Ogólnie rzecz biorąc, warunki makroekonomiczne w 4 kw. '06 nie były dobre. Marże rafineryjne spadły o 31% kw/kw i 48% r/r do poziomu 2,7 USD/bbl. W międzyczasie dyferencjał Ural-Brent pozostał w tym okresie na podobnym poziomie 3,5 USD/bbl, a ceny ropy naftowej spadły o 15% kw/kw do 59,6 USD/bbl, co powinno mieć negatywny efekt na wycenę zapasów.

**PKN Orlen**

Raport za 4 kw. '06 będzie słaby w wyniku niższych marż, negatywnego efektu wyceny zapasów oraz efektu jednorazowych zdarzeń związanych z przerwami w produkcji PKN i Unipetrolu przy instalacji urządzeń. Szacujemy, że zysk netto ostatecznie wyniesie 334mln PLN, prawie tyle samo co rok temu, ale 67% mniej niż w 3 kw. EBIT spadnie 69% kw/kw i 7,8% r/r do wartości 369mln PLN.

W sektorze rafineryjnym EBIT będzie mniejszy o 52% i wyniesie 169mln PLN, co przełoży się na 50mln PLN mniej dla EBIT ogółem. Dodatkowo PKN ucierpi na niższych cenach ropy, co przełoży się na 150mln PLN negatywnego efektu wyceny zapasów. Z minusów trzeba jeszcze powiedzieć o kursie PLN/USD, bo rodzima waluta zyskała r/r 9,1%. Pozytywnym aspektem jest za to wyższy wolumen produkcji (8-10% r/r).

Wyniki w segmencie chemicznym i petrochemicznym powinny być słabe pomimo wyższych marż oraz wolumenów. Marże na dwóch kluczowych produktach: etylenie i propylenie były wyższe r/r o 20%, a wolumen w tym czasie powinien wzrosnąć r/r o 10%. Jednakże segmenty te ucierpią ze względu na koszty zamknięcia Chemopetrolu, które obniżą EBIT o 50mln PLN. Ostatecznie prognozujemy 200mln PLN zysku operacyjnego w segmencie petrochemicznym oraz 50mln PLN w segmencie chemicznym. Segment detaliczny prawdopodobnie znów pozytywnie zaskoczy – szacujemy 80mln PLN zysku operacyjnego przy 10% wzroście wolumenu. PKN kontynuuje wprowadzanie systemu cięcia kosztów, a największej poprawy oczekujemy w tej kwestii ze strony Unipetrolu. Szacujemy, że wartość oszczędności w 4 kw. '06 z tytułu programu OPTIMA może wynieść na poziomie EBIT ok. 50mln PLN. Unipetrol powinien dołożyć ok. 60mln PLN w stosunku do 68mln PLN z roku poprzedniego, ale dane za 4 kw. '06 zawierają 17mln EUR kary nałożonej na Kauczuk. Wynik na działalności finansowej prawdopodobnie będzie negatywny na poziomie 25mln PLN, a kwota ta będzie pokryta dzięki zyskom z Polkomteli i udziałów w innych spółkach.

**Prognoza wyników za IV kw. '06 – PKN Orlen**

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	14,006	12,969	8.0	14,148	-1.0
EBITDA	871	1,018	-14.4	1,681	-48.2
EBIT	369	400	-7.8	1,179	-68.7
Net profit	334	340	-1.9	1,026	-67.5

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

**Lotos**

Zyski Lotosu w ostatnim kwartale 2006 będą raczej rozczarowujące, a zysk netto powinien wynieść 69mln PLN (42% mniej r/r), a EBIT 103mln PLN. Podobnie jak w przypadku PKN, wyniki obciążają niższe marże oraz negatywny efekt wyceny zapasów. Jednakże, Lotos zdoła wypełnić prognozę na cały 2006 rok i zarobi na czysto 657mln PLN.

Zysk operacyjny w segmencie rafineryjnym spadnie kw/kw o 62% do 75mln PLN. Wolumen powinien spaść kw/kw o 5-10% w związku z wysokimi temperaturami oraz sezonowo słabszym popytem na paliwa. Wycena zapasów obciąży negatywnie EBIT na 40mln PLN.

Zysk operacyjny z działalności wydobywczej powinien być na poziomie 38mln PLN, 19% mniej kw/kw - głównie z powodu spadku cen ropy. Wolumen produkcji prognozujemy na stałym poziomie 65 kt. Prognozy Lotosu dotyczące całorocznego wolumenu produkcji

wynoszą 260 kt. Segment detaliczny znów powinien być poniżej progu rentowności w związku z sezonowo słabym popytem. Prognozujemy EBIT w wysokości 10mln PLN. Generalnie spadki cen ropy działają pozytywnie na wyniki segmentu detalicznego, ale sieci punktów Lotosu nadal brakuje efektu skali.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – Lotos

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	3,550	2,955	20.2	3,702	-4.1
EBITDA	181	507	-64.3	331	-45.3
EBIT	103	433	-76.2	254	-59.5
Net profit adj.	69	120	-42.3	200	-65.3
Net profit	69	408	-83.0	200	-65.3

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

#### PGNiG

Nie powinno być żadnej większej zmiany w stosunku do zysku netto z 4 kw. '05. Mimo tego oczekujemy dwucyfrowej dynamiki wzrostu na poziomie operacyjnym. Generalnie spółka powinna importować gaz po koszcie podobnym do tego z 3 kw. a umocnienie złotówki do dolara zadziała pozytywnie na wyniki. Dodatkowo, na cieplejszej pogodzie powinna skorzystać działalność handlowa, a tracić działalność dystrybucyjna – bilans na skonsolidowany EBIT powinien być pozytywny.

Segment wydobywczy i produkcyjny zarejestrują prawdopodobnie 150mln PLN zysku operacyjnego, mniej od 245mln PLN w 3 kw. w związku z niższymi cenami ropy i wolumenami produkcji.

Na pozycji zysku netto zmiana w porównaniu z rokiem poprzednim (wynik zawyżony przez uwolnienie rezerw) będzie niewielka, bo w 4 kw. nie przewidujemy żadnych zdarzeń nadzwyczajnych.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – PGNiG

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	4,450	4,008	11.0	2,773	60.4
EBITDA	619	563	10.0	470	31.8
EBIT	293	243	20.7	143	104.4
Net profit	237	214	11.1	130	82.4

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Sektor metalowy i wydobywczy

Rezultaty w sektorze metalowym i wydobywczym nie będą oszałamiające, ale powinny przynieść r/r dwucyfrową dynamikę. Jednakże, będą słabsze w ujęciu kw/kw w związku ze spadkami cen metali oraz czynnikami sezonowymi. W szczególności, inwestorów może negatywnie zaskoczyć KGHM, który r/r może mieć jednocyfrowy wzrost zysku pomimo wyższej średniej ceny surowca. Cena miedzi w 4 kw. wzrosła r/r o 65% do 7088 USD/t, a ceny aluminium o 31% do 2743 USD/t. Wzrost cen miedzi był generalnie pozytywny dla KGHM, ale w ujęciu kwartalnym cena spadła o 7,6% - pierwszy raz od roku 2003. Kęty będące dużym konsumentem aluminium jest negatywnie narażony na ceny surowca.

## Kęty

Oczekujemy, że spółka odnotuje solidne wyniki i zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu. Konsekwentnie oczekujemy, że zysk netto wyniesie 20mln PLN, wzrost r/r o 33%. EBIT powinien być na poziomie 30mln PLN, 63% w górę r/r. Spółka powinna odnotować wzrost przychodów do 285mln PLN (+38% r/r) dzięki silnemu wzrostowi w segmencie systemów aluminiowych (+40% r/r) oraz profili aluminiowych (+50%). Po raz kolejny powolny wzrost oczekiwany jest w sektorze opakowań.

### Prognoza wyników za IV kw. '06 – Kęty

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	285.0	205.6	38.6	289.5	-1.6
EBITDA	41.1	28.3	45.4	46.5	-11.6
EBIT	30.0	18.4	63.0	35.4	-15.2
Net profit	20.0	15.0	33.3	25.2	-20.7

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## KGHM

KGHM prawdopodobnie uzyska w 4 kw. 718mln PLN zysku netto, (+8,8% r/r). W ujęciu kwartalnym inwestorzy mogą być jednak trochę rozczarowani, bo zysk netto spadnie o 13%, a EBIT aż o 37%. Wartość zysku operacyjnego, obniżona wyższymi kosztami jednostkowymi produkcji oraz niższymi wolumenami sprzedaży, powinna wynieść ok. 792mln PLN. Wartość wolumenu sprzedaży miedzi prognozujemy na 138 tys. ton, (-10% r/r), a wolumen produkcji miedzi na 285 ton, praktycznie bez zmian r/r. W międzyczasie ceny miedzi oraz srebra wyniosły odpowiednio 7988 USD/t (+65%) oraz 405 USD/kg (+56%).

Jednostkowe koszty produkcji wzrosły do 12000 PLN/t (+45% r/r oraz +4% kw/kw). Stało się w związku z większymi kosztami odpadów oraz bonusami dla pracowników, które dołożyły dodatkowo 80mln PLN. Dodatkowo KGHM zamierza używać więcej importowanej miedzi ze względu na niższy wolumen własnej produkcji. Straty z hedgingu powinny spaść do 700mln PLN.

### Prognoza wyników za IV kw. '06 – KGHM

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	2,968	2,421	22.6	3,339	-11.1
EBITDA	878	938	-6.4	1,343	-34.7
EBIT	792	862	-8.2	1,257	-37.0
Net profit	718	660	8.8	825	-13.0

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Telekomy

### TPSA

Oczekujemy, że TPSA zarejestruje w ujęciu kwartalnym 2,5% spadku sprzedaży do poziomu 4,6mld PLN, co przełoży się na wzrost skonsolidowanych przychodów r/r o 1,2%. Jeśli nie będzie żadnych dodatkowych rezerw, spółka powinna osiągnąć 419mln USD zysku netto oraz marżę EBITDA w wysokości 38,5% (44,5% wyłączając rezerwy). Byłoby to 3,4 p.p. więcej r/r, ale 6,7 p.p. mniej kw/kw. Pomimo tego, iż wyniki końcowe za 2006 rok powinny być osiągnięte przy marży EBITDA równej 42,5%, to główna część działalności (wyłączając rezerwy) była prowadzona w całym roku na marży 44%, co jest zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu.



4 kwartał będzie pierwszym, w którym TPSA ucierpi w wyniku progresu deregulacji rynku telekomunikacyjnego, a wartościowo wpływ tego procesu można przeliczyć na 100mln PLN mniej na poziomie zysku operacyjnego. Oczekujemy, że przychody z segmentu telefonii stacjonarnej powinny spaść 1,6% kw/kw oraz 8,3% r/r. Dobra koniunktura na rynku telefonii komórkowej powinna spowodować wzrost przychodów spółki w tym segmencie o 17,4% r/r (19,7% w całym roku 2006), a w ujęciu kwartalnym bez mian.

Szacujemy, że TPSA zarejestruje 40mln PLN straty z tytułu hedgingu na dług. Ponadto oczekujemy 300mln PLN rezerw: 1) 3-letni program odpraw dla 5,7 tys. pracowników (250mln PLN); 2) rezerwy z tytułu kar nałożonych przez regulatora (50mln PLN). Nie sądzimy, aby spółka utworzyła rezerwy na styczniową karę w wysokości 360mln PLN, ponieważ po stronie TPSA wydają się być aspekty prawne oraz nieformalne wsparcie UE. Na koniec szacujemy, że efektywna stopa podatkowa w 4 kwartale wyniesie 18% - podobnie jak w pierwszej połowie 2006.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – TPSA

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	4,615	4,686	-1.5	4,734	-2.5
EBITDA	1,775	1,644	8.0	2,141	-17.1
EBIT	675	612	10.3	1,014	-33.4
Net profit	419	512	-18.1	689	-39.2

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

#### Netia

Prognozujemy, że Netia osiągnie przychody w wartości 230mln PLN (-3,1% r/r i bez zmian kw/kw). Przychody w całym roku wyniosą 882mln PLN. Roczne porównania są zniekształcone przez konsolidację ProFutro, która dołożyła do skonsolidowanych wyników w 4 kw. 14mln PLN. Ponadto skonsolidowane przychody zostały zwiększone przez sprzedaż hurtową (115mln PLN YTD, której udział w przychodach za pierwsze 3 kwartały 2006 prawie się podwoił do poziomu 17,7%). Oczekujemy, że przychody w usług głosowych spadną r/r o 11% do 101mln PLN i nie będą pokryte przez wzrost w segmencie przesyłu danych czy usługach sieciowych.

Rozczarowujące wyniki działalności WiMax-u przełożą się na niższe koszty, a marża EBITDA w 4 kw. oraz za cały 2006 rok wyniosą odpowiednio 28,4% i 31,4%. Jednakże po skorygowaniu jednorazowych transakcji (12mln PLN w 4 kw. i 63mln PLN w całym roku) otrzymujemy jeszcze niższe marże odpowiednio na poziomie 23,2% oraz 24,3%. Ponadto wyniki za 4 kw. będą mocno obciążone (20mln PLN) przez kosztowną kampanię reklamową P4.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – Netia

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	229.6	237.1	-3.2	230.5	-0.4
EBITDA	65.7	93.3	-29.5	94.7	-30.6
EBIT	-4.3	31.0	n.a.	25.1	n.a.
Net profit	-24.4	-11.6	n.a.	17.7	n.a.

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Media

#### Agora

Jako, że 4 kw. jest zawsze najlepszym okresem dla spółek medialnych, oczekujemy, że także wyniki Agory będą relatywnie mocne. Jednakże, będą one dobre tylko w porównaniu z bardzo słabym wynikiem z 4kw. '05 obciążonym kosztami w wysokości 27mln PLN z



nieudanego wprowadzenia gazety „Nowy Dzień”. Szacujemy, że przychody z reklam Gazety Wyborczej wzrosną o 4% w porównaniu do zerowej dynamiki w 2 oraz 3 kwartale. Nie oczekujemy spadku przychodów z reklam (oprócz tych związanych Nowym Dniem) jako, że 2% wzrost nakładu GW był prawdopodobnie powiązany z promocjami w innych mediach, szczególnie w telewizji. Ogólnie rezultat za 4 kw. powinien być neutralny dla rynku, bo nie wniesie nic nowego do perspektyw tego biznesu.

#### Proгноza wyników za IV kw. '06 – Agora

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	295.0	329.2	-10.4%	245.2	20.3%
EBITDA adj.	48.0	44.5		29.7	
EBITDA	40.0	37.4	7.0%	24.4	63.9%
EBIT	22.0	12.3	78.9%	5.8	279.3%
Net profit	17.6	8.5	107.1%	7.4	137.8%

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

### TVN

Sądzimy, że 4 kw. będzie kolejnym mocnym okresem dla TVN. Po konsolidacji Grupy Onet przychody wzrosną o 45%, a EBITDA o 60%. Plany motywacyjne powinny obniżyć EBITDA o 16mln PLN. Silniejsza złotówka w stosunku do euro będzie mieć pozytywny wpływ i pomimo braku odsetek z ITI Media Bond, wynik na działalności finansowej powinien być dodatni w wartości 25mln PLN. W związku z niską płynnością obligacji o wysokiej rentowności, cena rynkowa ma duży wpływ na wycenę związanej z nimi opcji, z której TVN ciągle księguje przychód finansowy. Jednakże z racji zbliżającego się terminu wykupu obligacji wartość ta powinna spadać.

Wyniki są zgodne z zapowiedziami zarządu, które zakładały na 2006 rok wzrost przychodów o 29-32% przy marży EBITDA na poziomie 33-35%. Uważamy, że spółce uda się osiągnąć nawet nieco lepszy rezultat: przychody wzrosną o 34%, a marża EBITDA wyniesie 35%.

#### Proгноza wyników za IV kw. '06 – TVN

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	398.8	275.0	45.0	215.4	85.1
EBITDA adj.	172.3	97.7		49.8	
EBITDA	156.3	97.7	60.0	33.6	4X
EBIT	142.3	90.8	56.7	19.4	6X
Net profit	129.7	67.6	91.8	-3.3	n.a.

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

### IT

#### Prokom

Oczekujemy, iż wyniki z działalności operacyjnej Prokomu za IV kwartał 2006 roku będą mało zadawalające. Główne powody takiej sytuacji można upatrywać w braku nowych projektów w polskim sektorze IT, co będzie wpływało na słabe rezultaty spółki matki. Brak podpisanych kontraktów z sektorem publicznym znacznie zmniejszył przychody spółki, co nie zostało zrekomensowane zyskami uzyskanymi z niewielkiego segmentu małych i średnich przedsiębiorstw. Ponadto, ani Spin, ani PVT konsolidowany bezpośrednio przez Prokom, nie są w stanie pozytywnie zaskoczyć inwestorów swoimi przychodami. Wszystkie te czynniki powinny zmniejszyć skonsolidowane wyniki ze sprzedaży w czwartym

kwartale 2006 roku do poziomu 500 mln PLN, co oznacza spadek o 27% r/r. Spowoduje to spadek rocznych przychodów do niezadowalającego poziomu 1.7 mld PLN (- 9% r/r).

Prognozujemy, że Prokom osiągnie w 4 kw. najniższą marżę EBITDA w tym roku na poziomie 11,1% (- 3,9 p.p gorzej kw/kw oraz 0,4 p.p. mniej r/r). Przełoży się to na zbliżoną wartość EBIT raz EBITDA do wyników w poprzednim kwartale. Jednakże przy braku długoterminowych kontraktów, ani przychodów z jednorazowych transakcji, zysk brutto zmniejszy się o 10mln PLN kw/kw do wartości 50mln PLN. Oczekujemy, że kwartalna stawka podatku skoczy znów do 10%, ponieważ ok. 47% zysku netto wróci w wyniku udziałów mniejszościowych. Założenia te wzmocnią jeszcze dwucyfrowy spadek zysku netto kw/kw i r/r, co przełoży się na zerową dynamikę zysku netto w całym 2006 roku. Zakładamy, że wartość zysku netto wyniesie w 2006 roku 80mln PLN. Optymistyczny scenariusz zakłada rezultat wyższy o jedyne 5mln PLN, pozostawiając niewiele miejsca na pozytywną niespodziankę w tym kwartale.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – Prokom

PLN in millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	514.0	701.0	-26.7	373.3	37.7
EBITDA	57.0	80.4	-29.1	56.3	1.3
EBIT	37.1	58.3	-36.4	40.1	-7.4
Net profit	23.6	36.3	-35.0	30.2	-21.9

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Biotechnologia

### Bioton

Bioton powinien przedstawić rekordowe wyniki, napędzane bezpośrednio bardzo wysoką sprzedażą na rodzimym rynku, ograniczoną w pewien sposób przez niższe od oczekiwań przychody ze sprzedaży na rynku rosyjskim. Oczekujemy, że Bioton spełni obietnice dotyczące poziomu sprzedaży na polskim rynku, ale nie te mówiące o 28% udziale spółki. Większa sprzedaż wynikała z wzrostu całego rynku, a nie wzmocnieniu na nim pozycji Biotonu.

Szacujemy, że przychody spółki wzrosną w 4 kw. '06 o 59% r/r do 77,3mln PLN, co przełoży się na 229,6mln PLN (+51% r/r) przychodów w całym roku 2006. 12mln PLN z tego, w porównaniu do 20mln PLN zakładanych wcześniej przez zarząd, będzie osiągnięte z rynku rosyjskiego.

Wykup licencji Ferring oraz rosnąca skala działalności w biznesie związanym z insuliną powinna przełożyć się na dalszą poprawę marży brutto – +1,2 p.p kw/kw oraz +6,2 p.p r/r. Przy trzymany pod kontrolą kosztach sprzedaży oraz kosztach zarządu, zysk operacyjny zostanie prawie podwojony i wyniesie 28,7mln PLN. Wynik zawiera negatywny wpływ SciGenu szacowany na 2mln PLN.

W przeciwieństwie do 3 kw. spółka nie powinna tym razem wykazać znaczących operacji o charakterze jednorazowym. Podsumowując, szacujemy, że zysk netto będzie ponad dwa razy większy niż rok temu i osiągnie 21,8mln PLN.

#### Prognoza wyników za IV kw. '06 – Bioton

In PLN millions, unless otherwise stated

	4Q 2006E	4Q 2005	y/y (%)	3Q 2006	q/q (%)
Sales	77.3	48.7	58.7	56.3	37.3
EBITDA	32.1	13.5	137.0	52.7	-39.1
EBIT	28.7	11.0	160.5	48.7	-41.0
Net profit	21.8	6.3	246.8	51.3	-57.6
Adj. EBIT*	25.7	11.0	133.3	13.7	87.7
Adj. Net profit*	21.8	6.3	246.8	10.8	109.3

Source: Company data, DM BZ WBK estimates, \*3Q'06 adj. by PLN 35m SciGen goodwill recognition

Raport jest kierowany do inwestorów indywidualnych. Dane do wykresów dostarcza EPFR, GPW i DM BZ WBK S.A. Źródłem pozostałych danych są PAP, Reuters, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Dane prezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK S.A. za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK S.A. nie może zagwarantować ich dokładności i pełności.

Niniejsze opracowanie i zawarte w nim komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.