

# Prognozy wyników kwartalnych za I kw. '07 – WIG 20

Nadchodzący sezon wyników raczej nie będzie mocnym argumentem do dalszych zwyżek. Pomimo świetnego otoczenia makro, roczna dynamika zysku netto w I kwartale dla WIG 20 powinna wynieść jedynie 11%, niewiele mniej aniżeli 13% wzrost odnotowany rok temu. Dla porównania – roczna dynamika zysków kwartalnych w 2006 roku oscylowała pomiędzy 18% spadkiem w IV kwartale a 38% wzrostem w II kwartale.

Bazując na 15 analizowanych przez nas spółkach z WIG 20, szacujemy, że łączny zysk netto największych polskich spółek wzrósł w 1 kw. '07 o 11% r/r oraz 30% kw/kw. Zgodnie z naszą prognozą, w I kw. '07 około 65% spółek powinno poprawić r/r wyniki, a 35% wykaże spadek zysków. W roku 2006 wskaźnik spółek o dodatniej dynamice zysków oscylował między 60-80%, więc oczekiwana dynamika na poziomie 11% w połączeniu z 65% wskaźnikiem spółek notujących dodatnią dynamikę nie jest imponującym osiągnięciem.

Imponująca dynamika EPS w I kwartale powinna być zanotowana przez banki. Szacujemy, że wzrost zysków dla poszczególnych banków powinien wynieść r/r od 16% do nawet 159%. Łączny zysk netto największych banków w I kwartale '07 może być o 42% wyższy niż rok temu. W sektorze Telekom TPSA ma szansę pokazać pokaźną 20% dynamikę zysków, z kolei Netia powinna r/r potroić straty. Oczekujemy, że spółki naftowe oraz KGHM zarejestrują negatywną dynamikę w związku z negatywnym efektem wyceny zapasów, oraz w wyniku jednorazowych zdarzeń i odpisów rachunkowych.

## Prognoza zysku netto - 1kw '07

PLN in millions, unless otherwise stated

Company	1Q 2007E	1Q 2006	y/y chng	4Q 2006	q/q chng
Agora	6.0	0.5	n/a	15.4	-61.0
Bioton	18.8	8.6	118.3	29.5	-36.4
BPH	470	285	65.1	351	34.0
BRE	204	79	158.6	115	77.1
Cersanit	34.1	33.7	1.2	22.1	154.3
KGHM	748	872	-14.2	565	32.3
Lotos	93	103	-9.5	86	8.7
Netia	-32.9	-10.8	n.a.	-31.6	n.a.
Pekao	485	418	15.9	467	3.7
PGNiG	652	621	5.0	366	78.4
PKN Orlen	259	365	-29.0	146	77.0
PKO BP	636	482	32.0	552	15.1
Prokom	9.8	12.1	-18.7	31.5	-68.8
TPSA	542	450	20.4	381	42.2
TVN	44.0	48.9	-10.0	128.1	-65.7

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:

**Tomasz Kaczmarek**

+48 61 856 5177; toasz.kaczmarek@bzwbk.pl

**Michał Cichosz**

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

**Kalendarz publikacji wyników za 1kw '07**

PLN in millions, unless otherwise stated

Company	1Q'07 results release date
Agora	15-May-07
BPH	09-May-07
Bioton	15-May-07
BRE	27-Apr-07
Cersanit	15-May-07
KGHM (uncons)	5-May-07
Lotos	15-May-07
Netia	15-May-07
Pekao	09-May-07
PGNiG	15-May-07
PKN Orlen	15-May-07
PKO BP	15-May-07
Prokom	15-May-07
TPSA	24-Apr-07
TVN	15-May-07

Source: Company data

**Banki**

**Podsumowanie.** I kwartał roku będzie bardzo silny, dodatkowo wzmocniony także przez jednorazowe zdarzenia (sprzedaż aktywów). Oczekujemy, że cztery największe banki odnotują zysk netto wyższy o 42% aniżeli rok temu oraz 21% lepszy niż w poprzednim kwartale ( w poprzednim kwartale łączny zysk netto wzrósł r/r o 32%, ale spadł 3% kw/kw). Oczekujemy, że roczna dynamika wśród banków powinna wynieść r/r 16-159% w porównaniu do 13-145% r/r w IV kwartale 2006.

**Wolumeny.** Kredyty konsumenckie wzrosły w I kwartale o 25,1mld PLN (6,8%), nieco lepiej aniżeli 21,3mld PLN (6,1%) odnotowane w 4 kw. '06. Kredyty detaliczne pozostały głównym motorem w sektorze, rosnąc w pierwszych trzech miesiącach roku o 15,1mld PLN (8,0%), niewiele wyżej od 13,2mld PLN (7,6%) zarejestrowanych w poprzednim kwartale. Kredyty w segmencie korporacyjnym wzrosły w najwyższym tempie od początku obecnej dekady i wykonały prawie połowę dynamiki z całego roku 2006 – 8,2mld PLN (5,7%) w I kw. '07 vs. 5,3mld PLN (3,8%) wzrostu w IV kw. 06.

Wartość depozytów ogółem zwiększyła się w pierwszym kwartale 2007 o 13,7mld PLN (3,4%), znacząco mniej niż 23mld PLN (6,2%) wzrostu w poprzednim kwartale (który jest zazwyczaj sezonowo najlepszym okresem). W I kwartale 2007 klienci indywidualni zwiększyli saldo swoich rachunków bankowych o 4mld PLN (1,8%) w porównaniu do 8,7mld PLN (4,1%) w IV kw. '06. Przedsiębiorstwa dodały 8,2mld PLN (5,7%) vs. 14mld PLN (12,6%) w poprzednim kwartale.

Aktywa funduszy inwestycyjnych były średnio o 60% wyższe w I kw. '07 w porównaniu do I kw. '06 (przy o wiele zyskowniejszej strukturze), a wpływy netto wyniosły 12,5mld PLN (+39% r/r). W stosunku do IV kw.'06, w pierwszych trzech miesiącach 2007 wpływy do funduszy inwestycyjnych wzrosły 69%, a aktywa netto zwiększyły się o prawie 18%. Brokerzy po raz kolejny będą mieli istotny wpływ na skonsolidowane wyniki, bo obroty na GPW wzrosły r/r o 59%.

**Przychody.** Marża odsetkowa pozostała w I kw. '07 prawie niezmienną w stosunku do poziomów z roku poprzedniego, co w połączeniu z silnymi wolumenami powinno pozwolić na istotny wzrost zysku odsetkowego r/r.

**Koszty operacyjne.** Po dość nietypowych wydarzeniach w poprzednim kwartale, oczekujemy bardziej przewidywalnych wyników w pierwszych trzech miesiącach 2007. PKO BP prawdopodobnie pokaże spadek kosztów r/r, a inne banki powinny zanotować od niskiego jednocyfrowego wzrostu (Pekao, BPH) do wysokiego jednocyfrowego wzrostu w

przypadku BRE Banku.

**Koszty ryzyka.** Oczekujemy, że ostanie trendy dotyczące rezerw zostały podtrzymane, implikując podobne lub niższe poziomy rezerw r/r. Tradycyjnie Bank Pekao oraz BPH pokażą wyższe poziomy rezerw, a BRE Bank relatywnie niższy.

**Zysk netto.** Znakomita dynamika – łączny wzrost zysku netto 42% r/r, (24% po skorygowaniu o wydarzenia jednorazowe). Wzrost EPS był po raz kolejny największy w przypadku BRE Banku, a najniższy dla Pekao. ROE dla największych banków wynosiło 21-30%.

#### PKO BP: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Net interest income	1,020	905	12.8	993	2.7
Revenue from banking operations	1,630	1 451	12.3	1,604	1.6
Operating costs	-980	-1 001	-2.1	-1,143	-14.2
Net provisions	-20	-26	-23.5	18	-211.4
Net income	636	482	32.0	552	15.1
Loans to customers	62,553	50,135	24.8	58,939	6.1
Liabilities to customers	85,387	78,553	8.7	82,900	3.0
Total Assets	104,591	94,039	11.2	101,246	3.3
Net interest margin (%)	4.4	4.3	0.1	4.4	0.0
Cost/Income (%)	54.1	60.8	-6.6	62.2	-8.1
ROE (%)	24.4	21.4	3.1	22.4	2.0

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

Uważamy, że PKO BP pokaże rekordowo wysokie wyniki w oparciu o bardzo silny segment kredytów detalicznych oraz normalizację kosztów operacyjnych. Zakładając wysoki jednocyfrowy wzrost przychodów i lekki spadek kosztów operacyjnych, zysk netto powinien wzrosnąć r/r o 32%.

#### Pekao: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Net interest income	615	571	7.7	641	-4.1
Revenue from banking operations	1,215	1,118	8.7	1,260	-3.6
Operating costs	-600	-582	3.0	-632	-5.1
Net provisions	-60	-58	2.8	-62	-2.7
Net income	485	418	15.9	467	3.7
Loans to customers	33,194	28,525	16.4	31,778	4.5
Liabilities to customers	53,088	48,494	9.5	51,794	2.5
Total Assets	69,449	64,833	7.1	67,704	2.6
Net interest margin (%)	4.1	4.0	0.0	4.3	-0.2
Cost/Income (%)	48.8	51.4	-2.6	50.6	-1.8
ROE (%)	21.3	19.4	1.8	21.7	-0.4

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

Bank Pekao prawdopodobnie pokaże solidne wyniki wspierane przez świetne zachowanie rynków kapitałowych. Negatywny wpływ ukraińskiej spółki zależnej zmniejszył się w porównaniu do ostatniego kwartału 2006, podczas gdy koszty związane z fuzją nie obniżyły znacząco zysku netto w minionym kwartale.

**BPH: 1Q'07 results preview**

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Net interest income	560	520	7.8	553	1.3
Revenue from banking operations	1,094	847	29.2	911	20.1
Operating costs	-420	-407	3.3	-403	4.1
Net provisions	-70	-70	-0.3	-19	274.4
Net income	470	285	65.1	351	34.0
Loans to customers	37,248	32,535	14.5	35,594	4.6
Liabilities to customers	42,682	37,933	12.5	41,439	3.0
Total Assets	66,613	62,721	6.2	64,757	2.9
Net interest margin (%)	3.7	3.7	0.0	3.6	0.0
Cost/Income (%)	38.7	48.3	-9.6	45.7	-7.0
ROE (%)	26.3	17.3	9.0	20.8	5.5

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

W I kw. '07 BPH odnotuje rekordowo wysoki zysk netto zwiększony przez zysk kapitałowy ze sprzedaży funduszu emerytalnego (179mln PLN zysku brutto). Przy braku jednorazowych kosztów, wyniki operacyjne powinny być 14% wyższe niż rok temu.

**BRE: 1Q'07 results preview**

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Net interest income	210	171	22.7	200	4.8
Revenue from banking operations	565	381	48.4	483	16.9
Operating costs	-280	-257	8.9	-301	-7.0
Net provisions	-10	-23	-55.7	-6	73.6
Net income	204	79	158.6	115	77.1
Loans to customers	25,420	19,373	31.2	23,045	10.3
Liabilities to customers	25,657	19,499	31.6	24,670	4.0
Total Assets	44,591	35,558	25.4	42,331	5.3
Net interest margin (%)	2.2	2.2	-0.1	2.2	-0.1
Cost/Income (%)	49.1	66.1	-16.9	62.7	-13.6
ROE (%)	30.5	14.6	15.9	18.0	12.4

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

Rezultaty BRE Banku będą zniekształcone przez sprzedaż spółki zajmującej się usługami asset management. Sprzedaż może dodać 100mln PLN zysku kapitałowego brutto oraz zredukować przychody oraz koszty związane z tą jednostką o ok. 8mln PLN. Po wyłączeniu tych czynników, zyski netto powinien wzrosnąć kw/kw o 13% oraz 77% r/r.

## Energia

To był raczej słaby kwartał dla spółek paliwowych pomimo dobrego otoczenia makro. Ogólnie, szacujemy, że zysk netto spadnie w ujęciu r/r z powodu negatywnego efektu wyceny zapasów oraz czynników jednorazowych. Generalnie, marże rafinerijne skoczyły 83% kw/kw oraz 95% r/r do prawie 5.0 USD/bbl. w I kwartale. W międzyczasie dyferencjał Ural-Brent był nieco niższy kw/kw oraz r/r (spadł do 3,4 USD/bbl), a ceny ropy Brent były niższe kw/kw o 3% i wyniosły 57,8 USD/bbl.

W przypadku PGNiG oczekujemy solidnych wyników kwartalnych głównie przez korzystne taryfy oraz silnego złotego. W I kwartale 2007 kurs PLN/USD wyniósł 2,97, 9,1% więcej r/r.

## PKN Orlen

Wyniki PKN będą słabe, a największy wpływ będzie mieć negatywna wycena zapasów oraz straty wygenerowane przez Możejki. Uważamy, że zysk netto PKN w I kwartale

powinien wynieść 259mln PLN, 30% mniej r/r, ale 77% więcej kw/kw. W tym czasie EBIT prawdopodobnie wzrósł kw/kw o 131% oraz spadł o 11% do 400mln PLN r/r.

W segmencie rafineryjnym, EBIT powinien wzrosnąć o 64% r/r do 230mln PLN głównie dzięki wyższym marżom rafineryjnym oraz wyższym wolumenom. Jednakże, PKN ucierpi z powodu niższych cen ropy, które powinny przełożyć się na negatywny efekt wyceny zapasów w kwocie 150mln PLN. Po stronie negatywnej warto też zaliczyć kurs PLN/USD, ponieważ polska waluta zyskała r/r 9,1%.

Segmenty chemiczny i petrochemiczny powinny odnotować bardzo dobre rezultaty, ponieważ zarówno wolumeny jak i marże były na rekordowo wysokich poziomach. Generalnie, marże dwóch kluczowych produktów propylenu i etylenu wzrosły r/r o 40%; podczas gdy wolumen zwiększył się r/r o 10%. Jednakże, ostateczne wyniki ucierpią także z powodu mocnej złotówki w stosunku do euro. EBIT w segmencie petrochemicznym szacujemy na 285mln PLN, a w chemicznym na 60mln PLN.

Segment detaliczny odnotuje raczej solidny poziom EBIT w wartości 140mln PLN, głównie dzięki wzrostowi wolumenu o 5-8%; jednak wyniki będą niższe kw/kw o 23% w związku z niższymi marżami.

Możejki prawdopodobnie pokażą stratę w wysokości 35mln USD w I kw. '07, co będzie w całości skonsolidowane przez PKN. W dodatku zysk operacyjny PKN będzie obciążony przez dodatkową amortyzację aktywów Możejek szacowaną na 120mln USD rocznie oraz 80mln PLN kwartalnie. Po akwizycji Możejek zadłużenie wzrosło z 3,3mld PLN do 7,7mld PLN, co implikuje dodatkowe koszty finansowe w wartości 220mln PLN rocznie oraz 55mln PLN kwartalnie.

#### PKN Orlen: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	12,237	11,331	8.0	11,908	2.8
EBITDA	1,030	984	4.7	713	44.5
EBIT	400	451	-11.3	173	131.1
Net profit	259	365	-29.0	146	77.0

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Lotos

Wyniki Lotosu będą raczej słabe z zyskiem netto na poziomie 93mln PLN, 9,5% mniej r/r, zyskiem operacyjnym w kwocie 105mln PLN, 20% mniej r/r głównie przez negatywny efekt wyceny zapasów oraz słabe wyniki segmentu wydobywczo-produkcyjnego. EBIT w segmencie rafineryjnym powinien spaść r/r o 19% do poziomu 65mln PLN również w związku z negatywnym wpływem wyceny zapasów. Oczekujemy także 5-10% spadku wolumenu produkcji kw/kw w związku z 2-tygodniową przerwą konserwacyjną pomimo silnego popytu na paliwa. Wycena zapasów obciąży EBIT na około 50mln PLN.

EBIT w segmencie wydobywczo-produkcyjnym powinien wynieść 45mln PLN, 11% mniej w ujęciu r/r w związku ze spadającymi cenami ropy, które spadły r/r o 6,5% do poziomu 57,8 USD/bbl. Szacujemy także niższy wolumen produkcji na poziomie 55kt, (-16%r/r). W międzyczasie, Lotos oczekuje całorocznej produkcji na poziomie 220kt, w porównaniu do 264kt w roku ubiegłym.

Wynik w segmencie detalicznym będzie zbliżony do zera w związku z sezonowo niskim popytem na paliwa w I kwartale roku. Generalnie spadek cen ropy jest czynnikiem pozytywnym dla segmentu detalicznego, ale sieci Lotosu ciągle brakuje efektów skali.

**Lotos: 1Q'07 results preview**

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	3,005	2,690	11.7	3,156	-4.8
EBITDA	177	203	-12.7	156	13.5
EBIT	105	131	-19.7	84	24.7
Net profit	93	103	-9.5	86	8.7

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

**PGNiG**

Wyniki za I kwartał powinny przynieść 5% dynamikę zysku netto do poziomu 652mln PLN. Na poziomie operacyjnym dynamika osiągnie 1,5%. Generalnie spółka powinna skorzystać z 10% podwyżki taryf od początku 2007 oraz umocnienia złotówki w stosunku do dolara. Będzie mieć swój to efekt w rekordowych wynikach segmentu przesyłowego. Ogólnie szacujemy, że segment przesyłowy wygenerował 300mln PLN zysku operacyjnego, (+40% r/r).

Segment dystrybucji prawdopodobnie odnotuje słabe rezultaty z zyskiem operacyjnym na poziomie 250mln PLN (-25% r/r). Segment ten ucierpiał na ciepłej pogodzie, która przyczyniła się do 5-7% spadku w wolumenie sprzedaży gazu.

Z kolei segment wydobywczy i produkcyjny powinien zarejestrować wyniki zbliżone do zeszłorocznych oraz z poprzedniego kwartału (głównie przez spadek cen ropy 6,5%r/r i 3%kw/kw). Jednakże, nieco wyższe wolumeny sprzedaży powinny pokryć niższe ceny ropy. Ogólnie, wpływ segmentu wydobywczo-produkcyjnego na skonsolidowany zysk netto mógł być zbliżony do tego z roku poprzedniego.

**PGNiG: 1Q'07 results preview**

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	5,710	5,099	12.0	4,239	34.7
EBITDA	1,165	1,112	4.8	574	103.0
EBIT	805	793	1.5	218	269.1
Net profit	652	621	5.0	366	78.4

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

**Metale**

I kwartał 2007 nie będzie zachwycający, ponieważ wyniki powinny wykazać ujemną dynamikę r/r na poziomie 11%. W szczególności, KGHM może rozczarować inwestorów, bo raczej zaprezentuje gorsze wyniki niż rok temu pomimo wzrostu cen miedzi. Ceny surowca wzrosły r/r o 21% do 5,965 USD/t. Wyższe ceny są generalnie pozytywne dla KGHM; jednakże w ujęciu kw/kw ceny spadły o 15,8%.

**KGHM**

KGHM powinien odnotować negatywną dynamikę zysku netto (748mln PLN, -11% r/r); jednakże kw/kw zyski poprawią się o 32% w związku z niższymi kosztami i mniejszymi stratami na hedgingu. Na poziomie EBIT zyski wyglądają bardziej solidnie, bo powinny spaść o jedyne 2% i wynieść 873mln PLN. Od początku 2007 KGHM przyjął zasady rachunkowości MSR do nie skonsolidowanych wyników, co zniekształci trochę zysk netto. Generalnie, zyski z udziałów w Polkomtelu oraz Dialogu nie będą uwzględniane w jednostkowym sprawozdaniu finansowym.

KGHM prawdopodobnie rozczaruje niskim wolumenem produkcji. Szacujemy wolumen sprzedaży miedzi na 130kt, 10% mniej aniżeli rok temu. Sprzedaż srebra będzie niższa o

5,8% r/r i wyniesie 310t. Ceny miedzi oraz srebra wyniosły w I kwartale odpowiednio 5,965 USD/t (+21%) oraz 427 USD/kg (+37%).

Koszty jednostkowe produkcji wzrosły r/r o 22% i wyniosły 10,300 PLN/t. Jest to jednak 12% niżej w ujęciu kw/kw głównie dzięki spadkowi kosztów związanych z odpadami miedziowymi. KGHM planuje zredukować użycie odpadów miedziowych przy niższym wolumenie produkcji. Ponadto, w poprzednim kwartale KGHM wypłacił dodatkowe bonusy dla pracowników na kwotę 80mln PLN, co podniosło koszt jednostkowy o ok. 300 PLN/t. W obecnym kwartale nie oczekujemy żadnych dodatkowych świadczeń pracowniczych.

Straty na hedgingu prawdopodobnie spadły do 250mln PLN z 700mln PLN w poprzednim kwartale w związku niższymi cenami miedzi i lepszą strategią zabezpieczającą.

#### KGHM: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	2,847	2,460	15.7	2,768	2.9
EBITDA	962	1,034	-6.9	898	7.2
EBIT	873	949	-8.0	810	7.8
Net profit	748	872	-14.2	565	32.3

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Telekomy

### TPSA

Oczekujemy, że TPSA odnotuje przychody na podobnym poziomie do tych w roku poprzednim oraz tylko 2,8% mniejsze od sezonowo najsilniejszego IV kwartału. Sądzymy, że kolejny 10% spadek sprzedaży w segmencie telefonii stacjonarnej będzie zrównoważony przez 13,5% wzrostu w segmencie telefonii mobilnej. W przypadku tego ostatniego, negatywny wpływ niższego MTR był w pełni ujęty w IV kwartale '06, a rosnący MoU powinien zrekompensować potencjalnie niższe przychody w segmencie mobilnym. Segment internetu szerokopasmowego powinien odczuć efekt zwiększenia konkurencji i przychody z nim związane nie powinny ulec zmianie r/r. Jednakże, obraz przyszłości w tej materii pozostaje pozytywny dzięki nowym klientom posiadającym długoterminowe umowy.

Przy oczekiwanym spadku MTR oraz kosztów pracowniczych o kilka procent, oczekujemy, że EBITDA powinna spokojnie wynieść 1,96mld PLN. To implikuje marżę EBITDA w I kwartale na poziomie 43%, praktycznie bez zmian kw/kw i 0,7% więcej r/r. Nie uwzględniamy 339mln PLN kary nałożonej przez regulatora – przy dość dobrych podstawach prawnych oraz wsparciu ze strony UE spółka nie powinna utworzyć rezerwy na ten cel. Sądzymy, że TPSA odnotuje poprawę o 100mln PLN na działalności finansowej w porównaniu do dotkliwych strat w tej materii rok temu. Ogólnie oczekujemy poprawy zysku netto r/r o 20%.

#### TPSA: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	4,555	4,563	-0.2	4,686	-2.8
EBITDA	1,959	1,992	-1.7	1,739	12.6
EBIT	839	877	-4.4	684	22.6
Net profit	542	450	20.4	381	42.2

Source: Company data, DM BZ WBK estimates



## Netia

Szacujemy, że przychody Netii wyniosą w I kw. '07 208mln PLN (-4,7% r/r) i prawie bez zmian kw/kw. Usługi głosowe prawdopodobnie zanotują istotny spadek r/r przekraczający 10%. Sądzymy, że segment transmisji danych (oczekiwany wzrost o 45%, 16mln PLN r/r) będzie głównym motorem przychodów ze sprzedaży, bazując głównie na niskiej bazie w poprzednim roku.

Szacujemy, że kosztowna implementacja ofensywy związanej z usługami internetu szerokopasmowego (200 tys. klientów do końca roku) spowoduje dodatkowe 10mln PLN kosztów. Po drugie, 36 tys. byłych klientów TPSA implikuje dodatkowe 2,7mln PLN kosztów dla TPSA związanych umowami podwójnego dostępu do sieci. Po trzecie, silna sprzedaż w segmencie danych była prowadzona na niezadowolających marżach. Wszystkie te czynniki powodują, że marża EBITDA w I kwartału powinna wynieść jedynie 17,8%. Ostatecznie, strata netto będzie mocno obciążona przez 20mln PLN kosztów związanych z P4 (kampania reklamowa).

### Netia: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	208.2	218.4	-4.7%	209.7	-0.7%
EBITDA	37.1	58.8	-36.8%	60.5	-38.6%
EBIT	-12.9	-5.8	n.a.	-9.8	n.a.
Net profit	-32.9	-10.8	n.a.	-31.6	n.a.

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Media

### Agora

Szacujemy, że Grupa Agora zarejestrowała spadek przychodów ze sprzedaży o 7% do 275mln PLN. Główną przyczyną było obniżenie cen Gazety Wyborczej o 30% (po wypuszczeniu na rynek „Dziennika” przez Axela Springera) mimo faktu, iż niższa cena została częściowo zrównoważona przez wyższy nakład. Oczekujemy także 30% spadku przychodów z dodatków (w zeszłym roku GW miała bardzo udaną kolekcję książek).

Przychody z reklam w segmencie dzienników powinny wzrosnąć o umiarkowane 4%, w porównaniu do 3% wzrostu na 2007 prognozowanego przez zarząd. Dynamikę przychodów z reklam w radio, reklamy outdoorowej oraz w magazynach szacujemy na 7%.

W I kw. '06 Agora zaksięgowwała 21,5mln PLN straty związanej z wypuszczeniem „Nowego Dnia”. W tym roku koszty marketingowe powinny być niższe, ale ciągle wysokie wydatki wydatki na promocje oraz intensywne kampanie reklamowe GW oraz jej dodatków mają negatywny efekt na uzyskiwaną rentowność.

Podsumowując, oczekujemy lekkiej poprawy EBIT do 8mln PLN z 3,3mln PLN w zeszłym roku oraz zysku netto z 0,5mln PLN do 6mln PLN. W ujęciu procentowym poprawa jest znaczna, ale licząc bezwzględnie nie stanowi żadnego przełomu.

### Agora: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	275.0	295.1	-6.8	299.4	-8.1
EBITDA	28.0	22.2	26.1	40.8	-31.4
EBITDA adj.	37.0	32.9	12.5	49.6	-25.4
EBIT	8.0	3.3	142.4	20.7	-61.4
Net profit	6.0	0.5	n/a	15.4	-61.0

Source: Company data, DM BZ WBK estimates



## TVN

Oczekujemy, że Grupa TVN odnotuje 319mln PLN przychodów (+35%r/r) i 105mln PLN EBITDA przy podobnej dynamice. Szacujemy, że skorygowana EBITDA o koszty planu motywacyjnego (13,5mln PLN) wyniesie 118,5mln PLN. Straty na różnicach kursowych spowodowanych rewaluacją obligacji miały negatywny wpływ na wynik w wartości 32mln PLN. W związku z tym, zysk netto powinien spaść r/r o 10% i wynieść 44mln PLN.

### TVN: 1Q'07 results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	319.0	236.1	35.1	405.1	-21.3
EBITDA	105.0	78.5	33.8	149.9	-30.0
EBITDA adj.	118.5	89.4	32.6	156.3	-24.2
EBIT	88.0	67.7	30.0	134.9	-34.8
Net profit	44.0	48.9	-10.0	128.1	-65.7

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## IT

### Prokom

Szacujemy, że Prokom odnotuje 430mln PLN przychodów (+26,2% r/r). Największy wpływ miało powiększenie grupy, a Asseco Poland odpowiada za 47% przychodów ogółem. Oczekujemy, że spółka matka nie dostarczy inspirujących wyników (130mln PLN, bez zmian r/r) głównie z powodu braku nowych kontraktów z administracji publicznej. Spin odnotuje w I kw. '07 nie więcej niż 40mln PLN przychodów, jednakże bez szans na dodatni EBIT. Czynniki te spowodują spadek marży EBITDA do 9,8% (-2 p.p. r/r).

Specjalna uwaga powinna być poświęcona nieskonsolidowanemu wynikowi Prokomu, gdzie oczekujemy zysku finansowego na transferze 100% udziałów w PVT do Asseco Czech na poziomie 90mln PLN (73mln PLN na zysku netto). Pomimo tego iż pozycja ta będzie wyeliminowana w sprawozdaniu skonsolidowanym, dywidendy są wypłacane ze sprawozdania spółki matki. Jeśli 30% poziomu wypłaty dywidendy będzie podtrzymane, oznaczałoby to potrojenie DPS z 1PLN w roku 2006.

### Prokom: 1Q'07E results preview

PLN in millions, unless otherwise stated

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	430.0	340.6	26.2	521.4	-17.5
EBITDA	42.1	40.1	5.0	64.5	-34.7
EBIT	27.1	26.0	4.1	49.0	-44.7
Net profit	9.8	12.1	-18.7	31.5	-68.8

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Biotechnologia

### Bioton

Pomimo, że poziom przychodów za I kwartał 2006 może wyglądać imponująco na pierwszy rzut oka pokazując silną dynamikę r/r, jesteśmy trochę rozczarowani rezultatami w związku z tym, że ciężko będzie znaleźć jakiegokolwiek nowe, pozytywne oraz długoczekiwane motory wzrostu zysków. Dodatkowo, spółka zyskała na niskiej bazie w roku poprzednim.

Oczekujemy, że sprzedaż w I kw. '07 wzrosła r/r o 81% do poziomu 77,2mln PLN, zakładając, że cała sprzedaż do rosyjskiej spółki zależnej będzie zaksięgowana w 1 kw. W przypadku sprzedaży insuliny krajowej, szacujemy, dynamikę na 20,5% r/r oraz 5,1% kw/kw. Antybiotyki i inne produkty powinny przynieść przychody 3,5% wyższe niż rok temu.

Przy prawie niezmiennym kursie PLN/USD kw/kw szacujemy, że koszty finansowe wyniosą 1,9mln PLN pochodzących z dalszego zadłużenia w celu spłacenia przejętych zobowiązań BioPharmy.

W odróżnieniu do poprzednich kwartałów nie oczekujemy żadnych znaczących czynników jednorazowych, które zniekształciły wynik za III kwartał (rewaluacja ScieGenu) oraz IV kwartał (rewaluacja udziałów w HTL Strefa) ubiegłego roku. Podsumowując, szacujemy, że zysk netto wyniósł 18,8mln PLN i był ponad 2 razy większy niż rok temu.

#### Bioton: 1Q'07 results preview

*In PLN millions, unless otherwise stated*

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	77.2	42.7	80.6	61.6	25.2
EBITDA	29.5	11.1	165.2	20.3	45.5
EBIT	25.0	12.4	101.7	15.8	58.6
Net profit	18.8	8.6	118.3	29.5	-36.4

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

## Dobra Konsumpcyjne

### Cersanit

Szacujemy, że 1 kw. '07 będzie całkiem dobry dla spółki z przychodami na poziomie 177mln PLN oraz zyskiem netto w wysokości 34mln PLN. Z racji, że moce produkcyjne na Ukrainie (7m m2, 1mln sztuk płytek) nie zostały jeszcze uruchomione, nie powinniśmy zobaczyć dramatycznej poprawy na linii przychodów. Z drugiej strony, wierzymy, że saldo działalności finansowej powinno być najlepsze w całym 2007 roku, ponieważ nowy dług na kolejną fazę rozwoju nie został jeszcze wzięty przez spółkę. Oczekujemy, że wzrost OPEX tymczasowo przekroczy dynamikę przychodów, ponieważ przynajmniej część siły roboczej z Ukrainy musi być zatrudniona.

Nie ma łatwego porównania do zeszłorocznych wyników z powodu dwóch akwizycji, które miały miejsce w IV kwartale '06. Z 77% udziałem w Romanceram, oczekujemy, że Cersanit zarejestruje 5% dynamikę zysku netto, ale grudniowe nabycie 48,4% udziału w Opocznie zmusiło nas do zredukowania poziomu zysku netto o 2mln PLN równoważąc efekt akwizycji. Jeśli chodzi o Opoczno, Cersanit może w pełni skonsolidować wyniki spółki zależnej – 1) zostawiłoby to wynik netto na niezmiennym poziomie, 2) zredukowało skonsolidowany EBIT o kilka milionów złotych oraz 3) zwiększyło przychody o 100mln PLN.

#### Cersanit: 1Q'07E results preview

*PLN in millions, unless otherwise stated*

	1Q 2007E	1Q 2006	y/y (%)	4Q 2006	q/q (%)
Sales	177.7	165.3	7.5	180.4	-1.5
EBITDA	52.9	50.1	5.7	43.5	21.8
EBIT	40.9	40.1	2.1	31.6	29.6
Net profit	34.1	33.7	1.3	22.1	54.7

Source: Company data, DM BZ WBK estimates

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.