

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analityk: **Renata Miś**

PAGED S.A.

Przemysł drzewny

Kurs bieżący (zł): 18,89
Liczba akcji (tys.): 9 000
Free float: 44,6% (76 mln zł)

Dane skonsolidowane (mln zł)	2007	2008	1-3Q 2009*	2009P
Przychody operacyjne	363,7	340,1	254,4	330,2
Zysk operacyjny	22,1	6,2	12,2	22,0
Zysk netto**	17,7	-53,9	-8,9	13,5
Wartość księgowa**	142,1	83,2	74,0	103,5
Kapitalizacja	270,0	43,6	170,0	153,0
Liczba akcji (mln)****	9,0	9,0	9,0	8,1
EPS (zł)	1,97	-	-	1,66
BVPS (zł)	15,79	9,24	8,22	12,78
P/E	15,2	-	-	11,4
P/BV	1,90	0,52	2,30	1,48
Kurs (zł)**	30,00	4,84	18,89	18,89

* wskaźniki rynkowe liczone na podstawie danych zanalizowanych

** zysk netto i kapitały przypadające jednostce dominującej

*** dla danych prognozowanych kurs bieżący z dnia wydania rekomendacji

**** dla danych prognozowanych liczba akcji została skorygowana o akcje skupione w celu umorzenia

P - prognoza Zarządu

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Generałna Dyrekcja Lasów Państwowych w Warszawie	14,1%	14,1%
Edmund Mzyk	12,0%	12,0%
"Paged" S.A. - akcje własne	10,0%	10,0%
Siluea Investments Sp. z o.o. S.K.A.	7,9%	7,9%
CI Consulting Sp. z o.o. S.K.A.	6,3%	6,3%
Yawal S.A.	5,2%	5,2%
Pozostali	44,6%	44,6%
Razem	100,0%	100,0%



Jedną akcję Paged S.A. wyceniamy na poziomie **26,10 zł**. W związku z tym, że jest to poziom wyższy o 38,2% od bieżącego kursu giełdowego, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj**.

W okresie 1-3Q 2009 roku Grupa Paged zanotowała **spadek przychodów o 1,7% r/r**. Jednocześnie prowadzona restrukturyzacja przynosi już pierwsze efekty w postaci znacznego obniżenia kosztów ogólnego zarządu (-17,5% r/r). M.in. dzięki temu **zysk operacyjny był o 48,6% wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego**. Z kolei działalność finansowa nadal obciążona jest kosztami związanymi z opcjami walutowymi. Dlatego po 3 kwartałach br. Grupa pokazała stratę netto na poziomie 8,9 mln zł. Warto zaznaczyć, że Paged podjął działania mające na celu rozwiązanie tego problemu. **W maju br. zawarta została ugoda z Bankiem BPH**, w wyniku której zobowiązanie w kwocie 12 mln zł zamieniono na kredyt z terminem spłaty do 2012 roku. Nadal trwają negocjacje z Fortis Bankiem, dotyczące zobowiązania na kwotę 18,5 mln zł. Jego korzystne rozwiązanie może istotnie wpłynąć na poprawę wyników.

W czerwcu br. Grupa Paged przedstawiła strategię działania na najbliższe lata. **Priorytetem Grupy w obszarze działalności finansowej w 2009 roku miało być uporządkowanie kwestii opcji walutowych, restrukturyzacja zadłużenia, wprowadzenie procedur weryfikacji klientów, a także wdrożenie zasad ubezpieczeń należności**. Na kolejny rok celem Grupy jest poprawa rentowności oraz utrzymanie płynności na bezpiecznym poziomie.

W założeniach do wyceny, jako punkt wyjścia na lata 2009-2010 przyjęliśmy prognozę Spółki. Natomiast na lata 2011-2015 sporządziliśmy własne prognozy. W tym okresie zakładamy dalszy wzrost przychodów, wynikający głównie z posiadanych wolnych mocy produkcyjnych, przeprowadzonego w latach wcześniejszych procesu inwestycyjnego (ok. 57 mln zł) oraz trwającego procesu restrukturyzacji.

W naszej prognozie założyliśmy spadek marży operacyjnej (w porównaniu z zakładaną przez Paged na 2010 rok), co jest wynikiem wyeliminowania z przyszłej działalności zdarzeń jednorazowych (np. sprzedaż nieruchomości, pozytywne zakończenie negocjacji z bankami w sprawie opcji). **W latach następnych mogą mieć miejsce transakcje jednorazowe, które wpłyną na poprawę wyniku finansowego Grupy Paged**.

Sytuacja w branży

Sytuacja przemysłu drzewnego w Polsce

Wysoką pozycję na rynkach światowych polski przemysł drzewny zawdzięcza w dużej mierze branży meblarskiej. W 2006 roku w wyniku umacniania się kursu złotego oraz rosnących cen polskiego drewna zanotowano zwiększoną liczbę upadłości przedsiębiorstw z branży drzewnej i meblarskiej. Z roku na rok ceny drewna szły w górę o kilkanaście procent. Do tego dochodziła jeszcze podaż surowca na poziomie, który nie zaspokajał potrzeb wszystkich odbiorców. W roku 2008 pozyskanie surowca pierwotnie miało wynieść 30,3 mln m³, czyli na poziomie z 2007 roku. Jednak krajowe przedsiębiorstwa złożyły zamówienia na 32,1 mln m³. Oznaczałoby to, że w Polsce deficyt drewna wyniósłby 2 mln m³. W związku z tym plany pozyskania surowca przez Lasy Państwowe zostały zwiększone do 32,1 mln m³. Jednak tak naprawdę potrzeby krajowych przedsiębiorstw są znacznie większe i szacuje się, że deficyt mógł sięgnąć nawet 5 mln m³. Dlatego część przedsiębiorstw decyduje się na import surowca lub ograniczenie produkcji. Import surowca nie jest optymalnym rozwiązaniem dla wielu polskich przedsiębiorstw ze względu na wysokie koszty transportu.

W październiku 2008 roku zgłoszono projekt sprzedaży drewna w systemie aukcyjnym. Przetargi internetowe w Portalu Leśno -Drzewnym mają być podstawową procedurą sprzedaży drewna dla przedsiębiorców. Będą prowadzone w cyklu półrocznym.

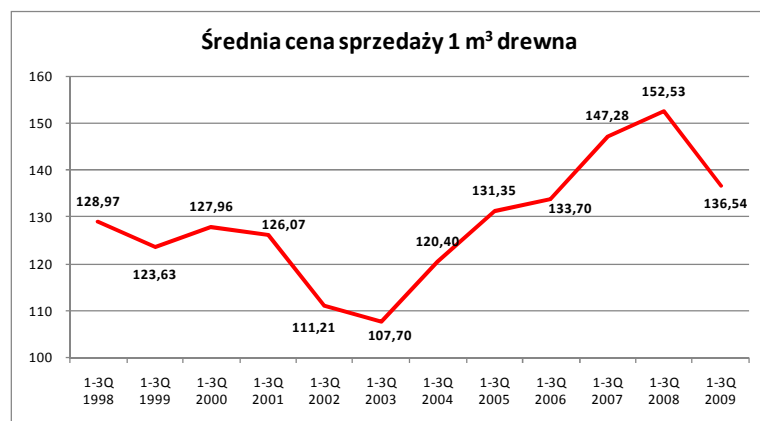


Źródło: GUS

Ogólną koniunkturę na rynku produkcji drewna i wyrobów z drewna, liczoną, jako średnia arytmetyczna wartości wskaźników dotyczących aktualnej i oczekiwanej w ciągu najbliższego miesiąca koniunktury przedstawia powyższy wykres.

Cena drewna

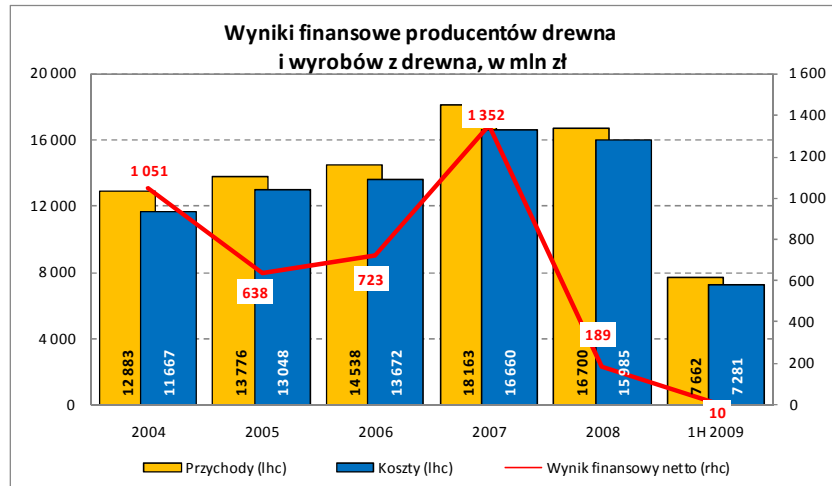
Zależność przedsiębiorstw z branży drzewnej od dostawcy surowca leśnego, jakim są Lasy Państwowe, sprawiła że ceny surowca w latach 2003-2008 rosły od kilku do kilkunastu procent. Łącznie w tym okresie wzrosły o 41,6%. Według danych GUS, średnia cena drewna po trzech kwartałach 2009 roku wynosiła 136,54 zł za 1 m³.



Źródło: GUS i Lasy Państwowe

Wyniki finansowe sektora drzewnego

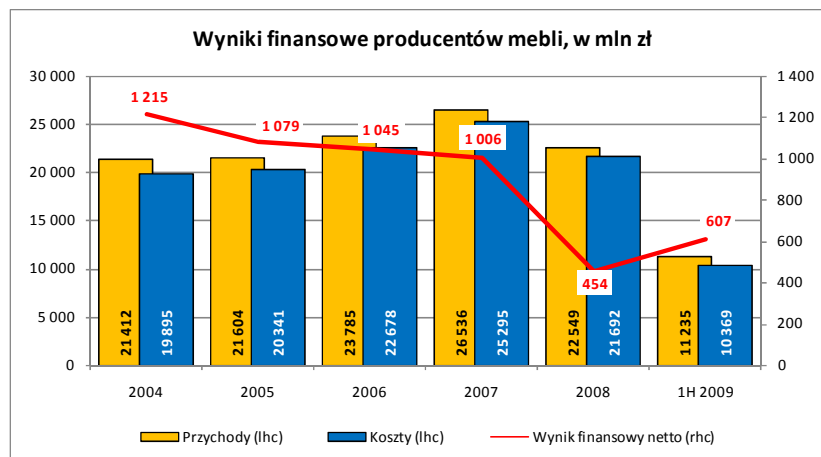
W ostatnim roku sytuacja w sektorze drzewnym uległa zmianie. Według danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS), wynik finansowy netto producentów działających w segmencie „produkcja drewna i wyrobów z drewna” w 2008 roku wyniósł 189 mln zł, co oznacza spadek w porównaniu z rokiem wcześniejszym o 86,1%. Przychody w tym okresie spadły o 8,1% r/r, a koszty o 4,1% r/r. Pierwsze półrocze br. to kontynuacja pogarszania się sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Przychody i koszty zmniejszyły się po około 12% r/r. Jednakże na poziomie zysku netto spadek ten wyniósł 97,7% r/r.



lhc – lewa skala, rhc – prawa skala
Źródło: GUS

Wyniki finansowe producentów mebli

Po spadku wyników w 2008 roku, pierwsze półrocze przyniosło wzrost przychodów producentów mebli w ujęciu rok do roku o 5,5%, a zysk netto wzrósł o 58,0% r/r. Wpłynęło to na poprawę generowanej marży operacyjnej i netto która po 1 półroczu br. wyniosła odpowiednio: 7,7% i 5,4%. Oznacza to, że generowane marże osiągnęły poziom z 2004 roku, który był jednym z lepszych pod względem wyników w branży.



lhc – lewa skala, rhc – prawa skala
Źródło: GUS

Prognoza sprzedaży mebli w Polsce na rok 2010 wynosi 18,9 mld zł. Na tym tle szacunkowy udział Pagedu Meble w rynku wyniósł będzie 0,8% i oznacza jego wzrost z poziomu 0,74% w 2008 roku.

Rynek sklejk w Polsce

Global Industry Analysts Inc. w swoim raporcie szacuje, że **światowy rynek sklejk w 2010 roku przekroczy wielkość 73,0 mln m³** (68,1 mln m³ produkcja sklejk na świecie w 2004 roku). Według informacji pochodzących z raportów Stowarzyszenia Producentów Płyt Drewnopochodnych w Polsce oraz FEIC (Fédération Européenne de l'Industrie du Contreplaqué) produkcja sklejk w Polsce w 2007 roku wyniosła 170,0 tys. m³, natomiast zużycie wyniosło 277,8 tys. m³. W tym okresie Paged Sklejka wyprodukował 52,7 tys. m³, co oznacza, że **jego udział w rynku produkcji wyniósł około 30%**.

Przedmiot działalności

Przedmiot działalności Grupy

Działalność Grupy Kapitałowej Paged koncentruje się na trzech segmentach:

- **meblowym**

W segmencie tym działa spółka Paged Meble S.A., zajmująca się produkcją oraz sprzedażą m.in. mebli skrzyniowych, stołów, ław, krzesel, foteli oraz wyspecjalizowane spółki handlowe (powiązane kapitałowo z Paged Meble S.A) to jest Meble Jarocin-Biura i Hotele Sp. z o.o. , Woodways Sp. z o.o., Zumcontract Inc. z siedzibą w USA i BUK Ltd z siedzibą w Wielkiej Brytanii, zajmujące się głównie sprzedażą mebli.

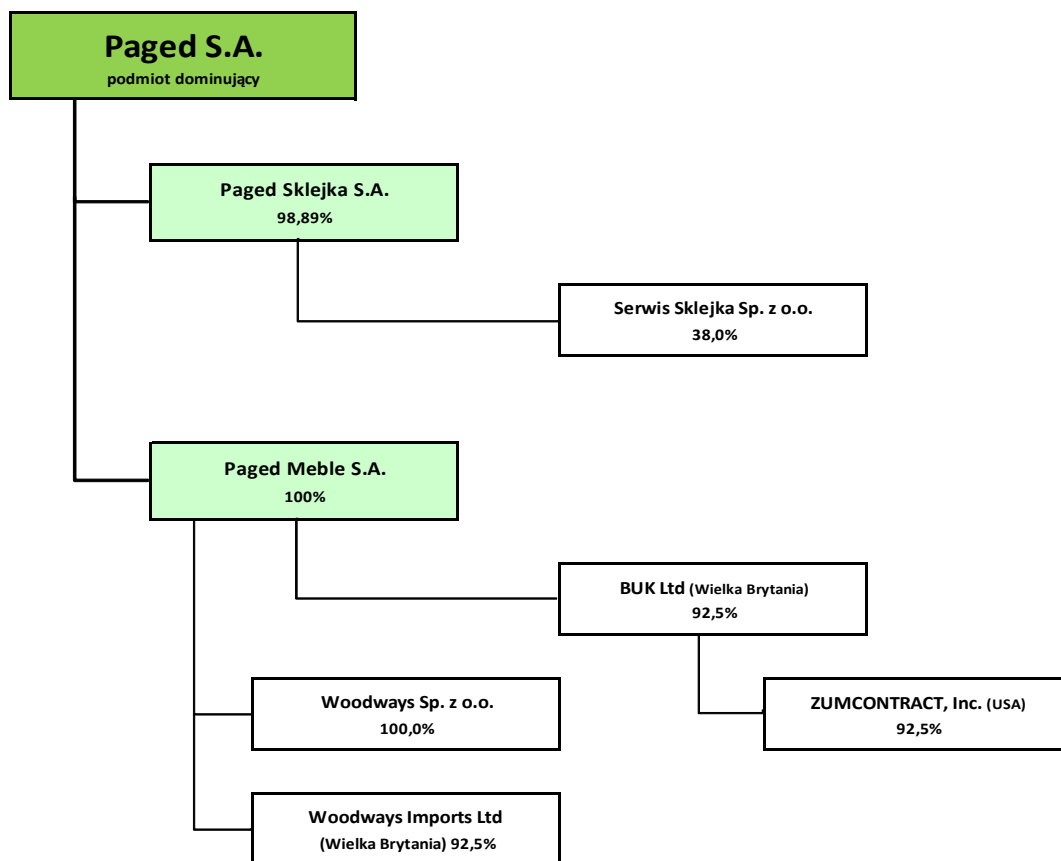
- **produkcji sklejk i płyt**

W segmencie tym działa Paged-Sklejka S.A., która jest krajowym liderem w produkcji sklejk. Poza jej produkcją, Spółka zajmuje się również wytwarzaniem m.in. oklein, formatek okleinowych i płyt stolarskich.

- **handlowym**

Działalność prowadzona jest przez Paged S.A., polega na krajowej sprzedaży produktów drzewnych i drewnopochodnych poprzez sieć składów handlowych, działających na zasadzie agencyjnej.

Struktura Grupy



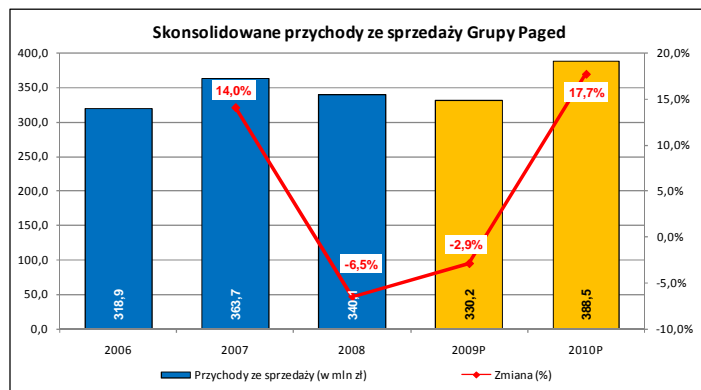
Źródło: dane ze Spółki

Przychody

Przychody generowane przez Grupę Paged w poszczególnych latach wykazywały wahania. Po wzroście przychodów o 14% w 2007 roku w stosunku do roku 2006, rok 2008 przyniósł spadek przychodów. Głównym tego powodem był trwający kryzys gospodarczy, który skutkował spadkiem produkcji w większości branż, dla których dostarczano produkty drzewne. Dodatkowo umocnienie PLN względem EUR i USD przy prawie 50% udziale eksportu w sprzedaży, nie pozostało bez wpływu na wyniki Grupy.

Trzy kwartały br. przyniosły spadek przychodów o 1,7% r/r, co było wynikiem kontynuacji trudnej

sytuacji rynkowej z roku poprzedniego. Największy spadek przychodów odnotowano w segmencie meblowym (-7,2% r/r). W ubiegłym roku spółka Paged Meble przechodziła restrukturyzację w wyniku której nastąpiła koncentracja produkcji w trzech zakładach (Jarocin, Jasienica i Sędziszów Małopolski). **Aktualne moce produkcyjne Paged Meble szacowane są na poziomie sprzedaży równym 250-300 mln zł rocznie.**



P - prognoza Zarządu Paged

Źródło: dane ze Spółki

Kolejnym segmentem, który po 3 kwartałach br. odnotował spadek to – sklejka. Segment dotknięty został załamaniem popytu na rynkach zagranicznych, a to z kolei pociągnęło konieczność obniżki cen produktów o około 30-40%. Obecne wykorzystanie potencjału produkcyjnego Paged Sklejka wykorzystywany jest w około 60%. **Docelowo segment sklejkowy ten może generować przychody na poziomie 250 mln zł rocznie.** Segmentem, który najlepiej poradził sobie z trudną sytuacją rynkową jest segment handlowy (wzrost przychodów o 29,4% r/r), którego działalność koncentruje się na sprzedaży produktów drzewnych i drewnopochodnych poprzez sieć krajowych składów handlowych. W planach jest dalszy rozwój sieci składów handlowych, poszerzenie asortymentu oferowanych produktów oraz oferowanie nowych usług, które charakteryzować się mają wysoką marżą.

W prognozach Zarządu na 2009 rok zakładany jest spadek przychodów, natomiast rok 2010 ma charakteryzować się prawie 18% dynamiką wzrostu przychodów.

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży wg segmentów branżowych, w tys. zł

Przychody ze sprzedaży	2007		2008		1-3Q 2009		zmiana 1-3Q09/ 1-3Q08
	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział	
handel	32 454	8,9%	42 097	12,4%	41 179	16,2%	29,4%
segment sklejkowy	127 741	35,1%	104 910	30,9%	91 053	35,8%	-3,5%
segment meblowy	194 439	53,5%	177 551	52,2%	122 062	48,0%	-7,2%
pozostała	9 042	2,5%	15 498	4,6%	126	0,05%	-88,9%
Razem	363 676	100,0%	340 056	100,0%	254 420	100,0%	-1,7%

Źródło: dane ze Spółki

Warto podkreślić, że około 50% przychodów Grupy pochodzi z eksportu. Dlatego umocnienie PLN w 2008 roku spowodowało wartościowy spadek przychodów, co w konsekwencji przyczyniło się do obniżenia przychodów ogółem.

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży w podziale geograficznym,

Produkty w tys. zł	2007		2008	
	wartość	udział	wartość	udział
kraj	158 268	43,52%	178 179	52,40%
eksport	205 408	56,48%	161 877	47,60%
Razem	363 676	100,00%	340 056	100,00%

Źródło: dane ze Spółki

Sytuacja finansowa

Bilans

W latach 2006-2008 suma bilansowa Grupy Paged zwiększyła się o 100,7 mln zł i na dzień 31.12.2008 roku wynosiła 334,9 mln zł. Wynikało to głównie ze wzrostu wartości aktywów trwałych o 62,4 mln zł i aktywów obrotowych o 38,3 mln zł. W 2007 roku nakłady inwestycyjne na rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne wyniosły netto 43,5 mln zł i dotyczyły głównie zakupu przez Paged Meble nieruchomości w Jarocinie, związanego z uruchomienia tam nowego zakładu produkcyjnego. W 2008 roku wzrost rzeczowych aktywów trwałych dotyczył inwestycji realizowanych przez Paged Sklejka, a związanych z rozbudową oraz pracami montażowymi maszyn i urządzeń do produkcji sklejki i formatek. Z kolei wzrost aktywów obrotowych wynikał z wyższego poziomu zapasów o 19,0 mln zł i środków pieniężnych o 19,3 mln zł. Powyższe inwestycje sfinansowane zostały głównie poprzez zwiększenie zobowiązań krótko- i długoterminowych (łącznie wzrost o 108,7 mln zł). Z kolei na obniżenie kapitałów własnych istotny wpływ miał ujemny wynik finansowy za 2008 rok.

Skonsolidowany bilans				Udział		
(w tys. zł)	31.12.07	31.12.08	30.09.09	31.12.07	31.12.08	30.09.09
AKTYWA TRWAŁE	149 569	179 180	174 487	54,1%	53,5%	58,9%
Wartości niematerialne i prawne	1 020	899	771	0,7%	0,5%	0,4%
Wartość firmy jedn. podporządkowanych	1 125	6 759	6 759	0,8%	3,8%	3,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	136 547	150 843	146 922	91,3%	84,2%	84,2%
Inwestycje długoterminowe	8 080	11 249	11 102	5,4%	6,3%	6,4%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2 797	9 430	8 933	1,9%	5,3%	5,1%
AKTYWA OBROTOWE	126 828	155 695	121 654	45,9%	46,5%	41,1%
Zapasy	57 186	70 397	51 884	45,1%	45,2%	42,6%
Należności krótkoterminowe	43 013	35 342	46 648	33,9%	22,7%	38,3%
w tym: należności z tytułu dostaw i usług*	37 516	33 701	44 316	87,2%	95,4%	95,0%
Należności z tytułu podatku dochodowego	682	875	427	0,5%	0,6%	0,4%
Inwestycje krótkoterminowe	24 249	47 245	19 727	19,1%	30,3%	16,2%
w tym: środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20 486	42 232	9 224	84,5%	89,4%	46,8%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 698	1 836	2 968	1,3%	1,2%	2,4%
AKTYWA RAZEM	276 397	334 875	296 141	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	158 962	83 681	74 481	57,5%	25,0%	25,2%
Kapitał jednostki dominującej	142 126	83 174	73 973	89,4%	99,4%	99,3%
Kapitał zakładowy	18 000	18 000	18 000	12,7%	21,6%	24,3%
Akcje własne (wartość ujemna)	0	-3 582	-3 961	0,0%	-4,3%	-5,4%
Kapitał z aktualizacji wyceny	4 705	4 705	4 705	3,3%	5,7%	6,4%
Różnice kursowe	-1 849	-3 308	-3 245	-1,3%	-4,0%	-4,4%
Zysk (strata) z lat ubiegłych	103 559	121 270	67 359	72,9%	145,8%	91,1%
Zysk (strata) netto	17 711	-53 911	-8 885	12,5%	-64,8%	-12,0%
Kapitały mniejszości	16 836	507	508	10,6%	0,6%	0,7%
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY DŁUGOTERMINOWE	16 688	52 797	68 406	6,0%	15,8%	23,1%
Rezerwy długoterminowe	2 452	2 860	2 860	14,7%	5,4%	4,2%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 567	4 330	4 631	27,4%	8,2%	6,8%
Zaobowiązania długoterminowe	9 669	45 607	60 915	57,9%	86,4%	89,0%
w tym: kredyty i pożyczki*	9 669	34 630	34 630	100,0%	75,9%	56,8%
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY KRÓTKOTERMINOWE	100 747	198 397	153 254	36,5%	59,2%	51,8%
Rezerwy krótkoterminowe	3 660	53 221	22 552	3,6%	26,8%	14,7%
Zobowiązania krótkoterminowe	95 418	144 627	130 426	94,7%	72,9%	85,1%
w tym: zobowiązania z tytułu dostaw i usług*	31 585	35 476	45 649	33,1%	24,5%	35,0%
kredyty i pożyczki*	24 905	74 828	79 354	26,1%	51,7%	60,8%
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	1 363	282	91	1,4%	0,1%	0,1%
Rozliczenia międzyokresowe	192	130	109	0,2%	0,1%	0,1%
Przychody przyszłych okresów	114	137	76	0,1%	0,1%	0,0%
PASYWA RAZEM	276 397	334 875	296 141	100,0%	100,0%	100,0%

* dane szacunkowe AmerBrokers (specyfika sprawozdania kwartalnego)

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Suma bilansowa po 3 kwartałach br. uległa obniżeniu o 38,7 mln zł w stosunku do stanu na 31.12.2008 rok. Wynikało to głównie ze zmniejszenia poziomu zapasów o 18,5 mln zł (zmniejszenie skali działania Grupy w tym okresie), oraz inwestycji krótkoterminowych o 27,5 mln zł – w tym spadek środków pieniężnych o 33,0 mln zł (wydatki związane z wydatkami na inne aktywa finansowe). Po stronie pasywów spadek wynikał głównie ze zmniejszenia rezerw krótkoterminowych (30,7 mln zł – rozwiązanie rezerw na opcje), zobowiązań krótkoterminowych (-14,2 mln zł) oraz kapitałów własnych (-9,2 mln zł). Z kolei o 15,3 mln zł wzrosły zobowiązania długoterminowe.

Skup akcji własnych

Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Paged wyraziło zgodę na nabycie akcji własnych w celu umorzenia. Na ten cel Spółka może wydać do 35 mln zł. Początek skupu akcji zaplanowano na 15 grudnia 2008 roku. Upoważnienie zarządu do nabywania akcji obejmuje okres od 6 października 2008 roku do 6 października 2011 roku. Po zakończeniu procesu nabywania akcji własnych przez Spółkę, Zarząd zwoła, nie później niż w ciągu 3 miesięcy od tego terminu, WZA, celem jednoczesnego podjęcia uchwał o umorzeniu akcji oraz obniżeniu kapitału zakładowego Spółki

Łączna wartość nominalna nabywanych akcji nie przekroczy 20% wartości kapitału zakładowego Spółki, tj. 1.800.000 akcji.

W wyniku przeprowadzonego skupu akcji Paged S.A. posiada łącznie 899.999 akcji własnych, które stanowią 9,99% kapitału zakładowego oraz tyle samo głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki. Średnia cena zakupionych dotychczas akcji w ramach Programu wynosi 4,40 zł.

Rachunek zysków i strat

W roku 2007 przychody Grupy dynamicznie wzrosły – wraz z korzystnym saldem operacji finansowych, przełożyło się to na dynamiczny wzrost wyników finansowych. Z kolei na wyniki 2008 roku wpływ miał kryzys gospodarczy. Spowodowało to spadek przychodów i wyników w stosunku do roku wcześniejszego. Dodatkowo zawarcie transakcji opcji walutowych przy mocnym PLN, wpłynęło na wzrost kosztów finansowych o około 60 mln zł w wyniku osłabienia PLN względem EUR i USD. W chwili obecnej nadal na wyniki Grupy mają wpływ nierozliczone opcje. W maju br. Paged zawarł ugodę z Bankiem BPH w sprawie rozliczenia zobowiązań opcyjnych. W wyniku ugody powstałe zobowiązania z tytułu negatywnej wyceny instrumentów pochodnych (12 mln zł) zamieniono na kredyt z terminem spłaty do 2012 roku. Nadal trwają negocjacje z Fortis Bankiem, dotyczące zobowiązania na kwotę 18,5 mln zł. Jego korzystne rozwiązanie może istotnie wpłynąć na oprawę wyników Grupy Paged.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (w tys. zł)				zmiana		
	2007	2008	1-3Q 2009	2007/2006	2008/2007	1-3Q09/1-3Q08
Przychody ze sprzedaży	363 676	340 056	254 420	14,0%	-6,5%	-1,7%
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	282 408	245 470	186 688	9,1%	-13,1%	-8,1%
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	81 268	94 586	67 732	35,5%	16,4%	21,2%
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	268 170	270 113	199 346	13,3%	0,7%	-2,3%
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów i usług	208 565	196 545	144 545	4,6%	-5,8%	-10,2%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	59 605	73 568	54 801	59,7%	23,4%	27,3%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	95 506	69 943	55 074	16,1%	-26,8%	0,2%
Koszty sprzedaży	21 012	23 197	17 145	-2,2%	10,4%	9,0%
Koszty ogólnego zarządu	50 068	43 893	28 367	7,9%	-12,3%	-17,5%
Pozostałe przychody operacyjne	5 246	9 111	3 688	-46,5%	73,7%	-34,5%
Pozostałe koszty operacyjne	7 574	5 722	1 029	29,3%	-24,5%	-54,5%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	22 098	6 242	12 221	20,4%	-71,8%	48,6%
Przychody finansowe	10 907	6 227	28 040	22,7%	-42,9%	331,7%
Koszty finansowe	5 199	70 558	47 811	-30,8%	1257,1%	321,5%
Wynik na sprzedaży części lub części udziałów jedn. podporządkowanych	430	0	0	-	-	-
Zysk (strata) brutto	28 236	-58 089	-7 550	43,1%	-	-
Podatek dochodowy	7 337	-4 292	1 370	4,4%	-	-44,0%
Zysk (strata) netto przypisany:	20 899	-53 797	-8 920	64,4%	-	-
- akcjonariuszom jednostki dominującej	17 711	-53 911	-8 885	60,8%	-	-
- udziałowcom mniejszościowym	3 188	114	-35	87,9%	-96,4%	-

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Warto podkreślić, że Grupa jest w trakcie restrukturyzacji. W pierwszym etapie, restrukturyzacji poddana została spółka Paged Meble. W wyniku skoncentrowania działalności w trzech zakładach (Jasienica, Jarocin i Sędziszów Małopolski) zlikwidowano zakład we Włocławku. Wszystkie działania spowodowały wzrost kosztów segmentu i rok 2008 zamknął się wysoką stratą. Jednakże już bieżący rok przyniósł znaczną poprawę wyników i segment meblowy, przy spadku przychodów o 7,2% r/r, może pochwalić się zyskiem operacyjnym na poziomie 4,9 mln zł. Na poziomie kosztów Grupy efekty prowadzonej restrukturyzacji widoczne są w pozycji koszty ogólnego zarządu, które w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego zmniejszyły się o 17,5%. Wpłynęło to na wzrost zysku operacyjnego Grupy o 48,6% r/r.

Wyniki wg segmentów branżowych, w tys. zł

	handel	segment sklejkowy	segment meblowy	pozostałe	Razem
2006 rok					
Przychody ze sprzedaży	23 924	110 608	176 298	8 081	318 911
Koszty operacyjne	22 734	100 178	175 749	1 890	300 551
Wynik operacyjny segmentu	1 190	10 430	549	6 191	18 360
2007 rok					
Przychody ze sprzedaży	32 454	127 741	194 439	9 042	363 676
Koszty operacyjne	30 550	112 592	194 992	3 444	341 578
Wynik operacyjny segmentu	1 904	15 149	-553	5 598	22 098
2008 rok					
Przychody ze sprzedaży	42 097	104 910	177 551	15 498	340 056
Koszty operacyjne	39 793	100 779	183 999	9 243	333 814
Wynik operacyjny segmentu	2 304	4 131	-6 448	6 255	6 242
1-3Q 2009 rok					
Przychody ze sprzedaży	41 179	91 053	122 062	126	254 420
Koszty operacyjne	39 408	84 307	117 115	1 369	242 199
Wynik operacyjny segmentu	1 771	6 746	4 947	-1 243	12 221

Źródło: dane ze Spółki

**Analiza
wskaźnikowa**

Pogorszenie sytuacji gospodarczej w wyniku trwającego kryzysu oraz wzrost kosztów finansowych, przełożyły się na pogorszenie wskaźników rentowności Grupy Paged w 2008 roku na wszystkich poziomach. Z kolei 3 kwartały br. przyniosły poprawę rentowności do poziomu EBIT (na wynik netto nadal wpływ mają nierozliczone opcje).

Wzrost zobowiązań kredytowych spowodował, że kapitał obrotowy osiągnął na koniec września br. wartość ujemną, a wskaźniki zadłużenia znajdują się na wysokim poziomie (zadłużenie przeszło dwa razy wyższe niż kapitał własny). Wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec września 2009 roku osiągnął poziom 4,3 podczas gdy w latach 2006-2007 kształtował się na średnim poziomie 0,4. Znaczny wzrost zadłużenia w 2008 roku spowodował, że wskaźniki płynności mocno obniżyły się. Obecnie ich poziom jest znacznie poniżej poziomów, powszechnie uważanych za bezpieczne. Może to stanowić istotne ryzyko płynności w działalności Grupy.

Wskaźniki finansowe	2007	2008	1-3Q 2009
Rentowność			
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	26,3%	20,6%	21,6%
Wskaźnik rentowności EBITDA	9,8%	5,9%	9,0%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	6,1%	1,8%	4,8%
Wskaźnik rentowności brutto	7,8%	-17,1%	-3,0%
Wskaźnik rentowności netto	4,9%	-15,9%	-3,5%
ROA*	6,4%	-16,1%	-21,5%
ROE*	12,5%	-64,8%	-86,0%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	31 410	11 068	-8 772
Wskaźnik bieżący	1,3	1,1	0,9
Wskaźnik płynności szybkiej	0,7	0,6	0,5
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	38,0%	56,8%	64,6%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	73,9%	228,7%	258,7%
Wskaźnik dług netto / EBITDA*	0,4	3,3	4,3
Dług netto (w tys. zł)	14 088	67 226	104 760
Rotacja (w dniach)			
Rotacja zapasów	73	85	83
Rotacja należności	34	38	41
Rotacja zobowiązań handlowych	30	35	43

* wskaźniki liczone w oparciu o dane za 4 kwartały

Źródło: opracowania własne na podstawie danych ze Spółki

Różnica pomiędzy wskaźnikami rotacji należności i zobowiązań wynosiła średnio 3 dni, pomimo ich wydłużenia w poszczególnych okresach.

Wycena Spółki

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Założenia do wyceny

Do wyceny metodą DCF zostały przyjęte dane z prognozy Grupy Paged na lata 2009-2010. W swoich założeniach, przedstawionych w strategii w czerwcu 2009 roku, Paged zakłada następujące korekty bilansu, które mają wpływ na prognozowane wyniki:

- grunty przeznaczone do sprzedaży wyceniono na około 50 mln zł,
- zawiązano rezerwy na opcje zamknięte w 2009 roku (24 mln zł) oraz utworzono rezerwy na opcje zapadające do końca 2011 roku (14 mln zł),
- w prognozach zawarte są prawdopodobne umorzenia opcji na łączną kwotę około 20 mln zł.

Priorytetem Grupy w obszarze działalności finansowej w 2009 roku było uporządkowanie kwestii opcji walutowych, restrukturyzacja zadłużenia, wprowadzenie procedur weryfikacji klientów, a także wdrożenie zasad ubezpieczeń należności. Na kolejny rok celem Grupy będzie utrzymanie płynności na bezpiecznym poziomie.

W przypadku działalności operacyjnej istotnymi celami, które stawia sobie Spółka na najbliższe lata są: poprawa efektywności działania i wzrost wydajności, rozbudowa działu zakupów oraz stworzenie systemu zarządzania ryzykiem biznesowym. Ważne będzie umocnienie pozycji na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych, poprzez rozwój sieci sprzedaży, częstsze wprowadzanie na rynek nowych kolekcji mebli.

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	330 165	388 500	419 311	447 670	474 408	500 547	525 523
Zmiana przychodów	-2,9%	17,7%	7,9%	6,8%	6,0%	5,5%	5,0%
EBITDA	37 769	54 877	47 875	51 837	55 741	60 274	65 205
Marża EBITDA	11,4%	14,1%	11,4%	11,6%	11,7%	12,0%	12,4%
EBIT	22 012	38 334	31 560	35 787	40 328	44 921	49 913
Marża operacyjna	6,7%	9,9%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Zysk (strata) netto jedn. dominującej	13 451	29 162	20 247	22 958	25 871	28 818	32 020
Marża zysku netto	4,1%	7,5%	4,8%	5,1%	5,5%	5,8%	6,1%
P/Sales	0,46	0,39	0,36	0,34	0,32	0,31	0,29
EV/EBITDA	6,82	4,70	5,38	4,97	4,62	4,28	3,95
P/E	11,38	5,25	7,56	6,66	5,91	5,31	4,78

Wskaźniki liczone przy bieżącym kursie oraz przy uwzględnieniu liczby akcji skorygowanej o skupione akcje w celu umorzenia
 Źródło: opracowanie własne

Prognoza na lata 2011-2015 sporządzona została przez DM AmerBrokers. Dalszy wzrost przychodów został „wygładzony”. Założenie wyższych przychodów zostało oparte o posiadane moce produkcyjne (z naszych informacji wynika, że wykorzystanie mocy wynosi aktualnie około 60%). Zarówno Paged Meble jak i Paged Sklejka posiadają możliwości znacznego wzrostu produkcji. Dodatkowo prognozy dotyczące wzrostu rynku sklejki, jak i sprzedaży mebli dają podstawy do zwiększenia przychodów w następnych latach. Kolejnym argumentem na potwierdzenie naszych założeń jest trwający proces restrukturyzacji, który ma na celu poprawę efektywności działania oraz wzrost wydajności. W przypadku Paged Meble efekty tego procesu mają być widoczne już w 4Q 2009 roku. Spółka podjęła działania, zmierzające do zidentyfikowania obecnej grupy klientów Spółki oraz zwiększenia rozpoznawalności

swojej marki. W najbliższym okresie można się spodziewać zwiększenia kolekcji mebli o nowoczesnym wyglądzie, przeznaczonych głównie dla małych 1-2 pokojowych mieszkań. Natomiast pierwszych efektów restrukturyzacji w Paged Sklejka można spodziewać się już w następnym roku.

Istotne jest, że w naszej prognozie założyliśmy spadek marży operacyjnej (w porównaniu z zakładaną przez Paged na 2010 rok), co jest wynikiem wyeliminowania z przyszłej działalności zdarzeń jednorazowych typu np. sprzedaż nieruchomości. Jednakże w latach następnych mogą mieć miejsce takie transakcje, które wpłyną na poprawę wyniku finansowego Spółki.

W latach 2007-2008 Grupa Paged poniosła znaczne nakłady (około 57 mln zł - dane z rachunku przepływów pieniężnych) na zwiększenie rzeczowego majątku trwałego oraz wartości niematerialnych i prawnych. Dlatego w latach 2010-2011 opierając się o założenia Spółki przyjęliśmy poziom nakładów istotnie niższy niż amortyzacja (nakłady inwestycyjne związane wyłącznie z inwestycjami odtworzeniowymi, z rozbudową sieci galerii meblowych i składów handlowych). Począwszy od roku 2012 zakładamy, że nakłady inwestycyjne będą na poziomie 5% powyżej amortyzacji.

Wskaźnik Dług/(Dług+Kapitał własny) w poszczególnych latach prognozy ulega zmniejszeniu ze względu na uwzględnienie spłat obecnie posiadanych kredytów. Jednocześnie nie zakładamy wypłaty dywidendy z zysków – całość zysku przeznaczona będzie na wzrost kapitału własnego. Dług netto został przyjęty na poziomie z 30.09.2009 roku.

Według zapowiedzi Zarządu od następnego roku Grupa Paged zamierza wprowadzić rachunkowość zabezpieczeń, co oznacza, że transakcje zabezpieczające będą rozliczane poprzez kapitały, a tym samym wyniki finansowe nie będą obciążone skutkami wycen i rozliczenia tych transakcji.

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%.

Wycena metodą DCF (w tys zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015P+
Zysk operacyjny	38 334	31 560	35 787	40 328	44 921	49 913	49 913
- Opodatkowanie EBIT	7 283	5 996	6 800	7 662	8 535	9 484	9 484
NOPLAT	31 051	25 564	28 987	32 666	36 386	40 430	40 430
+ Amortyzacja	16 543	16 315	16 050	15 412	15 353	15 291	15 291
- Zmiana kapitału pracującego	-6 343	-5 321	-5 149	-4 953	-4 969	-4 805	-1 442
Nadwyżka operacyjna	41 250	36 558	39 889	43 126	46 770	50 916	54 280
- Wydatki inwestycyjne	4 000	4 000	16 900	16 200	16 100	16 100	16 100
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	37 250	32 558	22 989	26 926	30 670	34 816	38 180
Współczynnik dyskonta	91,5%	83,5%	76,0%	68,8%	62,3%	56,3%	56,3%
Wartość bieżąca (PV FCF)	34 073	27 178	17 478	18 536	19 099	19 595	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Beta	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	41,3%	36,5%	32,3%	19,9%	17,8%	16,0%	16,0%
WACC	9,3%	9,6%	9,8%	10,4%	10,5%	10,6%	10,6%
Suma DCF 2010-2015	135 959						
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%						
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	399 823						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	225 026						
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	360 985						
Dług netto	104 760						
Wartość 100% akcji	256 225						
Liczba akcji (tys. szt)*	8 100						
Wartość 1 akcji, w zł	31,63						

* liczba akcji skorygowana o akcje skupione w celu umorzenia

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji spółki Paged wyliczona metodą dochodową wynosi 31,63 zł.

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Grupy Paged w odniesieniu do wybranych spółek sektora drzewnego notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Wycena porównawcza Paged S.A. na dzień 04.12.2009

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/EBIT	P/BV
Drewex	2,49 zł	0,79	33,07	-	1,42
Forte	14,50 zł	0,68	8,21	10,81	6,22
Grajewo	16,70 zł	0,66	10,84	17,99	1,84
Hardex	39,90 zł	0,43	4,16	11,97	0,70
Mediana spółek porównywalnych	x	0,67	9,53	11,97	1,63
Paged S.A.	18,89 PLN	0,46	10,59	14,94	2,07
Wycena 1 akcji Paged S.A. (w zł)		27,67	15,68	15,13	14,88
Wagi		0,20	0,40	0,20	0,20
Wycena 1 akcji Paged S.A. (w zł) - średnia ważona					17,81

Wartość Paged wyliczona jest w oparciu o liczbę akcji skorygowaną o akcje skupione w celu umorzenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na warszawskiej giełdzie spółek z branży drzewnej, wartość 1 akcji Paged wynosi 17,81 zł.

Ostateczna wycena

W celu uzyskania końcowej wyceny Paged, obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą dla wybranych spółek z sektora drzewnego notowanych na GPW. Dla metody dochodowej przyjęto wagę 0,6 natomiast dla metody porównawczej przyjęto wagę 0,4. Wyższa waga dla metody dochodowej wynika ze spodziewanej znacznej poprawy przyszłej sytuacji finansowej Grupy, natomiast bieżące wyniki Grupy obciążone są kosztami związanymi z opcjami walutowymi.

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,60	31,63
Metoda porównawcza	0,40	17,81
Końcowa wycena Paged S.A. (w zł)	1,00	26,10

Źródło: opracowanie własne

Wyznaczona w ten sposób wycena jednej akcji Paged wynosi 26,10 zł. Wycena ta jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 38,2%, dlatego wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.

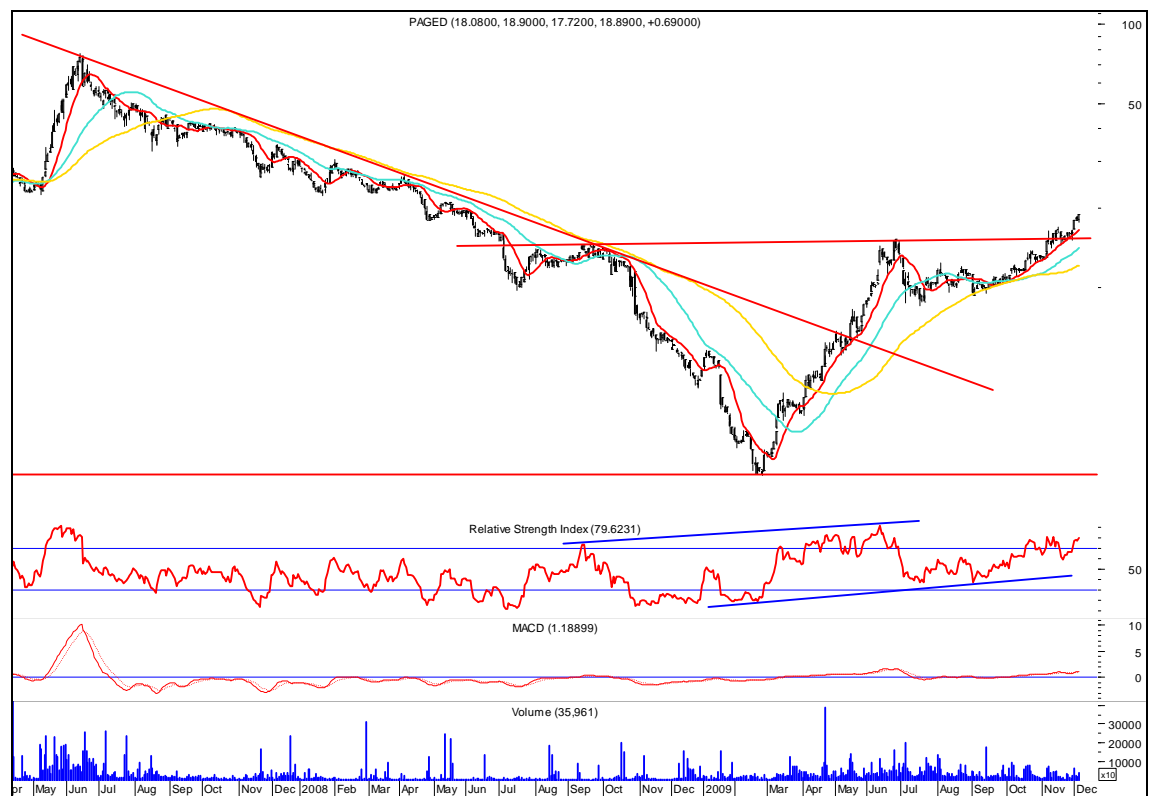
Analiza techniczna

Komentarz

W lutym br. kurs Paged spadł na zamknięciu do poziomu 1,95 zł. Od tego czasu kurs rozpoczął ruch w górę. W maju br. pokonana została długoterminowa linia trendu spadkowego, trwającego od czerwca 2007 roku, która znajdowała się na poziomie 6,30 zł. Kurs kontynuował średnioterminowy trend wzrostowy osiągając w czerwcu poziom 14,95 zł. Później miała miejsce korekta kursu i konsolidacja w przedziale 10,0-12,0 zł. Obecnie kurs pokonał czerwcowy szczyt i tym samym została potwierdzona formacja odwróconej głowy z ramionami. Na jej podstawie można prognozować wzrost kursu w przyszłości do poziomu co najmniej 28 zł.

Układ średnich kroczących jest typowy dla trendu wzrostowego wyższego rzędu. Wskaźnik RSI znajduje się w strefie wykupienia. Ponieważ nie potwierdza on ostatnich szczytów kursu Pagedu, istnieje ryzyko utworzenia negatywnej dywergencji.

Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/EBIT - cena do zysku operacyjnego na jedną akcję
EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
ROA - stopa zwrotu z aktywów
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
FCF - wolne przepływy pieniężne
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
WACC - średni ważony koszt kapitału
PV - wartość bieżąca
RV - wartość rezydualna
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, P/EBIT, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Rekomendacja

Datą pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

KUPIJ - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądzimy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPIJ. Sądzimy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Rekomendacje

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy: W ostatnich 12 miesiącach nie były wydawane dla Spółki rekomendacje.

Powiązania

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką: W okresie ostatnich 12 miesięcy autor analizy posiadał akcje Paged S.A.

Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.