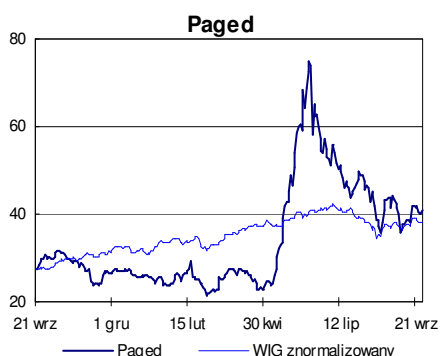


Raport  
analityczny

## Paged

Kupuj  
50,00 zł

## Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	40,70
kurs docelowy (zł)	50,00
wycena DCF (zł)	52,90
min 52 tyg (zł)	21,35
max 52 tyg (zł)	74,95
kapitalizacja (mln zł)	366,30
EV (mln zł)	412,08
liczba akcji (mln szt.)	9,00
free float	28,6%
free float (mln zł)	104,65
śr. obrót/msc (mln zł)	50,21

## Zmiana kursu

	Paged	WIG
1 miesiąc	-6,4%	2,7%
3 miesiące	-28,6%	-8,1%
6 miesięcy	48,7%	8,4%
12 miesięcy	36,1%	37,6%

## Akcjonariat

	% akcji i głosów
Opera	18,40
Millennium TFI	17,74
Generalna Dyr. Lasów	14,06
Pioneer Akcji Polskich	10,81
AIG TFI	5,23
YAWAL	5,19

## Poprzednie rekom.

	data	kurs
-	-	-

## Wyniki za I półrocze

Wyniki grupy Paged w I połowie 2007 roku były istotnie wyższe w porównaniu z osiągniętymi w I półroczu poprzedniego roku. Zysk netto grupy wyniósł nieco ponad 11 mln zł (+40%). Spośród segmentów, w których działalność prowadzi Paged, największy wpływ na wynik całej grupy ma segment sklejkowy; w I połowie 2007 roku rentowność operacyjna w tym segmencie przekroczyła 10%, podczas gdy w meblowym i handlowym wskaźnik ten wynosił 5-6%. W porównaniu do wyników ubiegłorocznych na uwagę zasługuje zwłaszcza poprawa wyników w segmencie meblowym, który w całym poprzednim roku notował straty.

## Perspektywy średnioterminowe

W ostatnich latach w grupie Pagedu prowadzona była restrukturyzacja. W ramach tego procesu segment handlowy został przejęty przez spółkę-matkę, a spółki meblowe połączone zostały w jedną. Dalsze działania w segmencie meblowym obejmują scentralizowanie produkcji mebli skrzyniowych w jednym nowoczesnym zakładzie produkcyjnym w Jarocinie (dotychczas meble skrzyniowe produkowane są w zakładach w Gostyniu i Włocławku) oraz wdrożenie nowych technologii lakierowania. Łącznie inwestycje w ciągu 2-3 lat mają sięgnąć nawet 50 mln zł, co trwale umożliwiłoby utrzymanie rentowności netto w tym segmencie na poziomie 5%. Aby dokonać inwestycji na wspomnianym poziomie Paged Meble będzie musiał pozyskać środki z zewnątrz (emisja akcji).

Niższe inwestycje zaplanowane są w segmencie sklejkowym, ale też w segmencie tym w poprzednich latach koncentrowały się wydatki inwestycyjne. W latach 2007-2008 mają sięgnąć one około 25 mln zł, co umożliwi dalszy wzrost przychodów z produkcji sklejkowej o około 20-25%. Zachowana zostanie dotychczasowa rentowność netto na poziomie 10%.

## Wycena i rekomendacja

W naszych prognozach dla grupy zakładamy, że w bieżącym roku zysk netto sięgnie 24 mln zł, a więc w II półroczu Paged zanotuje nieco wyższy wynik niż w I połowie roku. Spółka dysponuje kilkoma nieruchomościami, które mogłyby zbyć (w naszej ocenie przychód z tego tytułu sięgnie kilkudziesięciu mln zł), ale nie sądzimy, aby miało to miejsce w roku 2007. W naszych założeniach nie zakładamy podniesienia kapitałów spółki Paged Meble i zrealizowania w tym segmencie wspomnianych wyżej inwestycji (warunkiem jest upublicznienie spółki). Kurs walutowy zakładamy na poziomie 3,75 PLN/EUR, przy czym zwracamy uwagę że grupa stara się zabezpieczać pozycję długą i w br. efektywny kurs na sprzedaży realizowanej przez grupę jest wyższy (przyjmujemy, że jest to 3,9).

Wg modelu DCF obecna wartość 1 akcji Pagedu kształtuje się na poziomie 49 zł oraz 52,9 zł na koniec br. Wycena porównawcza biorąca pod uwagę wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2007-2008 daje średnio 48,8 zł na akcję. Cenę docelową dla akcji Pagedu ustalamy na podstawie obu tych wycen na poziomie 50 zł, czyli prawie 25% powyżej obecnych notowań. Rekomendacja KUPUJ.

## Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	304,62	318,91	353,69	374,85	394,55
EBITDA	34,83	31,07	46,81	49,50	55,19
EBIT	23,54	18,36	33,81	35,37	40,12
Zysk netto	18,42	11,01	24,21	24,73	30,83
Zysk skorygowany	18,42	11,01	24,21	24,73	30,83
EPS (zł)	1,93	1,22	2,69	2,75	3,43
DPS (zł)	0,48	0,50	1,34	1,37	1,71
CEPS (zł)	3,11	2,64	4,14	4,32	5,10
P/E	21,13	33,26	15,13	14,81	11,88
P/BV	3,05	2,81	2,44	2,25	2,02
EV/EBITDA	11,77	12,45	8,26	7,82	7,01

## Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00

## Analityk:

## Hanna Kędziora

tel. (0-22) 521-79-43  
e-mail: hanna.kedziora@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

## Charakterystyka działalności grupy

### Krótką charakterystyka

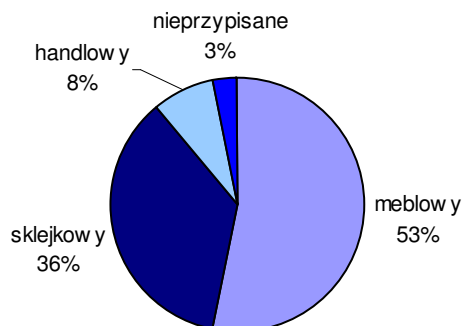
Paged SA, spółka matka, dotychczas działała na zasadzie typowej spółki holdingowej, świadcząc dla swoich spółek córek usługi udostępniania znaku towarowego i przetwarzania danych. Sytuacja uległa zmianie od sierpnia br., kiedy Paged SA połączyła się ze swoją spółką zależną Paged Handel. Wcześniej najważniejsze spółki zależne Pagedu reprezentowały następujące segmenty:

- ❑ meblowy; w spółce Paged Meble spółka-matka posiada 100%, planowane jest w przyszłym roku upublicznienie spółki meblowej, z tym że Paged ma zachować pakiet kontrolny,
- ❑ sklejkowy; w Pagedzie Sklejka spółka-matka ma 75,29% udział; drugim co do wielkości akcjonariuszem tej spółki jest Skarb Państwa, nie mamy informacji, kiedy sprzedawana będzie resztówka akcji Pagedu Sklejka,
- ❑ handlowy; w spółce Paged Handel spółka dominująca miała 100% udział, w celu uproszczenia struktur grupy działalność handlowa w całości przejął Paged SA.

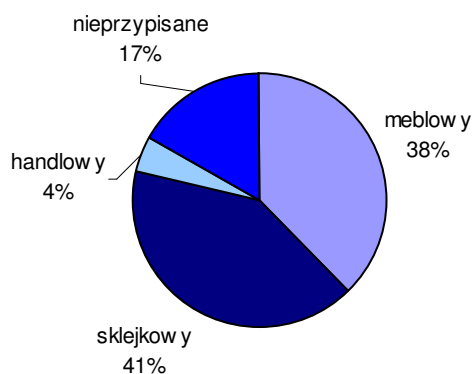
### Segmenty działalności

Na wykresach poniżej przedstawiamy dane za I półrocze 2007 roku, a więc uwzględniając jeszcze trzy wymienione wyżej segmenty działalności plus przychody i wynik nie zakwalifikowany do tych segmentów, a wynikający głównie z działalności spółki-matki, a więc przychody z udostępniania znaku towarowego (dla swoich spółek zależnych) oraz z wynajmu powierzchni.

**Struktura przychodów grupy**



**Struktura wyniku operacyjnego grupy**



Źródło: Paged, DM PKO BP SA

Jak widać, odpowiadający za większość przychodów segment meblowy, na ostateczny wynik miał istotnie niższy wpływ. W tabeli prezentujemy, jak zmieniły się poziomy rentowności

w poszczególnych segmentach działalności w ostatnim półroczu. Zwracamy uwagę na fakt, że wyniki za I i II półrocze nie są w pełni porównywalne, z uwagi na sezonowość sprzedaży sklejk (pierwsze dwa miesiące roku zwykle bywają nieco słabsze) i mebli (zdecydowanie lepsza II połowa roku, w szczególności IV kwartał). W przypadku spółek handlowych sprzedaż zwykle spada w miesiącach zimowych.

	2005	I poł. 2006	2006	I poł. 2007
<b>marża operacyjna</b>				
segment mebli	1,2%	3,0%	-1,6%	6,5%
segment sklejk	7,8%	11,6%	8,5%	10,4%
segment handlo	5,9%	2,9%	4,5%	4,8%
pozostałe	67,7%	67,4%	58,8%	52,8%
<b>marża EBITDA</b>				
segment mebli	3,7%	5,8%	2,0%	9,6%
segment sklejk	13,0%	16,5%	13,6%	15,5%
segment handlo	6,7%	3,4%	5,3%	5,0%
pozostałe	73,2%	72,6%	64,4%	58,1%
<b>marża netto</b>				
segment mebli	1,5%	1,6%	2,1%	5,0%
segment sklejk	6,2%	10,1%	6,4%	8,4%
segment handlo	5,3%	3,1%	3,1%	4,3%
pozostałe	89,9%	87,0%	189,0%	41,6%

Źródło: Paged, DM PKO BP SA

W ostatnich latach widać wyraźny wzrost rentowności notowanej w segmencie sklejkowym. Tu też koncentrowały się dotychczas inwestycje Pagedu, który stopniowo zwiększał moce produkcyjne oraz unowocześniał park maszynowy. Nie bez znaczenia jest też systematyczny wzrost popytu na rynku. Jak wspomnieliśmy wcześniej, Paged nie sprawuje pełnej kontroli nad spółką Paged Sklejka; udziały znajdujące się w rękach Skarbu Państwa znalazły się na liście spółek, których resztówki mają być wyprzedane. Zakładając że spółka może wypracowywać rocznie około 10 mln zł zysku netto, zakup resztówki zwiększy wyniki grupy o około 2-3 mln zł. Nie wiemy kiedy to będzie miało miejsce (nie zakładamy przejęcia resztówki w naszych prognozach), ani jaką cenę Paged będzie musiał za te udziały zapłacić.

### Wyniki finansowe i prognoza

Wyniki za I półrocze były bardzo dobre. Na uwagę zasługuje zwłaszcza poprawa wyników w segmencie meblowym (który w roku poprzednim notował straty na poziomie operacyjnym; zysk netto zanotował tylko dzięki przychodom finansowym).

	mln zł	1H2006	2006	1H2007	2007P
przychody ze sprzedaży		169,4	318,9	177,4	353,7
zysk brutto na sprzedaży		46,0	82,3	49,6	98,6
marża brutto na sprzedaży		27,2%	25,8%	28,0%	27,9%
EBIT		14,3	18,4	16,6	33,8
marża EBIT		8,5%	5,8%	9,4%	9,6%
EBITDA		14,6	31,1	23,4	46,8
marża EBITDA		8,6%	9,7%	13,2%	13,2%
zysk netto		8,5	11,0	11,1	24,2
marża netto		5,0%	3,5%	6,2%	6,8%

Źródło: Paged, DM PKO BP SA

Końcówka 2006 roku była dla Pagedu szczególnie trudna (dwukrotnie wówczas korygowana była w dół prognoza wyników finansowych grupy). Mniejsze od zapowiadanych wyniki finansowe to efekt:

- słabego wyniku spółek meblowych (konieczność utworzenia rezerw na świadczenia pracownicze oraz należności oraz niższa sprzedaż spółek meblowych z uwagi

na dłuższą niż założono przerwę w produkcji w związku z połączeniem oraz wyższymi kosztami tego połączenia),

- trudności przy pozyskaniu odpowiedniego surowca drzewnego dla potrzeb produkcji sklejk,
- gorszych od prognoz wyników nowopowstałych spółek handlowych Paged Kontrakt i Zumkontrakt,
- braku realizacji sprzedaży przez spółkę zależną akcji Pagedu poza grupę
- oraz wyższej stopy podatkowej.

Zarząd spółki nie przedstawił prognoz na 2007 rok. W naszej ocenie wyniki grupy w br. będą istotnie lepsze niż w roku poprzednim. Wskazuje na to poprawa w I połowie roku oraz fakt, że w większość czynników, które przyczyniły się do odnotowania słabych wyników w II połowie 2006 roku miała charakter incydentalny. Tym niemniej zwracamy uwagę na fakt, że słabszy niż w I czy II kwartale może być wynik za III kwartał roku z uwagi na prawdopodobną w tym okresie stratę w segmencie meblowym (lipiec i sierpień są najsłabszymi miesiącami w roku). Wynik za IV kwartał powinien jednak rekompensować ewentualne pogorszenie wyników w III kwartale i ostatecznie spodziewamy się, że w całym 2007 roku zysk netto grupy wyniesie ponad 24 mln zł. W 2008 roku z uwagi na prowadzone inwestycje powinna nastąpić poprawa na poziomie przychodów oraz rentowności grupy; w naszym modelu nie jest ona widoczna ze względu na niższy zakładany poziom kursu walutowego (3,75) w porównaniu z poziomem przy którym spółka zabezpieczyła swoją sprzedaż w roku bieżącym (około 3,9). W kolejnych latach kurs walutowy pozostawiamy na niezmienionym poziomie (3,75), co pozwala na uwidocznienie we wzroście wyników efektów inwestycji.

W prognozach dla Pagedu nie uwzględniamy sprzedaży zbędnych nieruchomości. Według szacunkowych wycen, wartość nieruchomości, które są w posiadaniu spółki, a które mogłyby zostać przeznaczone do sprzedaży, wynosi 30-40 mln zł. Ich wartość ewidencyjna to około 10-12 mln zł. W najbliższym czasie nie oczekujemy sprzedaży żadnej z tych nieruchomości.

### **Ekspozycja walutowa**

Spółki Paged oraz Paged Handel (czyli obecnie Paged SA) sprzedaż realizowały wyłącznie na rynku krajowym. W segmencie meblowym udział sprzedaży krajowej wynosi około 35%, a w sklejkowym— nieco ponad 40%. Łącznie w grupie przychody realizowane poza granicami kraju sięgają około 55%. Głównym rynkiem eksportowym tradycyjnie są Niemcy, ponadto istotną część sprzedaży eksportowej plasowana jest w Wielkiej Brytanii, Holandii, Rosji, USA, Japonii. Uwzględniając, że spółki Pagedu część kosztów ponoszą w walutach, długa pozycja grupy sięga w naszej ocenie około 40%. Jest ona wysoka, dlatego Paged stara się ją zabezpieczać. Na rok bieżący zabezpieczenia były zawierane przy kursie PLN/EUR nawet powyżej 3,9. Bez tych zabezpieczeń, zmiana kursu PLN/EUR o 10 groszy wpływałaby, wg naszych szacunków na zmianę zysku netto o około 12%. W prognozach w kolejnych latach zakładamy kurs walutowy na poziomie 3,75.

Poniżej przedstawiamy, jak zmieniłyby się nasze prognozy dla grupy na lata 2008-2009 w przypadku gdyby średnioroczne ceny sprzedaży/zakupów w euro różniły się od założonych w modelu.

kurs	przychody	zysk EBITDA	zysk netto	marża netto
3,65	369,3	45,4	22,0	6,0%
3,70	372,1	47,5	23,8	6,4%
3,75	374,8	49,5	24,7	6,6%
3,80	377,6	51,5	27,1	7,2%
3,85	380,3	53,4	28,7	7,6%

Źródło: Paged, DM PKO BP SA

Tabela ma charakter poglądowy. Faktycznie przy wzmocnieniu kursu złotego w różnych segmentach wyniki będą zmieniały się w różnym stopniu. Najbardziej wrażliwy na zmiany kursu walutowego będzie segment meblowy. Wg naszych ocen zagrożeniem w tym segmencie może być już zejście złotego do poziomu poniżej 3,6 względem euro. Nie oceniamy tego jako wysoko prawdopodobne.

### **Strategia, perspektywa średnioterminowa**

W ostatnich latach w grupie Pagedu trwała nieustająca restrukturyzacja. Doprowadziła ona do połączenia spółek meblowych w jedną—Paged Meble, która obecnie będzie skupiać się na optymalizacji procesów produkcyjnych. Niedawny zakup nieruchomości w Jarocinie ma na celu scentralizowanie produkcji mebli skrzyniowych w jednym unowocześnionym zakładzie produkcyjnym (dotychczas meble skrzyniowe produkowane są w zakładach w Gostyniu i Włocławku). Dodatkowe inwestycje w segmencie meblowym obejmują wdrożenie nowych technologii lakierowania (barwniki i lakiery wodne). Łącznie w ciągu 2-3 lat mają osiągnąć nawet 50 mln zł, co trwale umożliwiłoby utrzymanie rentowności netto w tym segmencie na poziomie 5%. W celu sfinansowania inwestycji Paged Meble zamierza przeprowadzić emisję akcji poprzez giełdę. W naszych prognozach nie uwzględniamy ani wysokich inwestycji Pagedu Meble ani upublicznienia spółki i zmniejszenia w niej udziału Pagedu.

Nieco mniejsze inwestycje zaplanowane są w segmencie sklejkowym, ale też w segmencie tym w poprzednich latach koncentrowały się wydatki inwestycyjne. W latach 2007-2008 mają osiągnąć one około 25 mln zł, co umożliwi dalszy wzrost przychodów w tym segmencie o około 20-25%. Zachowana zostanie dotychczasowa rentowność netto na poziomie 10%.

### **Rekomendacja**

Na następnej stronie prezentujemy nasze prognozy dla Pagedu, na podstawie których zbudowaliśmy DCF oraz wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą. Wg modelu DCF obecna wartość 1 akcji Pagedu kształtuje się na poziomie 49 zł oraz 52,9 zł na koniec br. Poniżej przedstawiamy wrażliwość obecnej wyceny DCF w zależności od zastosowanej stopy dyskonta oraz stopy wzrostu w nieskończoność.

	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC-2%	64,6	69,6	75,7	83,4	93,4
WACC-1%	52,9	56,1	59,8	64,4	70,0
WACC	44,4	46,5	49,0	52,0	55,4
WACC+1%	33,7	34,7	35,8	37,0	38,4
WACC+2%	32,9	34,0	35,3	36,7	38,3

Źródło: Paged, DM PKO BP SA

Wycena porównawcza biorąca pod uwagę wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2007-2008 daje średnio 47,8 zł na akcję. Cenę docelową dla akcji Pagedu ustalamy na podstawie średniej z wyceny porównawczej oraz DCF na poziomie 50 zł. Jest to prawie 25% powyżej obecnych notowań. Rekomendacja KUPUJ.



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	I-Q 06	I-IQ 06	I-Q 07	I-IQ 07
Przychody netto ze sprzedaży	299,06	304,62	318,91	353,69	374,85	394,55	89,61	169,36	88,70	177,34
zmiana	7,8%	1,9%	4,7%	10,9%	6,0%	5,3%	25,6%	18,5%	-1,0%	4,7%
EBITDA	39,83	34,83	31,07	46,81	49,50	55,19	11,07	20,45	15,61	26,79
zmiana	-11,1%	-12,6%	-10,8%	50,6%	5,7%	11,5%	-1,6%	-3,1%	41,0%	31,0%
EBIT	25,56	23,54	18,36	33,81	35,37	40,12	7,98	14,32	12,23	20,00
zmiana	-22,5%	-7,9%	-22,0%	84,1%	4,6%	13,4%	6,1%	5,2%	53,2%	39,7%
Zysk netto	21,80	18,42	11,01	24,21	24,73	30,83	4,50	8,50	6,79	11,92
zmiana	84,2%	-15,5%	-40,2%	119,8%	2,2%	24,6%	8,6%	2,4%	50,8%	40,1%
Zysk netto skorygowany	21,80	18,42	11,01	24,21	24,73	30,83	4,50	8,50	6,79	11,92
zmiana	84,2%	-15,5%	-40,2%	119,8%	2,2%	24,6%	-13,1%	-8,9%	50,8%	40,1%
Marża EBITDA	13,3%	11,4%	9,7%	13,2%	13,2%	14,0%	12,4%	12,1%	17,6%	15,1%
Marża EBIT	8,5%	7,7%	5,8%	9,6%	9,4%	10,2%	8,9%	8,5%	13,8%	11,3%
Rentowność netto	7,3%	6,0%	3,5%	6,8%	6,6%	7,8%	5,0%	5,0%	7,7%	6,7%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Aktywa ogółem	216,65	231,70	234,17	242,93	257,08	276,96
Aktywa trwałe	106,05	117,47	116,80	121,35	125,22	128,15
Aktywa obrotowe	110,61	114,23	117,37	121,59	131,86	148,80
Kapitał własny	108,34	127,75	130,58	150,29	162,92	181,38
Zobowiązania i rezerwy ogółem	88,64	91,29	89,84	78,47	79,99	81,41
Dług netto	17,12	25,45	20,58	33,08	29,13	18,08
Kapitał obrotowy	56,59	69,22	58,32	80,37	85,17	89,65
Kapitał zaangażowany	73,71	94,67	78,90	113,44	114,30	107,73
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	25,26	20,92	28,54	11,90	34,05	41,42
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-21,88	-7,85	-7,55	-18,00	-18,00	-18,00
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-5,33	-7,22	-11,19	-4,50	-12,10	-12,37
Srodki pieniężne na koniec okresu	7,34	13,18	22,98	12,38	16,33	27,38
Dług netto/EBITDA	0,43	0,73	0,66	0,71	0,59	0,33
ROE	22,2%	15,6%	8,5%	17,2%	15,8%	17,9%
ROACE	29,7%	22,4%	17,1%	28,8%	26,1%	30,4%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
Stopa podatkowa	20%	20%	19%	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
<b>NOPLAT</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
Amortyzacja	13	14	15	16	17	18	19	19	19	19
Nakłady inwestycyjne	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Inwestycje w kapitał obrotowy	22	5	4	3	3	4	3	2	2	2
<b>FCF</b>	<b>1</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>47</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>1</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
Suma DFCF	177									
Zdyskontowana wartość rezydualna	289									
Dług netto + wyplacona dywidenda	25									
<b>Wartość spółki</b>	<b>441</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	9,000									
Wartość 1 akcji 01.01.07 (zł)	49,04									
<b>Wartość 1 akcji 27.09.07 (zł)</b>	<b>52,90</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
		EUR	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008
MPP Świecie	MPP PW	1 121	1 531	15,91	15,10	13,08	10,22	9,57	8,43
Grajewo	GRJ PW	790	1 079	32,38	21,24	18,46	16,85	12,67	10,32
Barlinek	BRK PW	529	723	56,50	31,16	17,04	41,83	21,80	12,19
Forte	FTE PW	61	84	18,64	9,89	8,50	11,74	5,61	5,04
<b>Mediana</b>				<b>25,51</b>	<b>18,17</b>	<b>15,06</b>	<b>14,30</b>	<b>11,12</b>	<b>9,38</b>
Paged	PGD PW	97	137	33,26	15,13	14,81	12,45	8,26	7,82
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki				30,4%	-16,7%	-1,7%	-12,9%	-25,7%	-16,6%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>				<b>31,21</b>	<b>48,88</b>	<b>41,38</b>	<b>44,28</b>	<b>52,77</b>	<b>46,48</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny  
banki i finanseAndrzej Powierża  
(022) 521 79 41  
andrzej.powierza@pkobp.pl

budownictwo i nieruchomości, hotele

Michał Sztabler  
(022) 521 79 13  
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki  
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora  
(022) 521 79 43  
hanna.kedziora@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski  
(022) 521 79 17  
ludomir.zalewski@pkobp.pl

przemysł metalowy, spożywczy, inne

Marcin Sójka  
(022) 521 79 31  
marcin.sojka@pkobp.pl

telekomunikacja, media, informatyka

Rafał Fabiszewski  
(022) 521 87 23  
rafal.fabiszewski@pkobp.pl

analiza techniczna

Przemysław Smoliński  
(022) 521 79 10  
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10  
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Szymanek (0-22) 521 82 14  
artur.szymanek@pkobp.plPiotr Dedecjus (0-22) 521 91 39  
piotr.dedecjus@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96  
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521 91 50  
piotr.gawron@pkobp.plMieczysław Lewiński (0-22) 521 91 39  
mieczyslaw.lewinski@pkobp.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13  
leszek.iwaniec@pkobp.pl

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

## Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

## Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajeniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.