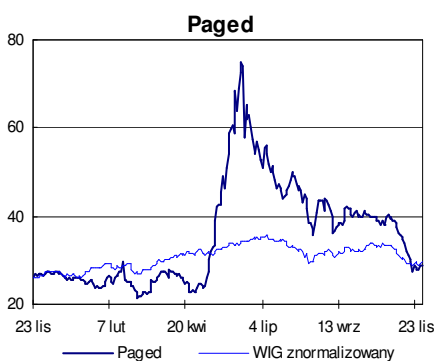




# Paged

Kupuj

40,00 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	28.60
kurs docelowy (zł)	40.00
wycena DCF (zł)	41.30
min 52 tyg (zł)	54.90
max 52 tyg (zł)	80.00
kapitalizacja (mln zł)	257.40
EV (mln zł)	291.35
liczba akcji (mln szt.)	9.00
free float	27.0%
free float (mln zł)	69.55
śr. obrót/msc (mln zł)	16.52

Zmiana kursu	Paged	WIG
1 miesiąc	-27.6%	-11.5%
3 miesiące	-31.0%	-5.0%
6 miesięcy	-43.8%	10.0%
12 miesięcy	7.1%	11.7%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Opera	19.95
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
Kupuj	28-09-2007	45.84

**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

**Wyniki za III kwartał**

Wyniki grupy za III kwartał były zgodne z oczekiwaniami. Przy rekordowych przychodach przekraczających 90 mln zł Paged zrealizował zysk netto (z wyłączeniem zysku przypadającego akcjonariuszom mniejszościowym) w wysokości 4,3 mln zł. Tradycyjnie na wynik netto grupy (5,3 mln zł z zyskami mniejszości) największy wpływ miał segment sklejkowy (3,7 mln zł). Segment meblowy, który w roku poprzednim notował stratę, w roku bieżącym zanotował niewielki zysk netto (1 mln zł), ale jak spółka podała w raporcie, na poziomie operacyjnym wynik się pogorszył ze względu na koszty związane z przenoszeniem części produkcji mebli do Jarocina. Na wynik kwartalny pozytywny wpływ miały przychody zrealizowane na instrumentach finansowych (łącznie około 1,3 mln zł na zrealizowanych i niezrealizowanych różnicach kursowych) oraz 0,4 mln zł zysku brutto na sprzedaży aktywów. Bez uwzględnienia tych transakcji wynik netto grupy wyniósłby około 4 mln zł na poziomie skonsolidowanym oraz około 3 mln zł po wyłączeniu zysku udziałowców mniejszościowych.

**Perspektywy na IV kwartał i 2008 rok**

Ostatni kwartał roku zwykle jest dobrym okresem w sprzedaży sklejk i mebli, podstawowych segmentów działalności Pagedu. Jest to nieco gorszy okres w segmencie handlowym (obecnie prowadzonym przez spółkę-matkę czyli Paged SA), ale wpływ wyniku z handlu na wynik całej grupy jest mało istotny. Sądzymy, że w IV kw. grupa ponownie zanotuje ponad 90 mln zł przychodów i nieco wyższy - około 5 mln zł zysk netto. Wpływ mocnego złotego na wyniki IV kw. będzie minimalny, gdyż grupa zabezpieczała się przed ryzykiem walutowym.

Rok 2008 będzie stosunkowo trudny dla grupy. Na rynku spodziewany jest około 10-15% wzrost cen drewna (udział kosztów drewna w strukturze kosztów rodzajowych całej grupy sięga około 25%). Ten czynnik już wcześniej był uwzględniany w naszych prognozach dla Pagedu. Obecnie odzwierciedliliśmy w nich również wpływ mocnego złotego (na koniec 2008 roku spodziewamy się kursu PLN/EUR na poziomie 3,6, a na koniec 2009 - 3,5). Jest to główna przyczyna stosunkowo niewielkiej dynamiki wyników grupy w najbliższych latach. Około 60% przychodów Paged realizuje w eksporcie, ekspozycja netto jest o około połowę niższa.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na planowany odkup resztówki spółki Paged Sklejka od Skarbu Państwa. Poprawiłoby to uzyskiwany przez grupę wynik netto o około 4 mln zł; nie wiemy jednak jaką cenę za pakiet 25% akcji będzie musiał zapłacić Paged.

**Rekomendacja**

W ostatnim miesiącu kurs Pagedu silnie zniżył. Sytuacja fundamentalna spółki z uwagi na wzmocnienie złotego rzeczywiście się pogorszyła, ale nie na tyle, aby spadki te w pełni uzasadnić. Po zaktualizowaniu modelu, nasza wycena DCF wynosi 41,3 zł, wycena porównawcza na chwilę obecną daje 37,3 zł na akcję. Ostatecznie cenę docelową ustalamy na poziomie 40 zł na akcję i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

**Dane finansowe (skonsolidowane)**

mln zł	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	304.62	318.91	361.98	396.79	420.42
EBITDA	34.83	31.07	41.85	45.89	49.97
EBIT	23.54	18.36	28.85	31.77	34.90
Zysk netto	18.42	11.01	21.20	23.63	25.12
Zysk skorygowany	18.42	11.01	22.87	23.63	25.12
EPS (zł)	1.93	1.22	2.36	2.63	2.79
DPS (zł)	0.48	0.50	1.14	1.26	1.40
CEPS (zł)	3.11	2.64	3.80	4.20	4.47
P/E	14.85	23.37	12.14	10.89	10.24
P/BV	2.14	1.97	1.75	1.61	1.51
EV/EBITDA	8.83	9.38	6.96	6.35	5.83



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	IIIQ 06	I-IIIQ 06	IIIQ 07	I-IIIQ 07
Przychody netto ze sprzedaży	299.06	304.62	318.91	361.98	396.79	420.42	79.84	249.19	90.75	268.09
zmiana	7.8%	1.9%	4.7%	13.5%	9.6%	6.0%	-4.7%	9.9%	13.7%	7.6%
EBITDA	39.83	34.83	31.07	41.85	45.89	49.97	7.02	27.47	9.21	36.00
zmiana	-11.1%	-12.6%	-10.8%	34.7%	9.6%	8.9%	-13.8%	-6.1%	31.1%	31.1%
EBIT	25.56	23.54	18.36	28.85	31.77	34.90	4.13	18.44	6.14	26.14
zmiana	-22.5%	-7.9%	-22.0%	57.1%	10.1%	9.9%	-9.9%	1.4%	48.8%	41.8%
Zysk netto	21.80	18.42	11.01	21.20	23.63	25.12	2.02	10.52	4.33	16.24
zmiana	84.2%	-15.5%	-40.2%	92.5%	11.5%	6.3%	-59.6%	-20.9%	114.4%	54.4%
Zysk netto skorygowany	21.80	18.42	11.01	22.87	23.63	25.12	2.02	10.52	3.12	15.01
zmiana	84.2%	-15.5%	-40.2%	107.6%	3.3%	6.3%	-41.6%	-17.7%	54.5%	42.7%
Marża EBITDA	13.3%	11.4%	9.7%	11.6%	11.6%	11.9%	8.8%	11.0%	10.1%	13.4%
Marża EBIT	8.5%	7.7%	5.8%	8.0%	8.0%	8.3%	5.2%	7.4%	6.8%	9.8%
Rentowność netto	7.3%	6.0%	3.5%	5.9%	6.0%	6.0%	2.5%	4.2%	4.8%	6.1%

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	248.61	263.36	274.44
Aktywa trwałe	106.05	117.47	116.80	121.35	125.22	128.15
Aktywa obrotowe	110.61	114.23	117.37	127.26	138.13	146.28
Kapitał własny	108.34	127.75	130.58	147.34	160.04	169.95
Zobowiązania i rezerwy ogółem	88.64	91.29	89.84	87.10	89.14	90.31
Dług netto	17.12	25.45	20.58	21.86	17.01	12.28
Kapitał obrotowy	56.59	69.22	58.32	66.20	70.18	72.43
Kapitał zaangażowany	73.71	94.67	78.90	88.06	87.19	84.72
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	25.26	20.92	28.54	22.30	32.78	37.93
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	-10.22	-11.31
Srodki pieniężne na koniec okresu	7.34	13.18	22.98	22.78	27.34	35.96
Dług netto/EBITDA	0.43	0.73	0.66	0.52	0.37	0.25
ROE	22.2%	15.6%	8.5%	15.3%	15.4%	15.2%
ROACE	29.7%	22.4%	17.1%	28.3%	29.4%	32.9%

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>29</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
Stopa podatkowa	20%	20%	19%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>36</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	8	4	2	6	3	3	2	2	2	2
<b>FCF</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>35</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%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
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>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Suma DFCF	144									
Zdy skontowana wartość rezydualna	219									
Dług netto + wyplacona dywidenda	25									
<b>Wartość spółki</b>	<b>338</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	9.000									
Wartość 1 akcji 01.01.07 (zł)	37.59									
<b>Wartość 1 akcji 29.11.07 (zł)</b>	<b>41.30</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008
MPP Swiecie		MPP PW	879	1 305	11.85	11.85	11.85	7.70	7.71	7.12
Grajewo		GRJ PW	653	969	25.41	17.99	18.28	13.90	10.89	9.59
Barlinek		BRK PW	369	547	37.40	20.63	14.91	28.92	15.08	10.24
<b>Mediana</b>					<b>25.41</b>	<b>17.99</b>	<b>14.91</b>	<b>13.90</b>	<b>10.89</b>	<b>9.59</b>
Paged		PGD PW	71	104	23.37	12.14	10.89	9.38	6.96	6.35
Premia/(dy skonto) w wycenie rynkowej spółki					-8.0%	-32.5%	-27.0%	-32.5%	-36.1%	-33.8%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>					<b>31.10</b>	<b>42.37</b>	<b>39.15</b>	<b>44.23</b>	<b>46.86</b>	<b>45.11</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki  
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora  
(022) 521 79 43  
hanna.kedziora@pkobp.pl

budownictwo i nieruchomości, hotele, informatyka

Michał Sztabler  
(022) 521 79 13  
michal.sztabler@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

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.szzymanek@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.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13  
leszek.iwaniec@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39  
dariusz.andrzejak@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

KUPUJ - 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 utajnieniu w okresie siedmiu następujących 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 dotyczą analizy. 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.