

# Raport analityczny



**Paged S.A.**  
ul. Mineralna 7  
02-274 Warszawa  
www.paged.pl



www.penetrator.com.pl  
www.doakcji.pl

**Sporządzono dnia 26 września 2006 r.**  
**Planowana data udostępnienia - 27 września 2006 r.**

## Stabilne wyniki finansowe

Paged S.A. generuje znaczące nadwyżki finansowe na działalności operacyjnej (EBITDA ponad 35 mln zł). Środki te inwestowane były w rozwój Spółki lub wykorzystywane do wynagradzania akcjonariuszy (skup akcji własnych, dywidenda).

## Bardzo nowoczesna technologia produkcji sklejki

Spółka jest liderem wśród polskich producentów sklejki. Dzięki ponoszeniu wysokich nakładów inwestycyjnych dysponuje technologią umożliwiającą wytwarzanie sklejki o bardzo wysokich parametrach technicznych i w pełni korzysta z doskonałej koniunktury w tym segmencie działalności.

## Obecność na rynkach całego świata, szeroki asortyment

Spółka nie jest uzależniona od koniunktury na jednym rynku, lub wahań popytu na jeden rodzaj produktów.

## Zaplecze kapitałowe oraz kompetencje umożliwiające rozwój

W chwili obecnej widocznych jest kilka kierunków rozwoju w których może podążyć spółka dzięki posiadanym zasobom kapitałowym oraz doświadczeniu. Szczególnie atrakcyjne wydają się prywatyzacje w segmencie sklejkowym, akwizycje pośredników w segmencie handlowym oraz rozpoczęcie nowego rodzaju działalności w segmencie płytowym.

## Wycena

Szacunkowa wycena 1 akcji Paged S.A. zawiera się w przedziale 33,38-37,48 zł. Środkowa wartość tego przedziału jest o ok. 20% wyższa niż cena rynkowa w dniu 26 września 2006 r (29,50 zł).

Wycena 1 akcji metodą DCF	33,38
Wycena 1 akcji metodą porównawczą	37,48
Kurs rynkowy (26.09.2006)	29,50
Kapitalizacja (26.09.2006) w mln zł	273,3*

\* - bez akcji własnych

## Znaczący akcjonariusze

Mzyk Edmund	13,33%
Lasy Państwowe PP	13,23%
Yawal SA	12,55%
Skarbiec TFI	6,91%
Mzyk Maria	6,35%
Opera TFI	5,76%
Pioneer Pekao IM	5,05%

**Analitik:** Paweł Szydłowski  
Pawel.Szyslowski@penetrator.com.pl  
+48 12 62 92 400

	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>Przychody</b> (mln. zł)	277,5	299,1	304,6	349,6	384,5	407,7
<b>EBIT</b> (mln. zł)	33,0	25,1	23,5	29,6	36,6	40,2
<b>EBITDA</b> (mln. zł)	44,8	39,4	34,8	42,2	49,9	53,6
<b>Zysk netto</b> (tys. zł)	11,8	21,5	18,3	21,1	25,9	28,5
<b>EPS</b> (zł)	1,17	2,13	1,91	2,35	2,88	3,17
<b>BVPS</b> (zł)	8,76	12,04	13,36	15,00	16,92	19,12
<b>P/E</b>			13,5	12,9	10,6	9,6
<b>EV/EBIT</b>		Obliczenia własne, wskaźniki rynkowe wyliczone dla kursu 29,50 zł.	12,4	9,8	7,9	7,2
<b>EV/EBITDA</b>		Akcje własne posiadane przez Paged S.A. nie zostały uwzględnione.	8,4	6,9	5,8	5,4
<b>EV/S</b>			1,0	0,8	0,8	0,7

**Na ostatniej stronie raportu znajdują się ważne oświadczenia, które stanowią jego nierozdzielalną część.**

## CHARAKTERYSTYKA GRUPY KAPITAŁOWEJ PAGED

Akcje Paged S.A. zadebiutowały na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 1995 roku. Od tamtego czasu spółka przeszła długą drogę. W chwili obecnej Grupa Paged jest podmiotem holdingowym działającym poprzez spółki zależne w trzech głównych obszarach rynkowych. Działalność spółki-matki została ograniczona do świadczenia usług praktycznie wyłącznie na rzecz spółek zależnych oraz sprawowania nad nimi kontroli. Spółki zależne prowadzą faktyczną działalność operacyjną w następujących segmentach:

- **Produkcja mebli.** Produkcja mebli odbywa się sześciu zakładach produkcyjnych. Spółka wytwarza meble mieszkaniowe w segmencie premium skierowane do klientów biznesowych oraz indywidualnych, a także meble kontraktowe których sprzedają zajmują się inne spółki zależne. Zgodnie z realizowaną strategią – od 01 sierpnia 2006 r. w ramach Grupy Paged działa jeden silny podmiot zajmujący się produkcją i handlem meblami, tj. Paged Meble Sp. z o.o. do której wniesione zostały pozostałe spółki produkcyjne segmentu meblowego (w chwili w jej skład wchodzi 5 z 6 zakładów produkcyjnych Grupy Paged). Do Spółki tej zostanie w najbliższej przyszłości inkorporowana FM Gostyń Sp. z o.o., której kapitał w 100% należy właśnie do Paged Meble Sp. z o.o. Ta operacja zakończy operację upraszczania struktury i reorganizacji grupy spółek zajmujących się produkcją mebli.
- **Produkcja sklejk i płyt.** Produkcja w tym segmencie odbywa się w trzech zakładach produkcyjnych należących do Paged Sklejka S.A. Paged S.A. posiada 75,29% udział w kapitale zakładowym Paged Sklejka. Pozostała część akcji spółki należy do Skarbu Państwa oraz byłych i obecnych pracowników spółki.
- **Handel produktami przemysłu drzewnego.** Największą rolę w tym segmencie odgrywają spółki kontrolowane przez zarejestrowaną w Wielkiej Brytanii Polish Timber Products (PTP). Są to spółki zajmujące się sprzedażą mebli kontraktowych dla segmentu HoReCa na rynkach: brytyjskim (BUK Ltd), amerykańskim (Zumcontract Inc) oraz polskim (Paged Kontrakt S.A.). PTP kontroluje także Woodways Imports sprzedającą meble mieszkaniowe na brytyjskim rynku. Drugą odnogą handlowego segmentu Pagedu stanowi spółka Paged Handel S.A. prowadząca krajową sprzedaż agencyjną produktów drewnopochodnych, głównie poprzez rozwijanie sieci składów budowlanych na zasadzie franczyzy. Handlowe spółki Pagedu posiadają w swej ofercie także wyroby innych producentów o ile nie są one konkurencyjne wobec produktów wytwarzanych w ramach Grupy Paged.

Ważnym czynnikiem, który należy wziąć pod uwagę jest fakt, że spółki wchodzące w skład Grupy Paged dokonują transakcji pomiędzy sobą. Jest to szczególnie istotne dla segmentu meblowego w przypadku którego transakcje wewnątrz Grupy Paged stanowiły ponad 35% sprzedaży na zewnątrz w 2005 r. i 25% w pierwszym półroczu 2006 r. Czynnikiem ten zostanie w znacznym stopniu ograniczony dzięki połączeniu spółek produkujących meble w ramach spółki Paged Meble Sp. z o.o.

Należy także zaznaczyć, że stosowany przez Grupę Paged podział na segmenty działalności nie do końca pokrywa się ze strukturą Grupy Kapitałowej, jako że brytyjska spółka zależna Polish Timber Products Ltd. kontrolowana jest przez Paged Meble Sp. z o.o. ale jej wyniki finansowe zaliczane są do segmentu handlowego.

Rola poszczególnych segmentów Grupy Paged przedstawiona jest w poniższej tabeli (dane w tys. zł).

Segment	Meblowy	Sklejkowy	Handlowy	Pozostałe	Ogółem
<b>Główne spółki (udział Paged S.A. w kapitale)</b>	Paged Meble Sp. z o.o. (100%) wraz z Paged FM-Gostyń Sp. z o.o. (100%),	Paged Sklejka SA (75,23%)	Paged Handel S.A. (99,31%), Polish Timber Products (100%) wraz z (1)	Paged SA (-)	
<b>2005</b>					
Sprzedaż na zewnątrz	125 174	102 578	75 354	1 512	304 618
% w sprzed. na zewn.	41%	34%	25%	0%	100%
Przychody ogółem	172 628	108 919	76 453	11 533	304 618
EBIT	2 059	8 505	4 487	7 812	23 537
EBITDA	6 439	14 131	5 145	8 441	34 830
Zysk netto	2 531	6 777	4 027	10 365	20 255
<b>I połowa 2006 r.</b>					
Sprzedaż na zewnątrz	65 730	58 792	43 772	1 061	169 355
% w sprzed. na zewn.	39%	35%	26%	1%	100%
Przychody ogółem	82 855	61 523	44 256	5 737	169 355
EBIT	1 453	7 161	1 832	3 869	14 315
EBITDA	3 917	10 176	2 189	4 164	20 446
Zysk netto	1 112	6 216	1 214	4 992	10 045

(1) - Woodways Imports (100%), BUK Ltd (90%), Paged Kontrakt Sp. z o.o.(100%), Zumcontract Inc (88,64%)

Źródło: Paged SA

Przychody osiągane ze sprzedaży produktów wytwarzanych w zakładach produkcyjnych Grupy Paged zaliczanych do segmentu meblowego oraz segmentu sklejk w podziale na grupy asortymentowe dzielą się następująco:

	% w 2005	% w 2004	Dynamika sprzedaży 05/04
Krzesła, fotele, sofy	33,7%	32,5%	14,0%
Meble skrzyniowe	8,7%	9,0%	6,4%
Stoły	10,7%	16,3%	-27,6%
Ławy	0,6%	1,3%	-47,5%
Towary i materiały	7,3%	1,8%	345,6%
Pozostałe wyroby i usługi	4,0%	3,1%	40,9%
Sklejka	30,5%	30,7%	9,3%
Okleina i formatki okleinowe	1,9%	2,5%	-15,9%
Płyty stolarskie	2,6%	2,9%	-0,2%
Razem (tys. zł)	294 744,1	267 979,5	10,0%

Źródło: Paged SA

### **Rola segmentów w tworzeniu wyniku finansowego**

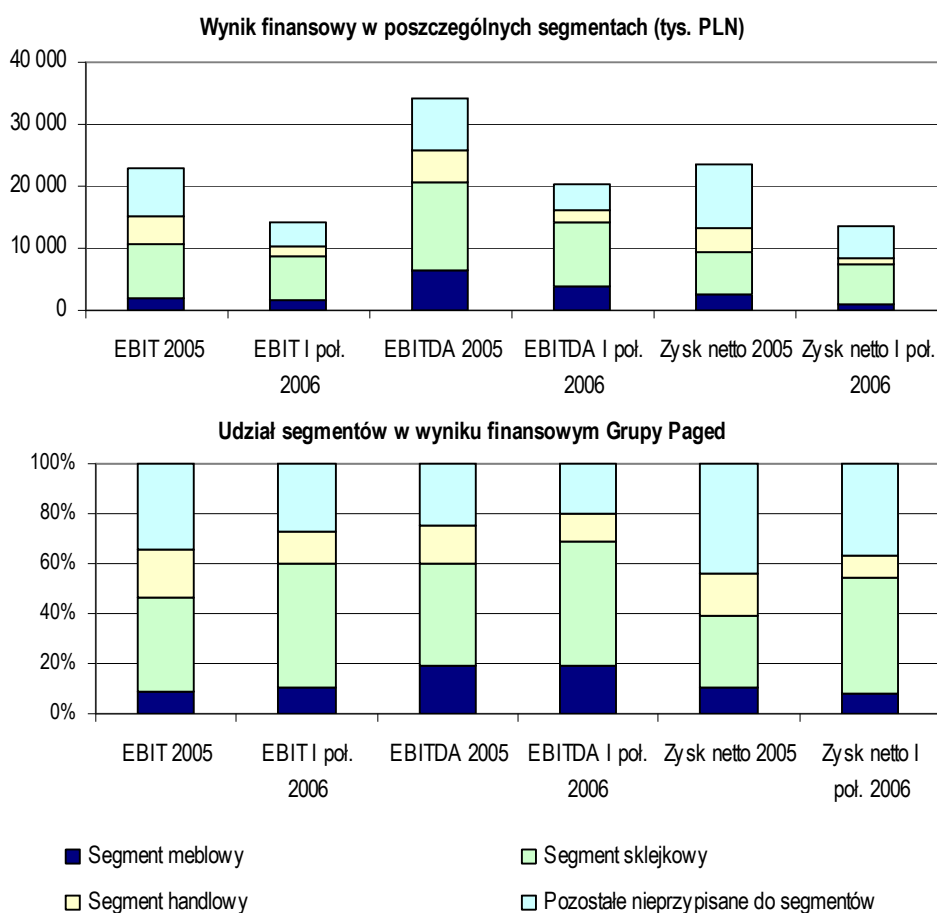
Ze względu na fakt, że działalność w poszczególnych segmentach cechuje się zróżnicowaną rentownością różny jest też ich udział w tworzeniu wyniku finansowego Grupy.

W związku ze specyfiką struktury Grupy najwyższą rentownością cechuje się działalność Paged S.A. która świadczy usługi na rzecz spółek zależnych. Trudno jednak w tym przypadku mówić o sezonowości, czy też analizować wpływ uwarunkowań rynkowych. Spółka Paged S.A. generuje wynik operacyjny na poziomie ok. 8 mln zł, a zysk netto jest o ok. 2 mln zł wyższy dzięki wysokim przychodom z tytułu działalności finansowej. Udział Paged S.A. w wyniku generowanym przez całą Grupę Paged uzależniony jest przede wszystkim przez od wyników wypracowywanych w pozostałych segmentach działalności.

Segment meblowy zapewnia Grupie około 10% wyniku EBIT oraz wyniku netto. Dzięki wysokiej amortyzacji w zakładach produkujących meble (ponad 35% amortyzacji całej Grupy) udział segmentu meblowego w wyniku EBITDA wynosi ok. 20%.

W 2005 roku i pierwszym półroczu 2006 r. „lokomotywą” Grupy był segment sklejkowy. Jest to szczególnie widoczne na poziomie wyniku EBIT i EBITDA w pierwszym półroczu 2006 r., w którym to segment sklejkowy miał aż 50% udział. Niższy udział segmentu w całościowym wyniku netto wynika przede wszystkim faktu, iż prawie 25% zysku netto przypisane jest akcjonariuszom mniejszościowym. Podobnie jak w przypadku segmentu meblowego także segment sklejkowy cechuje się wysokim poziomem amortyzacji (ok. 50% całej Grupy). Należy zwrócić uwagę na fakt, że udział segmentu sklejkowego w wyniku całej Grupy w pierwszym półroczu 2006 r. był zdecydowanie wyższy niż w bardzo dobrym 2005 roku. Z jednej strony można to tłumaczyć niższymi wynikami w segmencie handlowym, ale równocześnie pozwala to oczekiwać przekroczenia prognoz na 2006 r. założonych dla segmentu sklejkowego.

Pomimo, że segment handlowy nie zanotował wyników sprzedaży gorszych niż prognozowano, zmniejszył się udział tego typu działalności w generowaniu wyniku finansowego (np. z 22% udziału w EBIT w 2005 r. do 13% w pierwszym półroczu 2006 r.). Po części spowodowane jest to zjawiskiem sezonowości. Równocześnie należy uwzględnić fakt, że dwie spółki zajmujące się dystrybucją mebli kontraktowych (Zumcontract i Paged Kontrakt) które są na bardzo wczesnym etapie rozwoju obniżyły wyniki segmentu o ok. 1 mln zł w ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2006 r.



Źródło: Paged S.A. (dane bez wyłączeń)

## STRATEGIA SPÓŁKI

### I. Segment sklejkowy

Paged Sklejka S.A. jest liderem na krajowym rynku producentów sklejkowy. Bardzo dobra koniunktura w tym segmencie rynku skłoniła spółkę do ponoszenia bardzo wysokich nakładów inwestycyjnych. Dzięki temu Paged Sklejka dysponuje bardzo nowoczesnymi technologiami produkcyjnymi, które pozwalają na produkcję sklejkowej specjalistycznej o wysokich parametrach technicznych i wysokich marżach na sprzedaży. Ponadto, Spółka ma możliwość elastycznego dostosowywania produkowanych wyrobów (m. in. formatu sprzedawanej sklejkowej) do oczekiwań rynkowych. Wysoki popyt na produkty Paged Sklejka zgłaszają zarówno odbiorcy krajowi (ok. 40% sprzedaży) oraz zagraniczni (przede wszystkim z Europy Zachodniej, głównie importerzy z Niemiec i Danii).

#### Wysokie marże, wysokie inwestycje

Spółka stara się wykorzystać wspomnianą bardzo dobrą koniunkturę w segmencie sklejkowym dzięki wysokim nakładom inwestycyjnym. Tylko w 2005 r. wyniosły one 10,8 mln zł. Planowane nakłady inwestycyjne w 2006 r. zostały zwiększone z pierwotnie zakładanych 6,0 mln zł do maksymalnie 14,0 mln zł. O tym, że jest to słuszna strategia (dotychczas) świadczą wyniki osiągnięte w segmencie sklejkowym w pierwszym półroczu br. Wg szacunków DM PENETRATOR zysk operacyjny zrealizowany w tym segmencie (7,2 mln zł) o ponad 50% przekracza zakładane prognozy. Również wypracowana marża EBIT (ponad 11,5%) jest w naszej ocenie o ok. 4% wyższa niż wstępne założenia.

Środki zainwestowane w 2006 r. zostaną przeznaczone na realizację inwestycji mających na celu: (i) rozwinięcie procesu uszlachetniania sklejkowej; (ii) zwiększenie mocy produkcyjnych dzięki rozbudowie hali; (iii) zwiększenie efektywności wykorzystania surowca, tj. „kłoca”.

Poniesienie zaplanowanych nakładów powinno pozwolić na: (i) zwiększenie mocy produkcyjnych o ok. 15% oraz odpowiadający im wzrost przychodów ze sprzedaży; (ii) utrzymanie w najbliższych latach marż osiąganych na sprzedaży segmentu sklejkowego na wysokim poziomie dzięki oferowaniu wyżej przetworzonego produktu.

## Ograniczony rozwój organiczny

Specyfiką segmentu sklejkowego w Polsce jest ograniczona baza surowcowa. Zużycie drewna w Polsce przewyższa o ok. 10% podaż zapewnianą przez dominującego dostawcę tj. Lasy Państwowe (LP). Paged Sklejka S.A. posiada długoterminowe umowy z LP na dostawę drewna do istniejących zakładów produkujących sklejka na korzystnych warunkach. Jednakże wielkość tych kontraktów (wielkość bazy surowcowej dostępnej dla zakładów Pagedu) jest ograniczona. W dłuższym okresie ograniczona baza surowcowa ogranicza znaczne zwiększanie mocy produkcyjnych w zakładach Paged Sklejka S.A., stanowi też istotną barierę wejścia na rynek, zasadniczo uniemożliwiając powstanie nowych, konkurencyjnych inwestycji. W latach 2006-2007 Spółka w wyniku inwestycji będzie się dynamicznie rozwijać co pozwala szacować wzrost przychodów ze sprzedaży w segmencie sklejki o 16,4% w 2006 r. i dalsze 14,3% w 2007 roku. W związku z przedstawionymi uwarunkowaniami można oczekiwać, że od 2008 roku w tym segmencie ponoszone będą nakłady inwestycyjne na poziomie inwestycji odtworzeniowych, które można szacować na ok. 6 mln zł rocznie.

## Wciąż odlegana prywatyzacja – opcja na skokowy wzrost przychodów

Wydaje się, że dalsze zwiększanie poziomu produkcji segmentu sklejkowego byłoby możliwe przede wszystkim dzięki inwestycjom kapitałowym czyli przejmowaniu istniejących producentów sklejki wraz z ich zapleczem surowcowym. Jako przykład potencjalnej akwizycji można wskazać na Sklejkę Pisz, której prywatyzacja planowana jest już od około dwóch lat. Strategia prywatyzacyjna przyjęta przez MSP w lipcu 2006 r. zakłada debiut giełdowy Spółki oraz sprzedaż pakietu kontrolnego inwestorowi wyłonionemu w drodze rokowań. Grupa Paged deklaruje zainteresowanie Sklejką Pisz już od dłuższego czasu. Gdyby rzeczywiście doszło do przejęcia kontroli, przychody segmentu sklejkowego Grupy Paged mogłyby się zwiększyć skokowo o ok. 75%. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w Polsce znajduje się jeszcze kilka zakładów wytwarzających sklejka których prywatyzacja leży w gestii odpowiednich wojewodów. Jako, że trudno kwalifikować tego typu działalność jako strategiczną dla państwa, oczekuję, że przynajmniej część z nich w perspektywie kilku lat znajdzie się pod kontrolą prywatnych inwestorów. Grupa Paged jest jednym z bardzo niewielu podmiotów na polskim rynku, którzy posiadają odpowiednie kompetencje, doświadczenie i zaplecze kapitałowe aby stać się inwestorem strategicznym tych przedsiębiorstw. Z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że segment sklejki Grupy Paged powiększy się o przynajmniej o jedną spółkę produkcyjną w terminie 2-3 lat. W kontekście prywatyzacji należy także wspomnieć o zamiarze odkupienia od Skarbu Państwa mniejszościowego pakietu akcji Paged Sklejka SA. Gdyby doszło do tej transakcji (na której sfinansowanie Grupa Paged posiada niezbędne środki) to wynik netto segmentu sklejkowego przypisany Grupie wzrósłby o ok. 33%.

## Paged = Grajewo bis?

Bardzo wysokie inwestycje realizowane w segmencie sklejki, oraz bardzo nowoczesny park maszynowy uprawniają do sformułowania wniosku, że segment ten staje się priorytetowy dla Grupy. Wydaje się, że naturalnym następstwem dla przyjętej strategii byłoby rozpoczęcie działalności także w segmencie płyt MDF-HDF. Wysokie bariery wejścia (kapitałowe i surowcowe) w naturalny sposób ograniczają konkurencję pozwalając na osiąganie marż na wysokim poziomie. Warty podkreślenia jest fakt, że Grupa Paged posiada relatywnie korzystną pozycję w negocjacjach z LP (znaczący akcjonariusz Spółki) nt. dostępu do bazy surowcowej oraz wolne środki finansowe i zdolność kredytową w wysokości umożliwiającej rozpoczęcie wytwarzanie nowej grupy wysokoprzetworzonych produktów opartych na drewnie.

## II. Segment handlowy i meblowy

Produkcja mebli odbywa się w sześciu zakładach produkcyjnych zlokalizowanych w: Jasienicy, Jaworzu, Buczkowicach, Sędziszowie, Włocławku i Gostyniu. Produkty meblowe Grupy można podzielić na 2 główne segmenty: meble mieszkaniowe segmentu premium oraz meble kontraktowe.

Ostatecznymi nabywcami mebli kontraktowych są głównie klienci z segmentu HoReCa. Pośrednio, meble te trafiają najczęściej do firm zajmujących się projektowaniem i urządzaniem wnętrz, a także do dekoratorów wnętrz. Meble segmentu kontraktowego cechują m. in. się wyższymi parametrami użytkowymi (wytrzymałość) od mebli skierowanych do innych grup odbiorców.

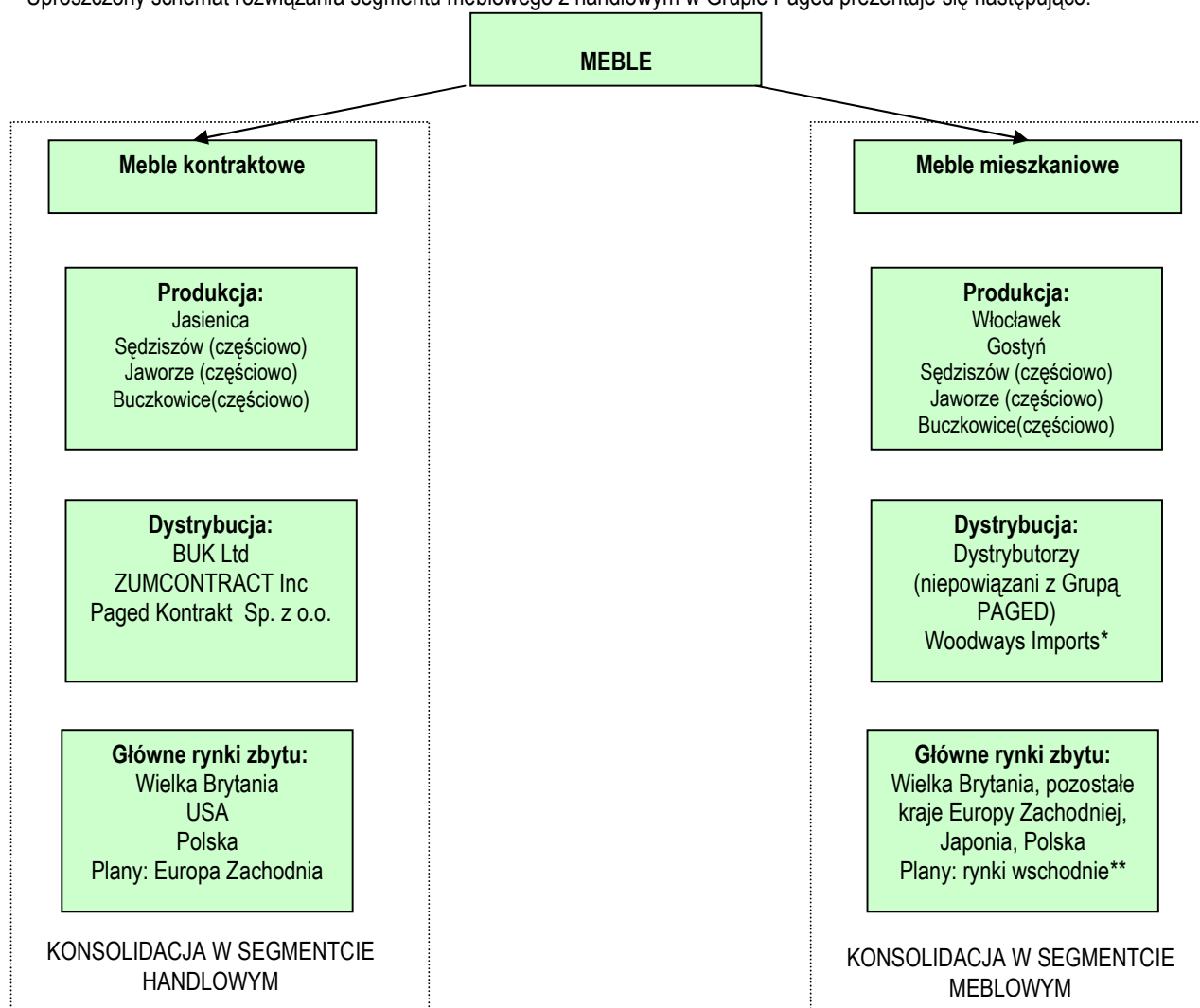
Pozostałe meble wytwarzane przez spółki Grupy Paged to meble określane jako „mieszkaniowe” (krzesła, fotele, sofy, meble skrzyniowe, stoły i ławy) z segmentu premium kierowane zarówno do klientów indywidualnych jak i do klientów biznesowych (cele reprezentacyjne). Meble segmentu premium sprzedawane firmom zajmującym się ich dystrybucją, które nie wchodzi w skład Grupy Paged. Wyjątkiem jest spółka Woodways Imports działająca na rynku brytyjskim, której wyniki konsolidowane są przez Grupę Paged. Głównymi rynkami eksportowymi zbytu dla mebli segmentu premium są przede wszystkim: Wielka Brytania, Niemcy, Holandia, Szwecja oraz Japonia.

### Większy nacisk na handel

Grupa Paged wiąże przyszłość spółek zajmujących się wytwarzaniem mebli przede wszystkim z rozwojem spółek zajmujących się ich dystrybucją. Poprzez takie działania Grupa Paged nie tylko zwiększyć poziom sprzedaży, ale przede wszystkim przejąć część marży od dotychczasowych dystrybutorów (uwzględniając tylko sprzedaż na zewnątrz grupy marże w segmencie meblowym są

bardzo niskie - marża EBIT wyniosła 1,6% w 2005 r. i 2,2% w pierwszym półroczu 2006 r.). Silne powiązanie segmentu meblowego z segmentem handlowym w ramach Grupy Paged wynika także z faktu, że część (ponad 20% w 2005 r., docelowo zdecydowanie więcej) wyprodukowanych mebli sprzedawana jest za pośrednictwem spółek zajmujących się kontraktową dystrybucją mebli na indywidualne zamówienie, których wyniki tych spółek wchodzi w skład segmentu handlowego.

Uproszczony schemat rozwiązania segmentu meblowego z handlowym w Grupie Paged prezentuje się następująco:



\* - Woodways Imports zaliczany jest do segmentu handlowego;

\*\* - na rynkach wschodnich niezależni dystrybutorzy również dystrybucją mebli kontraktowych;

Źródło: opracowanie własne

### Powielanie sukcesu BUK Ltd. na innych rynkach

Niewątpliwym sukcesem Grupy Paged jest spółka zarejestrowana w Wielkiej Brytanii spółka BUK Ltd. która zdobyła pozycję lidera z ponad 30% udziałem w tamtejszym rynku mebli kontraktowych (sprzedaż na poziomie ponad 9 mln GBP). Wydaje się, że możliwe stanie się powielenie części doświadczeń uzyskanych przy rozwoju BUK Ltd. także na rynku amerykańskim w założonej w 2006 r. spółce dystrybucyjnej Zumcontract Inc. oraz na rynku krajowym poprzez Paged Kontrakt Sp. z o.o. (wcześniej pod nazwą Horeka Meble Sp. z o.o. zarejestrowana w drugiej połowie 2005 r.). Biorąc pod uwagę potencjał amerykańskiego rynku, mniejszą konkurencją która na nim panuje oraz tradycyjnie wyższe marże niż na rynku europejskim można oczekiwać, że Zumcontract ma szansę osiągnąć przychody przekraczające 5 mln USD już 2007 r., przy marży na sprzedaży brutto przekraczającej 20%. W kolejnych kilku latach można oczekiwać wysokiej dynamiki przychodów związanej z budowaniem pozycji rynkowej. Należy zaznaczyć, że BUK Ltd. zajmuje się sprzedażą mebli wytworzonych nie tylko w spółkach produkcyjnych Grupy PAGED, ale także artykułów komplementarnych pochodzących od innych producentów (w tym także polskich). W chwili obecnej ok. 40% przychodów BUK Ltd. generowane jest na produktach Grupy Paged. Grupa Paged rozważa także ekspansję z meblami kontraktowymi na rynki Europy Zachodniej i rozważa w przyszłości stworzenie jednej, lub kilku spółek handlowych działających na rynkach krajów gdzie klienci segmentu HoReCa będą zapewniać wysoki popyt na meble segmentu kontraktowego.

### **Akwizycja polskiego dystrybutora w z segmentu premium**

Także na krajowym rynku mebli segmentu premium planowane położenie silniejszego nacisku na dystrybucję. Świadczy o tym chociażby zamiar akwizycji pośrednika z segmentu premium o którym Grupa Paged informowała w sierpniu 2006 r. Zgodnie z upublicznonymi informacjami dystrybutor ten cechuje się przychodami przekraczającymi 10 mln zł i możliwością zwiększenia sprzedaży o ok. 20% rocznie. Akwizycja ta miała zostać sfinalizowana do końca września 2006 r. Biorąc pod uwagę współpracę, jaką Grupa Paged prowadzi ze spółką Nowy Swarzędz można było spekulować, że to właśnie ona będzie celem akwizycji. **W dniu 26 września 2006 r. Paged S.A. rzeczywiście poinformowała o nabyciu 100% udziałów w Nowy Swarzędz Sp. z o.o. za cenę 1,17 mln zł. Dzięki temu Grupa Paged uzyskała dostęp do sieci sprzedaży składającej się z 30 salonów.** Wydaje się, że zakup dystrybutora mebli działającego na krajowym rynku należy rozpatrywać jako działanie korzystne dla Grupy Paged. Biorąc pod uwagę znaczne rozdrobnienie tego rynku oraz słabość kapitałową konkurentów w segmencie premium można założyć, że akwizycja spółki dystrybucyjnej jest jednym z możliwych działań, które powinno zaowocować zwiększeniem udziału rynkowego. Wydaje się, że biorąc pod uwagę fakt, iż obecna sytuacja Grupy Paged jest zdecydowanie lepsza niż ta będąca udziałem głównych konkurentów (nierentowny Swarzędz Meble SA i notujące duże straty w pierwszej połowie br. FM Forte SA), Grupa Paged ma dużą szansę na wzmocnienie swojej pozycji na krajowym rynku mebli premium.

### **Potencjał rynków wschodnich**

Grupa PAGED planuje działania mające na celu zwiększenie sprzedaży na rynkach państw WNP. W chwili obecnej meble Grupy Paged (zarówno kontraktowe jak i te z segmentu premium kierowane do klientów indywidualnych) obecne są na rynkach: Rosji, Kazachstanu, Ukrainy i Estonii. Strategia rozwoju na rynkach wschodnich zakłada nawiązywanie współpracy z silnymi partnerami, którzy będą kupowali meble od Paged Meble Sp. z o.o. i zajmowali się ich dalszą sprzedażą (detaliczną lub hurtową). Grupa Paged udziela współpracującym firmom ograniczonego wsparcia marketingowego. Plany ekspansji na rynkach wschodnich koncentrują się współpracy z ograniczoną liczbą partnerów w każdym z krajów. W ocenie Spółki rynki te są atrakcyjne ze względu na możliwość osiągania marż wyższych o kilka % niż w przypadku innych kierunków eksportowych oraz wysoką dynamiką wzrostu poziomu sprzedaży. Wynosi ona obecnie kilkadziesiąt % rocznie, co z jednej strony jest wynikiem niskiej bazy, ale także wskazuje na wysoki potencjał nowych rynków. Realnie wydaje się założenie, że przychody z eksportu mebli w kierunku wschodnim przekroczą 5 mln USD w ciągu dwóch lat.

### **Specjalizacja poszczególnych zakładów produkcyjnych oraz inne nakłady inwestycyjne**

Do końca 2007 roku możliwe jest przeprowadzenie specjalizacji istniejących zakładów zajmujących się wytwarzaniem mebli w ramach Grupy Paged. W chwili obecnej zakłady produkcyjne wytwarzają artykuły z kilku grup produktowych. Docelowo, każdy z zakładów miałby zajmować się tylko jedną z grup, co pozwoliłoby na osiąganie dodatkowych korzyści z tytułu specjalizacji. I tak: w zakładach w Sędziszowie miałyby być produkowane stoły, w Jasienicy – krzesła, a w Włocławku i Gostyniu – meble skrzyniowe. Nakłady inwestycyjne związane ze specjalizacją miałyby wynieść ok. 4 mln zł i zostać poniesione do końca 2007 roku. W kolejnych latach nie widzę konieczności znaczącego rozwoju mocy produkcyjnych w istniejących zakładach segmentu meblowego. Można oczekiwać, że zdecydowaną większość inwestycji w tym segmencie stanowią będą inwestycje odtworzeniowe na poziomie ok. 4 mln zł rocznie.

### **Oszczędności dzięki uproszczeniu struktury oraz efektom skali**

Realizowana od 2001 roku restrukturyzacja przyniosła w segmencie meblowym korzystne skutki. Od 01 sierpnia 2006 r. działalność praktycznie cała działalność produkcyjna i handlowa segmentu meblowego odbywa się w ramach jednego podmiotu – Paged Meble Sp. z o.o. – do którego inkorporowane zostały Paged – Rzeszowskie Fabryki Mebli SA oraz Paged Meble SA wraz ze spółkami zależnymi. Do Paged Meble Sp. z o.o. zostanie włączona także ostatnia spółka produkcyjna w ramach segmentu meblowego Fabryka Mebli Gostyń Sp. z o.o. Nowy większy podmiot ma szansę na obniżenie kosztów działalności segmentu meblowego dzięki: redukcji części ogólnego zarządu, redukcji dublujących się stanowisk, poprawie warunków inwestowania oraz scentralizowania zarówno zakupu surowców jak i sprzedaży i logistyki wyrobów. Oszczędności, których wysokość należy szacować na ok. 1,5 mln zł w skali roku ujawnią się prawdopodobnie od 2007 r.

## INNE ISTOTNE INFORMACJE

### Ryzyko walutowe w działalności Grupy Paged

Na polskim rynku Grupa Paged generuje ok. 30% przychodów ze sprzedaży. Najważniejszymi rynkami eksportowymi są: Wielka Brytania (25% całości przychodów) oraz pozostałe kraje Europy Zachodniej (33%). Wysoki poziom eksportu powoduje, że Grupa Paged narażona jest na wysokie ryzyko walutowe.

Historyczna struktura walutowa przychodów prezentuje się następująco:

	2005	2004
PLN	30,5%	29,5%
GBP	25,5%	26,1%
EUR	30,1%	27,3%
Pozostałe waluty	11,3%	12,5%

Źródło: Paged SA

W chwili obecnej Grupa Paged posiada zabezpieczenia walutowe na okres 12 miesięcy na poziomach przewyższających kursy walutowe założone przy sporządzaniu prognoz na rok 2006. Wielkość zabezpieczonej pozycji odpowiada planowanym wpływom ze sprzedaży osiąganym w walutach obcych. Spółka zamierza kontynuować obecną politykę zabezpieczania ryzyka walutowego w przyszłości

	Kurs przyjęty w prognozie z dnia 07.02.06	Kurs w zabezpieczeniu
USD	3,15	3,25
EUR	3,90	4,02-4,05
GDP	5,45	5,80

Źródło: Paged SA

### Czynniki jednorazowe wpływające na osiągnięte wyniki finansowe w 2006 roku:

- W trakcie pierwszego półrocza 2006 nowopowstałe spółki Zumcontract Ltd. oraz Paged Kontrakt obniżyły wynik całej Grupy o ok. 1 mln zł. Można oczekiwać, że straty generowane w drugim półroczu br. zostaną zdecydowanie ograniczone, a od 2007r. obydwie firmy zaczną generować zyski na poziomie netto.
- W trakcie pierwszego półrocza 2006 r. miało miejsce podtopienie spółki Paged – Rzeszowskie Fabryki Mebli SA. Odszkodowanie całkowicie pokryło poniesione straty rzeczowe. Wysokość odszkodowania nie uwzględniała utraconych korzyści ze względu na przerwy produkcyjne.

### Informacje istotne dla nabywców akcji Paged SA:

- Polityka dywidendy. Z zysku wypracowanego w 2005 r. Paged SA wypłacił po 50 gr. dywidendy na 1 akcję (46% jednostkowego zysku netto). Ze strony Zarządu jest wola, aby w formie dywidendy wypłacać corocznie ok. 30-50% jednostkowego zysku netto. Biorąc pod uwagę stabilność wyników jednostkowych Paged SA można się spodziewać, że dywidenda w kolejnych latach również będzie oscylować w okolicach 50 gr. na 1 akcję.
- Skup akcji własnych. Alternatywnym sposobem „wynagradzania” akcjonariuszy jest skup akcji własnych w celu umorzenia. Może do tego dojść, jeżeli, w ocenie Zarządu, w przyszłych warunkach rynkowych skup akcji własnych będzie bardziej korzystny dla akcjonariuszy niż dywidenda (w 2005 r. na skup akcji własnych przeznaczono 11,5 mln zł). WZA z 31 maja 2006 r. upoważniło Zarząd do nabywania akcji własnych za kwotę nie większą niż 10 mln zł nie później niż do dnia 31 grudnia 2007 r. Przy obecnym poziomie kursu środki te mogą sfinansować zakup pakietu ok. 360 tys. akcji.
- Umorzenie akcji własnych. W chwili obecnej Paged SA posiada 298 768 sztuk akcji własnych kupionych w celu umorzenia (spośród tych akcji 93,9 tys. walorów zostało zakupionych przez Paged SA podczas sesji w dniu 26 września 2006 r. po średniej cenie 29,10 zł). Po ich umorzeniu, liczba akcji tworzących kapitał zakładowy i odpowiadających im głosów na WZA spadnie do 9 264 992 sztuk. Należy zwrócić uwagę na fakt, że pakiet 260 tys. akcji Paged SA posiada Paged Meble Sp. z o.o. Obserwując poczynania Spółki można przewidywać, że akcje te trafią prawdopodobnie do spółki-matki celem ich umorzenia. Jeżeli rzeczywiście tak by się stało to całkowita liczba akcji spadłaby do 9,0 mln.

**PODSUMOWANIE - ANALIZA SWOT Grupy Paged SA:**

Silne strony	Szanse
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nowoczesne linie produkcyjne umożliwiające produkcję sklejkę specjalistycznej o bardzo wysokich parametrach,</li> <li>• Zreorganizowana, uproszczona struktura segmentu meblowego umożliwiającą zredukowanie kosztów ogólnego zarządu</li> <li>• Brak uzależnienia od koniunktury na pojedynczym rynku dzięki wysokiemu udziałowi sprzedaży eksportowej do wielu różnych krajów;</li> <li>• Brak uzależnienia od koniunktury w pojedynczym segmencie rynku</li> <li>• Rozwój spółek zajmujących się dystrybucją mebli kontraktowych na nowych, obiecujących rynkach</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysoki popyt inwestycyjny zapewniający zbyt na sklejkę na rynku krajowym,</li> <li>• Dobre relacje z LP (znaczącym akcjonariuszem) ułatwiające negocjacje związane z zapewnianiem dostaw surowca dla nowych przedsięwzięć w segmencie drzewnym</li> <li>• Potencjalna możliwość zostania inwestorem branżowym w jednej z zapowiadanych prywatyzacji w segmencie drzewnym</li> <li>• Ekspansja na rynkach wschodnich cechujących się wysokim potencjałem</li> <li>• Odkup pakietu mniejszościowego w Paged Sklejka SA od MSP</li> <li>• Słabość konkurentów w segmencie mebli premium na polskim rynku</li> <li>• Uruchomienie własnej spółki dystrybucyjnej na rynku amerykańskim w segmencie mebli kontraktowych</li> </ul>
Słabe strony	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uzależnienie od deficytowego surowca na polskim rynku – drewna</li> <li>• Duża ekspozycja na ryzyko walutowe. Stosowane zabezpieczenia nie eliminują tego czynnika całkowicie, gdyż nie ma możliwości przewidzieć na jakim poziomie kursu zostaną zawarte nowe transakcje terminowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• W przypadku obniżenia popytu na wyroby segmentu sklejkowego duże moce produkcyjne (koszty stałe) pozostaną częściowo niewykorzystane co negatywnie odbije się na wynikach finansowych tego segmentu – przeinwestowanie</li> <li>• Powstanie konkurencyjnego podmiotu/podmiotów na bazie spółek, które zostaną sprywatyzowane w przyszłości</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne

**PROGNOZY FINANSOWE**

Prognozy finansowe zostały opracowane w oparciu o szacunki dynamiki sprzedaży w poszczególnych segmentach działalności Grupy Paged.

Dynamika sprzedaży	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Segment meblowy	7,8%	4,4%	5,2%	5,0%	5,8%	6,6%
Segment sklejki	16,4%	14,3%	6,9%	2,5%	2,5%	2,5%
Segment handlowy	24,4%	12,8%	6,0%	6,2%	4,1%	4,1%

Źródło: opracowanie własne

W prognozach uwzględnione zostały informacje przedstawione w powyższej części niniejszego Raportu, a także stopniowy spadek marż na sprzedaży w segmencie sklejkowym.

Prognozy dotyczą projektów rozpoczętych na dzień sporządzenia niniejszego raportu. Jako, że Grupa Paged w 2007 roku praktycznie zakończy zaplanowane programy inwestycyjne i w latach późniejszych realizować będzie głównie inwestycje

odtworzeniowe, obecna działalność generować będzie znaczące, dodatnie przepływy finansowe. Dla uproszczenia założyłem pozostawienie tych środków w Spółce, choć bardziej prawdopodobne wydaje się ich przeznaczenie na programy inwestycyjne:

- akwizycja / rozpoczęcie nowej działalności w segmencie płytowym,
- akwizycja / prywatyzacja / wykup pakietu mniejszościowego w segmencie sklejkowym,
- akwizycje / rozpoczęcie nowej działalności w segmencie dystrybucji,

Alternatywą jest przeznaczenie wysokich środków na wykup akcji własnych (w prognozie założyłem wyłącznie wykorzystanie 10 mln zł przeznaczonych na ten cel w 2006 r.) lub wypłaty dywidendy (w prognozie założyłem, że wypłacane jest 100% zysku netto jednostki dominującej od 2007 roku). W prognozach przyjąłem, że kwota 10 mln zł przeznaczona na skup akcji własnych zostanie wydatkowana do końca 2006 r., a spółka zakupi za nią 360 tys. akcji, które zostaną umorzone w 2007 roku.

Prognozy zostały sporządzone przy założeniu kursów walutowych na poziomie prognozy Spółki z lutego 2006 r.

W prognozach finansowych nie zostały uwzględnione żadne transakcje na nieruchomościach Spółki, których wartość rynkową można szacować na ponad 30 mln zł.

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	304,6	349,6	384,5	407,7	425,9	443,4	463,3
Dynamika sprzedaży	1,9%	14,8%	10,0%	6,0%	4,4%	4,1%	4,5%
Zysk brutto na sprzedaży (mln zł)	87,3	100,8	108,7	114,7	118,4	121,8	125,8
Marża brutto ma sprzedaży	28,7%	28,8%	28,3%	28,1%	27,8%	27,5%	27,2%
EBIT (mln zł)	23,5	29,6	36,6	40,2	41,8	43,2	45,1
Marża EBIT	7,7%	8,5%	9,5%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%
EBITDA (mln zł)	34,8	42,2	49,9	53,6	55,0	56,3	58,0
Marża EBITDA	11,4%	12,1%	13,0%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%
Zysk brutto (mln zł)	22,8	30,2	37,2	41,1	43,2	45,2	47,5
Marża zysku brutto	7,5%	8,6%	9,7%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%
Zysk netto przypis. jedn. domin. (mln zł)	18,3	21,1	25,9	28,5	30,0	31,6	33,6
Marża zysku netto	6,0%	6,0%	6,7%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%

Źródło: opracowanie własne

Bazując na wynikach osiągniętych w pierwszym półroczu 2006 r. oraz uwzględniając zjawisko sezonowości realne wydaje się przekroczenie prognoz Zarządu na 2006 r. zarówno jeżeli chodzi o przychody ze sprzedaży (o 4,7%) jak i o zysk netto (o 3,4%).

**Przedstawione prognozy nie uwzględniają wpływu transakcji akwizycji Nowego Swarzędza Sp. z o.o. o której poinformowano w dniu 26 września 2006 r.**

## WYCENA Paged SA

### Wycena DCF

Założenia dotyczące kosztu kapitału:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,3%
- Premia za ryzyko rynkowe dla Polski na poziomie 6,0%.
- Wskaźnik  $\beta=1$  (neutralny poziom).
- Koszt długu przed opodatkowaniem na poziomie 6,22%.

Po okresie prognozy zakładam wzrost FCF (g) w tempie 1% roczne.

### Wycena DCF

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT (tys. zł)	29 562	36 617	40 245	41 805	43 242	45 076
Efektywna stopa podatkowa	20%	20%	20%	19%	19%	19%
NOPAT (tys. zł)	23 571	29 395	32 354	33 740	34 971	36 599
Inwestycje (tys. zł)	20 300	15 550	11 800	12 050	12 300	12 550
Amortyzacja (tys. zł)	12 640	13 260	13 308	13 146	13 032	12 961
Inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	3 085	5 550	3 683	2 874	2 788	3 159
FCF (tys. zł)	12 827	21 554	30 179	31 962	32 915	33 851
%E	74%	76%	78%	80%	80%	81%
%D	26%	24%	22%	21%	20%	19%
WACC	9,6%	9,8%	9,9%	10,0%	10,1%	10,1%

Współczynnik dyskonta	0,91	0,83	0,76	0,69	0,62	0,57
DCF (tys. zł)	11 700	17 908	22 813	21 961	20 548	19 191
Wartość rezydualna (tys. zł)						375 188
Suma DCF (tys. zł)	114 121					
Zdyskontowana wartość rezydualna (tys. zł)	212 709					
Suma DCF i z dyskont. wartości rezydualnej	326 830					
Zadłużenie netto (tys. zł)	17 552					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (tys. zł)</b>	<b>309 278</b>					
Liczba akcji (po umorzeniu skupionych)	9 264 992					
<b>Wartość 1 akcji (zł)</b>	<b>33,38</b>					

**Rezultaty:**

Uwzględniając zaprezentowane powyżej założenia, szacuję wartość Grupy Paged na 309,3 mln zł. Po odliczeniu akcji własnych posiadanych przez Paged S.A., oznacza to że szacunkowa **wartość 1 akcji Spółki wyznaczona metodą DCF wynosi 33,38 zł.**

**Wycena porównawcza**

**Baza spółek porównawczych.** Na warszawskiej giełdzie notowane jest sześć spółek, które można zakwalifikować do sektora drzewnego. Są to: Paged SA, FM Forte SA, Swarzędz Meble SA, Barlinek SA, Pfeleiderer Grajewo SA oraz Mondi Packaging Paper Świecie SA. Ze względu na trudną sytuację finansową w wycenie porównawczej nie zostanie uwzględniony Swarzędz Meble SA. Tradycyjnie, Paged SA wyceniany jest w oparciu o wskaźniki spółek meblowych; w tym przypadku będzie to Forte. Jednakże bardzo wysokie nakłady ponoszone w segmencie sklejk oraz wzrastająca rola tego segmentu dla Grupy Paged uprawniają w mojej ocenie dokonanie porównania do Grajewo na równych prawach jak do Forte. Pozostałe spółki zostały ujęte w ramach umownej kategorii „pozostałe spółki drzewne”. W opracowanej przeze mnie wycenie wagi Grajewo, Forte są równe i dwukrotnie wyższe niż „pozostałych spółek drzewnych”.

**Wykorzystywane wskaźniki.** Wycena została sporządzona w oparciu o prognozowane P/E i EV/EBITDA na lata 2006, 2007 i 2008. Prognozy finansowe spółek z bazy porównawczej to konsensus rynkowy (średnia dostępnych prognoz). Kapitalizacja spółek obliczona na podstawie ceny zamknięcia z dnia 29 września 2006 r. Jako prognozy wyników Grupy Paged zostały wykorzystane prognozy DM PENETRATOR. Wagi wszystkich wskaźników są sobie równe.

Wycena porównawcza	2006E		2007E		2008E	
	EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA	P/E
Pozostałe spółki drzewne (waga = 0,2)	13,8	21,0	10,4	15,0	8,9	12,9
- Barlinek	16,6	23,9	11,6	15,8	8,9	12,6
- Mondi	11,0	18,0	9,3	14,2	8,9	13,2
Forte (waga =0,4)	9,9	19,5	6,4	12,1	5,6	7,7
Grajewo (waga = 0,4%)	10,3	20,2	8,6	16,2	7,8	14,8
<b>Średnia</b>	<b>10,8</b>	<b>20,1</b>	<b>8,1</b>	<b>14,3</b>	<b>7,1</b>	<b>11,6</b>
<b>Paged SA</b>						
Prognozy finansowe (tys. zł)	42 202	21 113	49 877	25 892	53 554	28 487
Wycena przedsiębiorstwa (tys. zł)	439 438	424 140	386 091	370 630	365 109	329 728
<b>Średnia wycena przedsięb. (tys. zł)</b>	<b>385 856</b>					
Wycena 1 akcji	41,65					
<b>Dyskonto za brak płynności</b>	10%					
<b>Wycena 1 akcji po dyskoncie</b>	<b>37,48</b>					

**Rezultaty:**

Obliczając średnią arytmetyczną z otrzymanych rezultatów (6 pozycji) otrzymujemy szacunkową kapitalizację Paged SA na poziomie 385,9 mln zł. Oznacza to, że przy wykorzystaniu metody porównawczej wartość jednej akcji Paged S.A. można oszacować na 41,65 zł. Należy zwrócić uwagę, że walory Pagedu cechują się zdecydowanie niższą płynnością niż Mondi, Barlinka i Grajewo. Niska płynność zwiększa poślizg cenowy oraz utrudnia operacje na większych pakietach akcji. W związku z tym zasadne staje się zastosowanie 10% dyskonta obniżającego wycenę walorów Pagedu. **Ostatecznie, w odniesieniu do innych spółek sektora drzewnego, szacuję wartość 1 akcji Paged na poziomie 37,48 zł.**

**Przedstawione prognozy nie uwzględniają wpływu akwizycji 100% udziałów w kapitale zakładowym Nowego Swarzędza Sp. z o.o. o której to transakcji poinformowano w dniu 26 września 2006 r. Cena jaką zapłaciła Paged Meble Sp. z o.o. (1,17 mln**

zł) za dostęp do 30 salonów sprzedaży nie wydaje się wygórowana. Brak jest informacji o zadłużeniu przejętego podmiotu, ale uważam, że NPV tej inwestycji będzie dodatnia i podniesie wartość 1 akcji Paged S.A. (należy zwrócić uwagę, że stosunek płaconej ceny do przychodów ze sprzedaży Nowego Swarzędza Sp. z o.o. wynosi ok. 0,1 a dla całej Grupy Paged jest to ponad 0,8). Jednakże, dokładna wartość korekty wyceny możliwa będzie do oszacowania dopiero po przedstawieniu przez Paged S.A. bardziej szczegółowych informacji nt. planów i celów związanych z przejętym podmiotem.

## Wybrane elementy sprawozdań finansowych:

### Rachunek zysków i strat (tys. zł):

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
Przychody netto ze sprzedaży produkt. i towar.	299 058	304 618	349 560	384 540	407 748
Koszty sprzedanych produktów, towarów i mater.	203 373	217 326	248 715	275 880	293 078
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	70 390	64 486	69 435	70 505	72 701
Wynik na sprzedaży	25 295	22 806	31 411	38 155	41 970
EBITDA	39 394	34 830	42 202	49 877	53 554
EBIT	25 123	23 537	29 562	36 617	40 245
Saldo finansowe	3 578	-152	634	611	885
Wynik brutto	28 843	22 768	30 196	37 227	41 130
Podatek dochodowy	5 330	2 513	6 119	7 342	8 065
Zysk netto jednostki dominującej	21 526	18 251	21 113	25 892	28 487
EPS (zł)	2,13	1,91	2,35	2,88	3,17
Zysk udziałowców mniejszościowych	1 987	2 004	2 964	3 993	4 578

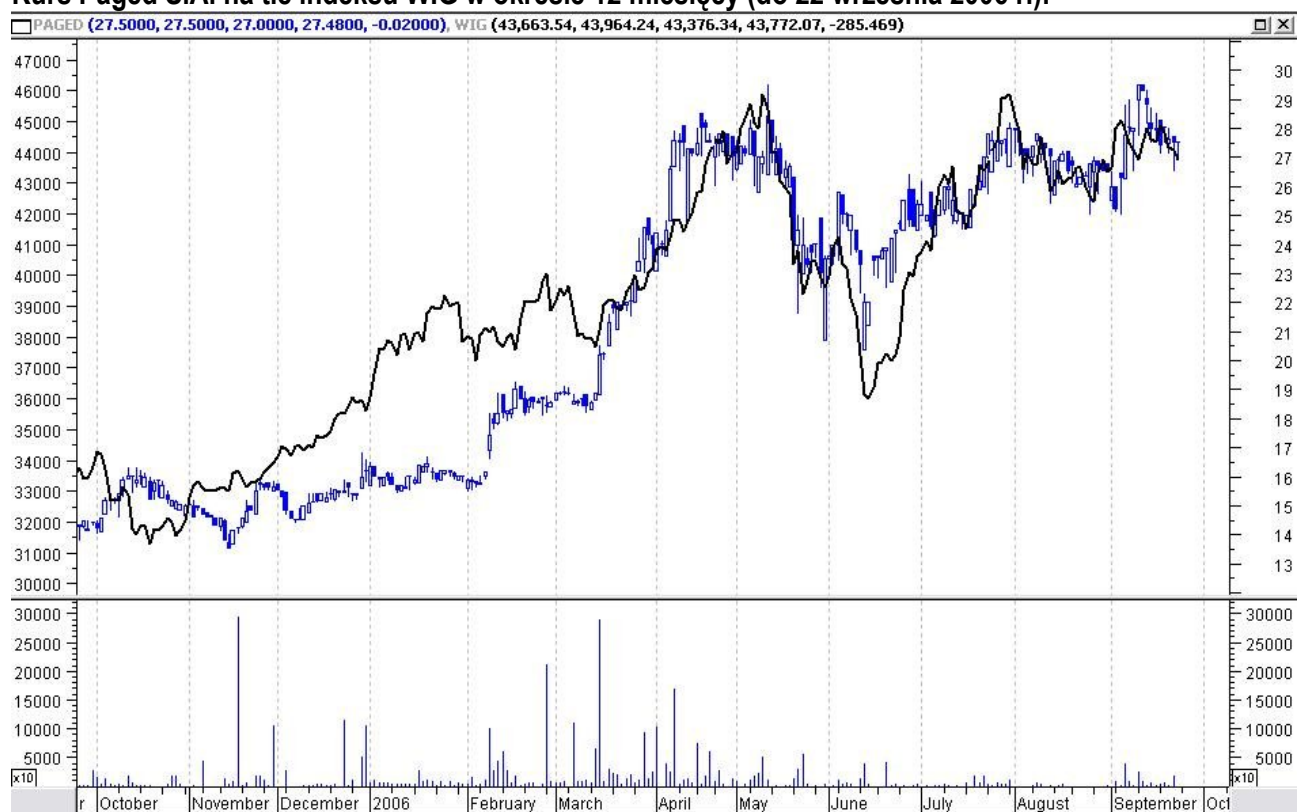
### Bilans (tys. zł)

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
<b>AKTYWA OGÓŁEM</b>	<b>225 036</b>	<b>231 699</b>	<b>242 946</b>	<b>265 580</b>	<b>289 103</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>114 428</b>	<b>117 469</b>	<b>120 765</b>	<b>122 884</b>	<b>121 218</b>
Wartości niematerialne i prawne	486	387	275	275	275
Wartość firm jednostek podporządkowanych	827	827	827	827	827
Rzeczowe aktywa trwałe	94 971	97 648	105 308	107 598	106 090
Należności długoterminowe	133	81	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	14 198	12 567	8 396	8 225	8 067
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3 813	5 959	5 959	5 959	5 959
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>110 608</b>	<b>113 887</b>	<b>121 838</b>	<b>142 354</b>	<b>167 542</b>
Zapasy	43 708	50 975	52 677	57 948	61 446
Należności krótkoterminowe	42 185	40 145	46 844	51 532	54 642
Inwestycje krótkoterminowe	22 587	21 029	20 579	31 136	49 717
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2 128	1 738	1 738	1 738	1 738
<b>Aktywa długoterminowe przezn. do sprzedaży</b>	<b>0</b>	<b>343</b>	<b>343</b>	<b>343</b>	<b>343</b>
<b>PASYWA OGÓŁEM</b>	<b>225 036</b>	<b>231 699</b>	<b>242 946</b>	<b>265 580</b>	<b>289 103</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>133 435</b>	<b>140 405</b>	<b>147 649</b>	<b>164 921</b>	<b>184 702</b>
A. Kapitał własny przypis. do Paged SA	121 508	127 753	134 997	152 269	172 049
Kapitał zakładowy	20 191	19 128	18 716	17 996	17 996
Akcje własne	-1 499	-4 603	-10 000	0	0
Kapitał z aktualizacji wyceny	5 395	5 133	5 133	5 133	5 133
Różnice kursowe z przel. jedn. podporządkow.	-1 255	-84	429	429	429
Zysk strata z lat ubiegłych	77 150	89 928	99 606	102 819	120 005
Zysk netto	21 526	18 251	21 113	25 892	28 486
B. Kapitały mniejszości	11 927	12 652	12 652	12 652	12 652
<b>Zobowiązania i rezerwy długoterminowe</b>	<b>16 793</b>	<b>19 918</b>	<b>20 356</b>	<b>20 864</b>	<b>21 026</b>
Rezerwy długoterminowe	1 435	1 578	1 578	1 496	1 578
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochod.	1 473	2 985	2 985	3 304	2 985
Zobowiązania długoterminowe	13 885	15 355	15 793	16 064	16 463
<b>Zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe</b>	<b>74 808</b>	<b>71 376</b>	<b>74 941</b>	<b>79 795</b>	<b>83 375</b>
Rezerwy krótkoterminowe	4 679	4 190	4 190	4 190	4 190
Zobowiązania krótkoterminowe	66 347	64 647	68 212	73 066	76 646
Fundusze specjalne	2 432	2 136	2 136	2 136	2 136
Rozliczenia międzyokresowe	1 350	403	403	403	403

## Cash Flow (tys. zł):

	2006E	2007E	2008E
<b>Cash flow z działalności operacyjnej, w tym:</b>	30 031	33 399	37 149
Wynik netto	21 113	25 892	28 486
Amortyzacja	12 640	13 260	13 308
Zmiana kapitału obrotowego	-3 085	-5 550	-3 683
<b>Cash flow z działalności inwestycyjnej, w tym:</b>	-16 129	-15 550	-11 800
Nakłady inwestycyjne	20 300	15 550	11 800
<b>Cash flow z działalności finansowej, w tym:</b>	-14 352	-7 292	-6 768
Dywidenda	4 382	8 620	8 706
Skup akcji własnych	10 000	0	0
Zmiana zadłużenia	-604	717	1 053
<b>ZMIANA GOTÓWKI</b>	<b>-450</b>	<b>10 557</b>	<b>18 581</b>

## Kurs Paged S.A. na tle indeksu WIG w okresie 12 miesięcy (do 22 września 2006 r.):



**Objaśnienie terminologii fachowej użytej w raporcie**

DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne

FCF – wolne przepływy gotówkowe

WACC – średni ważony koszt kapitału

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu

EV - wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto przypadający na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa przypadająca na 1 akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitału własnego

ROA - stopa zwrotu z aktywów

CAGR – średnioroczna złożona stopa wzrostu

MC – wartość rynkowa spółki (kapitalizacja)

Sales – przychody ze sprzedaży

pp – punkt procentowy

**Stosowane metody wyceny**

W raporcie użyto dwóch podstawowych metod wyceny:

Model DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) - powszechnie uznawany za najodpowiedniejszą metodę wyceny przedsiębiorstw. Główną wadą modelu DCF jest duża wrażliwość wyników wyceny na poczynione w tym modelu założenia i prognozy dotyczące zarówno samej firmy, jak i otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza - polegająca na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianego przedsiębiorstwa z analogicznymi wskaźnikami firm działających w tej samej branży lub w branżach pokrewnych. Wadą metody porównawczej jest duża wrażliwość wyników wyceny na dobór przyjętej grupy porównawczej i dobór wskaźników. Kolejną wadą jest duża zmienność wyceny w zależności od koniunktury rynkowej.

**Pozostałe informacje**

Niniejszy raport analityczny został uzupełniony o informacje przekazane przez Paged SA do publicznej wiadomości w dniu 26 września 2006 r., które nie zostały uwzględnione w przedstawionej wycenie akcji Paged SA.

Inwestorzy powinni zakładać, że DM PENETRATOR ma zamiar i może świadczyć usługi polegające na pośrednictwie w obrocie akcjami Paged SA.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM PENETRATOR, osobą sporządzającą niniejszy raport lub osobami z nimi powiązanymi oraz Paged SA nie występują jakiegokolwiek inne poza wskazanymi powyżej okoliczności, która mogłyby mieć wpływ na obiektywność DM PENETRATOR przy sporządzaniu niniejszego raportu lub powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wynagrodzenie osób fizycznych zatrudnionych w DM PENETRATOR biorących udział w sporządzeniu niniejszego raportu może być w części uzależnione od wyników finansowych w ramach transakcji dotyczących akcji Paged SA.

Analityk sporządzający niniejszy raport jest pracownikiem DM PENETRATOR. Poza analitykiem sporządzającym niniejszy raport dostęp do niego mieli przed udostępnieniem pracownicy DM PENETRATOR: analitycy, prawnik oraz członkowie Zarządu – w celu weryfikacji informacji oraz wykrycia ewentualnego konfliktu interesów. W razie ujawnienia innych okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność informacji zawartych w raporcie, albo innych okoliczności, których ujawnienie jest wymagane, zostaną one udostępnione na stronie internetowej: [www.penetратор.com.pl](http://www.penetратор.com.pl).

Niniejsze opracowanie jest pierwszym opracowaniem nt. Paged SA wydanym przez DM PENETRATOR i na chwilę obecną nie jest planowana jego aktualizacja.

Nadzór nad DM PENETRATOR SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Inwestorzy rozważający nabycie lub sprzedaż akcji Paged SA powinni w swoich decyzjach uwzględnić ryzyko towarzyszące tego typu inwestycjom. Wynika to z faktu, że kształtowanie się cen akcji notowanych na giełdach papierów wartościowych jest nieprzewidywalne zarówno w krótkim, jak i długim okresie czasu. Poziom zmienności cen akcji, a tym samym ryzyko inwestycji, jest zazwyczaj wyższy niż poziom zmienności cen innych instrumentów finansowych dostępnych na rynku kapitałowym.

Raport został sporządzony na potrzeby klientów DM PENETRATOR oraz innych osób zainteresowanych. Raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak DM PENETRATOR nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą do sporządzenia niniejszego raportu były wszelkie publicznie dostępne informacje znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia, oraz bezpośredni wywiad przeprowadzony z członkami władz Paged SA. Raport nie został przekazany Paged SA przed udostępnieniem. Do opracowania raportu wykorzystano dane z ostatnich 3 lat. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PENETRATOR bez uzgodnień z Paged SA lub innymi podmiotami, i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafnymi. DM PENETRATOR nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM PENETRATOR nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury niniejszego opracowania ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny.



**Dom Maklerski PENETRATOR SA**  
Rynek Główny 6, 31-042 Kraków

Autor raportu: Paweł Szydłowski; [Pawel.Szydowski@penetrator.com.pl](mailto:Pawel.Szydowski@penetrator.com.pl)