

Paged

poprzednia rekomendacja: -

kupuj

Cena (16/11/2006)	24.0
Cena docelowa	31.3

Restrukturyzacja przyniesie korzyści

Wyniki za III kwartał 2006r. Pagedu mogą nieco rozczarowywać. Jednak, kiedy spojrzysz na nie z perspektywy przeprowadzanej reorganizacji struktury segmentu meblowego spółki i przyszłych korzyści z niej płynących, obraz ten nie jest już tak pesymistyczny. Widoczne ożywienie w branży meblarskiej oraz utrzymująca się dobra koniunktura w branży budowlanej powinny umożliwić spółce szybką poprawę wyników. Wobec obecnej ceny rynkowej walorów Pagedu oraz naszej wyceny, rekomendujemy kupowanie akcji spółki z ceną docelową na poziomie 31.3 PLN za akcję.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	299.1	25.6	39.8	29.0	21.8	2.3	3.9	11.6	10.3	2.1	9.9	6.4	20.1
2005	304.6	23.5	34.8	22.8	18.3	2.0	3.2	13.7	12.3	1.8	10.8	7.3	14.3
2006p	337.3	21.9	34.2	20.8	14.9	1.6	2.9	14.8	15.1	1.6	11.6	7.4	10.8
2007p	371.1	28.7	41.2	26.7	19.1	2.0	3.4	16.0	11.8	1.5	8.8	6.2	12.8
2008p	406.3	31.4	43.9	29.6	21.2	2.3	3.6	17.2	10.6	1.4	8.1	5.8	13.1

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

III kwartał pod znakiem reorganizacji

W III kwartale 2006r. nastąpiło połączenie trzech spółek meblowych Pagedu, co miało duży wpływ na wielkość uzyskanych przychodów oraz wyniki. Nastąpiło wstrzymanie produkcji i sprzedaży, co skutkowało zrealizowaniem niższych przychodów (spadek o 4.7% r/r), a jednocześnie koszty związane z połączeniem były wyższe niż zakładano. W konsekwencji spółki segmentu meblowego poniosły stratę operacyjną w wysokości 0.7 mln PLN. Z powodu niedoszacowania kosztów reorganizacji segmentu meblowego, spółka dokonała obniżenia prognozy zysku netto na 2006 rok o 3.2 mln PLN, utrzymując jednocześnie prognozę przychodów ze sprzedaży na poziomie 334 mln PLN.

Korzystne efekty reorganizacji

Połączenie spółek segmentu meblowego Pagedu przyniesie korzystne efekty w postaci istotnego wzmocnienia pozycji rynkowej spółki, a także znacznego obniżenia kosztów działalności ze względu na redukcję części kosztów ogólnego zarządu oraz sprzedaży, redukcję kosztów stanowisk i usług dublujących się. Dodatkowo Paged zwiększy swoje możliwości w zakresie negocjacji cen na materiały i surowce, które stanowią dominującą część kosztów rodzajowych. Uważamy, iż pierwsze efekty reorganizacji można będzie dostrzec już pod koniec br.

Segment sklejkowy i handlowy ponad plan

W III kwartale 2006r. nastąpił wzrost r/r przychodów ze sprzedaży segmentu sklejkowego o ponad 12.3% (wzrost produkcji i sprzedaży w Zakładzie w Elku oraz wzrost sprzedaży wyrobów przetworzonych) i zysku ze sprzedaży o 57.1% r/r. Umożliwiło to przekroczenie planu kwartalnego całego segmentu.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	31,5 / 14,15	
Liczba akcji (mln)	9.4	
Kapitalizacja (mln PLN)	225	
EV (mln PLN)	254	
Free float (mln PLN)	110	
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	1.1	
Główny akcjonariusz	Edmund Mzyk	
% akcji, % głosów	13.63/13.63	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	-23.1	-11.4
Zmiana rel. WIG (%)	-26.7	-24.4
	12 m	
	69.6	25.1

Radosław Łukaszczuk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Marcin Materna

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Dobra koniunktura w branży budowlanej znalazła również odzwierciedlenie w dobrych wynikach spółki Paged Handel, która skupia się na rozwijaniu krajowego handlu drewnopochodnymi materiałami budowlanymi za pośrednictwem składów handlowych. W okresie III kwartału 2006r. zrealizowała ona przychody ze sprzedaży w kwocie 6.7 mln PLN (wzrost o 13.6% r/r) przy 5.9 mln PLN planowanych. Spółki zagraniczne segmentu handlowego działające na rynku brytyjskim przekroczyły swoje prognozy na rynku kontraktowym, natomiast nieco niższe wyniki odnotowały na rynku mebli detalicznych.

Skonsolidowane wyniki Paged S.A. za III kwartał 2006r.

mIn PLN	III kwartał 2006	III kwartał 2005	zmiana	I-III kw. 2006	I-III kw. 2005	zmiana
Przychody	79.8	83.8	-4.7%	249.2	226.7	9.9%
Wynik brutto na sprzedaży	17.7	20.1	-11.9%	63.7	64.9	-1.9%
EBIT	4.1	4.6	-9.9%	18.4	18.7	-1.5%
EBITDA	7.0	8.1	-13.8%	27.5	29.8	-7.8%
Zysk netto	2.0	5.0	-59.6%	10.5	13.3	-20.9%
Marża brutto na sprzedaży	22.1%	24.0%		25.6%	28.6%	
Marża EBIT	5.2%	5.5%		7.4%	8.3%	

Źródło: FM Forte S.A., p - prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

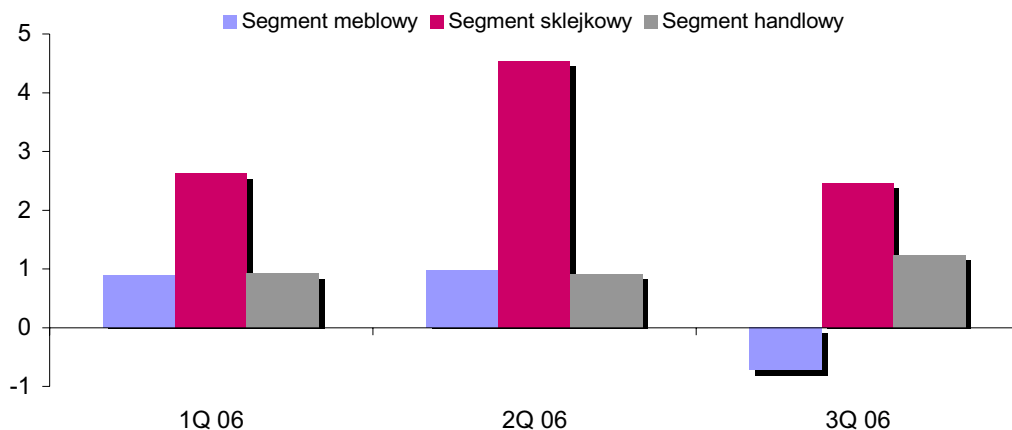
Przewidywana poprawa wyników w IV kwartale

W IV kwartale powinna utrzymać się dobra koniunktura w branży meblarskiej oraz budowlanej. Zakładamy, iż w wynikach spółki będzie można dostrzec pierwsze pozytywne efekty restrukturyzacji skutkującej poprawą, i tak już dobrej na tle konkurencji, efektywności kosztowej. Segment sklejkowy oraz handlowy powinny dalej poprawiać swoje wyniki. Dodatkowo w kwartale tym sprzedaż powinna rozpocząć nowo powstała spółka Zumcontract Inc., działająca na amerykańskim rynku sprzedaży kontraktowej.

Program skupu akcji własnych

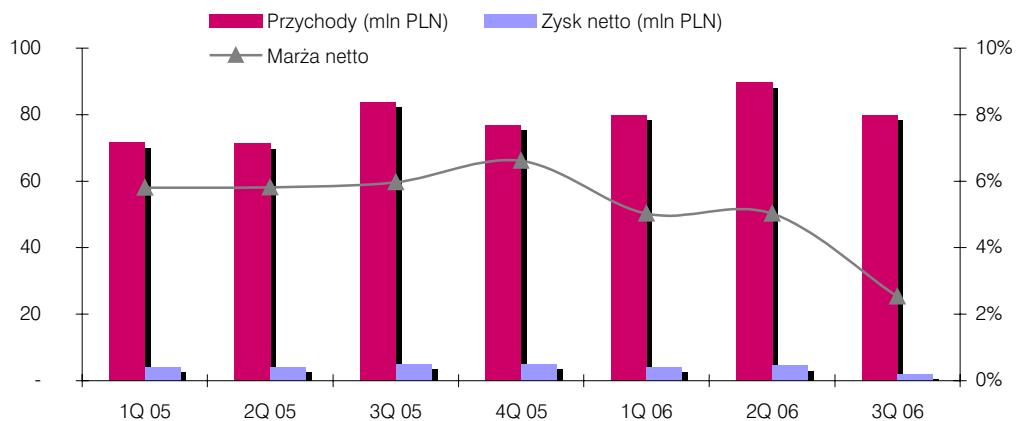
W celu uporządkowania struktury całej grupy kapitałowej Paged prowadzi działania związane ze skupowaniem akcji własnych w celu umorzenia, na które może przeznaczyć 10 mln PLN do końca 2007 roku. Uważamy, że w średnim okresie doprowadzi to do wzrostu cen akcji w wyniku obniżenia kapitału zakładowego spółki.

Zysk operacyjny Pagedu wg segmentów



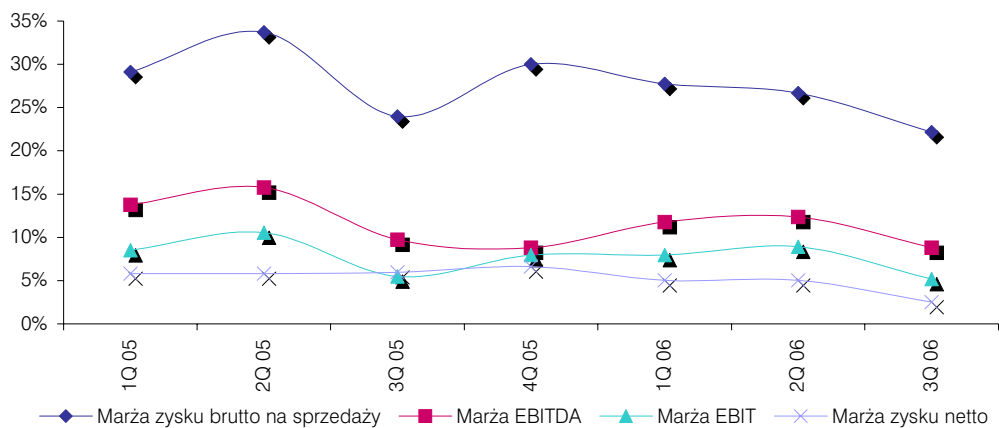
Źródło: Paged S.A.

Wyniki finansowe Pagedu w ostatnich kwartałach



Źródło: Paged S.A.

Wysokość marż w ostatnich kwartałach



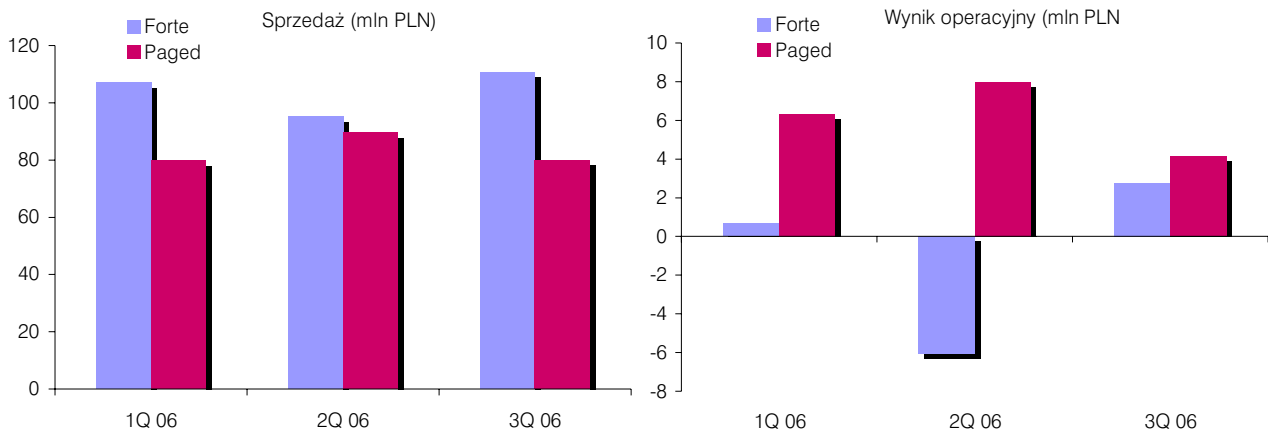
Źródło: Paged S.A.

Załącznik. Paged na tle swoje swojego konkurenta Forte

Poniższe wykresy przedstawiają porównanie dwóch największych polskich producentów mebli notowanych na GPW.

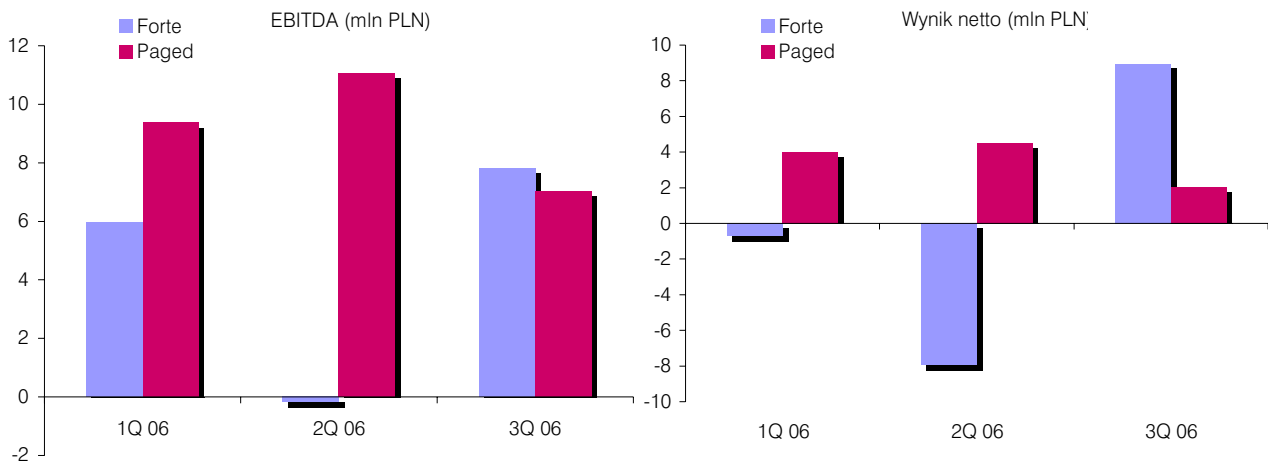
Porównanie Pagedu i Forte

Sprzedaż, wynik operacyjny



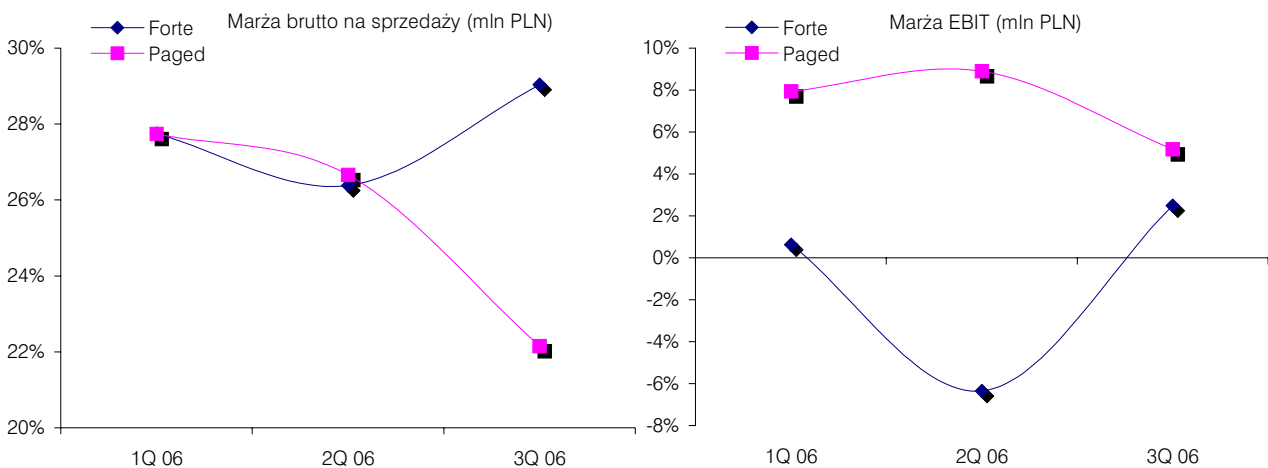
Porównanie Pagedu i Forte

EBITDA, wynik netto



Porównanie Pagedu i Forte

Marża brutto na sprzedaży, marża EBIT



Źródło: Paged S.A., FM Forte S.A.

Wycena i rekomendacja

Podsumowanie wyceny

Bazując na modelu DCF, szacujemy wartość Pagedu na 283 mln PLN, czyli 30.3 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o model porównawczy do spółek zagranicznych wyceniamy Paged na 244 mln PLN (26.1 PLN na akcję), a do spółek polskich z sektora drzewnego na 361 mln PLN (38.6 PLN na akcję). Metodzie DCF, jako głównej, przypisaliśmy wagę 50%, natomiast każdej z metod porównawczych - wagę 25%.

Podsumowanie wyceny		
Metoda wyceny	Wycena Pagedu (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	283	30.3
Wycena porównawcza do polskich spółek	361	38.6
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	244	26.1
Wycena spółki Paged	293	31.3

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą DCF

Metoda ta pozwala w najlepszy sposób uwzględnić wszystkie czynniki kształtujące wartość firmy. Wolne przepływy gotówkowe (free cash flow to firm) obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników spółki do roku obrotowego 2015. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji rządowych.

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	<2015
Sprzedaż	337.3	371.1	406.3	437.9	471.9	508.6	548.1	590.7	636.8	686.5	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	17.7	23.2	25.4	27.4	29.5	31.8	34.3	37.0	39.8	42.9	
Amortyzacja	12.3	12.5	12.5	12.6	12.6	12.6	12.7	12.7	12.7	12.7	
Inwestycje	-14.90	-12.51	-12.78	-12.80	-12.83	-12.86	-12.88	-12.91	-12.94	-12.97	
Zmiana kap.obrotowego	-7.1	-7.2	-7.9	-7.1	-7.7	-8.3	-8.9	-9.6	-10.4	-11.2	
FCF	8.0	16.1	17.3	20.1	21.6	23.3	25.2	27.1	29.2	31.5	418
Zmiana FCF		100.26%	7.51%	16.13%	7.88%	7.86%	7.85%	7.81%	7.79%	7.80%	2.0%
Dług/Kapitał	17.7%	15.7%	13.9%	12.2%	10.7%	9.2%	8.1%	7.6%	7.1%	6.7%	6.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.7%	4.8%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	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	1.0
Koszt długu	4.9%	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.9%
Koszt kapitału	9.5%	9.7%	9.8%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.0%
WACC	8.7%	9.0%	9.2%	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	9.7%
PV (FCF)	7.9	14.5	14.3	15.1	14.8	14.5	14.2	13.9	13.6	13.3	176.4
Wartość DCF (mln PLN)	312.4	w tym wartość rezydualna				176					
(Dług) Gotówka netto	-29.0										
Wycena DCF (mln PLN)	283.4										
Liczba akcji (mln)	9.4										
Wycena 1 akcji (PLN)	30.3										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą porównawczą do zagranicznych spółek

Wycenę metodą porównawczą dokonaliśmy względem zagranicznych spółek o profilu działalności podobnym do Pagedu. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
PFLEIDERER AG-REGISTER	PFD4	Niemcy	7.4	6.4	5.8	12.0	10.0	9.2	12.1	11.7	10.1
BALLINGSLOV INTERNAT	BALL	Szwecja	8.7	8.0	7.3	10.9	9.7	9.0	12.9	11.4	10.1
FURNITURE BRANDS INTL	FBN	USA	7.6	7.0	6.9	10.4	9.9	9.1	13.8	12.7	10.4
LA-Z-BOY INC	LZB	USA	11.3	8.6	7.8	18.0	14.9	11.1	25.2	16.3	12.5
BETER BED HOLDING NV	BBED	Holandia	10.2	8.0	6.9	12.1	9.2	7.8	18.0	13.0	11.1
HERMAN MILLER INC	MLHR	USA	9.9	8.9	8.0	12.0	11.1		18.4	16.0	13.9
LEGGETT & PLATT INC	LEG	USA	7.9	7.3	7.2	10.8	10.0	9.5	14.4	13.0	12.1
ETHAN ALLEN INTERIORS	ETH	USA	7.4	6.9	7.1	8.9	8.2	7.4	13.7	12.5	11.3
Mediana			8.3	7.6	7.2	11.5	9.9	9.1	14.1	12.9	11.2
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mIn PLN)		-29.0	34.2	41.2	43.9	21.9	28.7	31.4	14.9	19.1	21.2
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mIn PLN)											
			255	286	285	222	256	256	181	217	208
		Wagi		40%			30%			30%	
Wycena						244					
Wycena na 1 akcję						26.1					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą porównawczą do polskich spółek

Do grupy porównawczej dobraliśmy w tym przypadku polskie spółki z sektora drzewnego, które, podobnie jak Paged, charakteryzują się wysokim udziałem eksportu w strukturze sprzedaży (duża ekspozycja walutowa) oraz są bardzo wrażliwe na wahania cen surowca drzewnego.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
FABRYKI MEBLI FORTE S.A.	FTE	Polska	11.32	7.29	6.87	31.8	12.5	11.3	23.4	14.0	12.4
PFLEIDERER GRAJEWO	GRJ	Polska	11.81	9.01	7.93	16.4	12.6	11.2	24.2	16.1	13.6
BARLINEK SA	BRK	Polska	23.82	11.37	8.96	33.0	17.3	14.2	31.1	17.4	14.6
MONDI PACKAGING PAP	MPP	Polska	12.37	11.47	10.86	16.6	15.0	14.0	20.0	18.0	16.8
Mediana			12.1	10.2	8.4	24.2	13.8	12.6	23.8	16.8	14.1
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mIn PLN)		-29.0	34.2	41.2	43.9	21.9	28.7	31.4	14.9	19.1	21.2
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mIn PLN)											
			384	391	342	501	366	368	326	291	270
		Wagi		40%			30%			30%	
Wycena						361					
Wycena na 1 akcję						38.6					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody netto	299.1	304.6	337.3	371.1	406.3	437.9
koszty wytworzenia	203.3	217.3	248.9	270.1	295.7	318.7
zysk brutto na sprzedaży	95.8	87.3	88.5	101.0	110.6	119.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	70.0	64.5	69.2	72.4	79.2	85.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.2	0.7	2.6	0.0	0.0	0.0
EBITDA	39.8	34.8	34.2	41.2	43.9	46.4
EBIT	25.6	23.5	21.9	28.7	31.4	33.8
saldo finansowe	3.5	-0.1	-1.1	-2.0	-1.8	-1.7
zysk przed opodatkowaniem	29.0	22.8	20.8	26.7	29.6	32.2
podatek dochodowy	5.3	2.5	4.0	5.1	5.6	6.1
korekty udziałów mniejszościowych	-1.9	-2.0	-2.0	-2.5	-2.8	-3.0
zysk netto	21.8	18.3	14.9	19.1	21.2	23.0
EPS	2.2	1.9	1.6	2.0	2.3	2.5

Bilans (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
aktywa trwałe	106.0	117.5	120.0	120.0	120.2	120.5
wartości niematerialne i prawne	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
rzeczowe aktywa trwałe	95.0	97.6	100.3	100.3	100.5	100.7
inwestycje długoterminowe	9.6	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
aktywa obrotowe	110.6	114.2	122.3	133.2	144.1	155.7
zapasy	45.2	51.0	57.2	62.1	68.0	73.3
należności	40.7	40.1	44.4	48.8	53.4	57.6
inwestycje krótkoterminowe	22.6	21.4	19.0	20.5	21.0	23.1
rozliczenia międzyokresowe	2.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
aktywa razem	216.7	231.7	242.4	253.2	264.4	276.1
kapitał własny	108.3	127.8	138.1	149.7	161.4	173.8
zobowiązania i rezerwy	96.5	91.3	91.6	90.8	90.4	89.7
zobowiązania długoterminowe	13.9	19.9	16.9	13.9	10.9	7.9
zobowiązania krótkoterminowe	68.8	71.4	74.7	76.9	79.4	81.8
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	216.7	231.7	242.4	253.2	264.4	276.1
BVPS	10.7	13.4	14.8	16.0	17.2	18.6

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	21.8	18.3	14.9	19.1	21.2	23.0
amortyzacja	14.3	11.3	12.3	12.5	12.5	12.6
zmiana kapitału obrotowego	-4.9	0.0	-7.1	-7.2	-7.9	-7.1
gotówka z działalności operacyjnej	25.3	20.9	24.3	29.0	30.5	33.3
inwestycje (capex)	-18.5	-14.2	-14.9	-12.5	-12.8	-12.8
gotówka z działalności inwestycyjnej	-21.9	-7.9	-6.7	-12.5	-12.8	-12.8
wypłata dywidendy	0.0	0.0	4.5	7.4	9.5	10.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.5	0.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
gotówka z działalności finansowej	-5.3	-7.2	-11.7	-15.0	-17.3	-18.4
zmiana gotówki netto	-2.0	5.8	5.8	1.5	0.5	2.1
DPS	0.0	0.0	0.5	0.8	1.0	1.1
CEPS	3.6	3.1	2.9	3.4	3.6	3.8
FCFPS	-0.2	0.6	0.6	0.2	0.1	0.2

Wskaźniki (%)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	7.76	1.86	10.74	10.03	9.46	7.78
zmiana EBITDA	-11.14	-12.56	-1.94	20.61	6.62	5.62
zmiana EBIT	-22.49	-7.92	-6.98	30.91	9.46	7.78
zmiana zysku netto	84.23	-16.29	-18.40	28.22	10.83	8.78
marża EBITDA	13.32	11.43	10.13	11.10	10.81	10.59
marża EBIT	8.55	7.73	6.49	7.72	7.72	7.72
marża netto	7.29	5.99	4.41	5.14	5.21	5.26
sprzedaż/aktywa	138.03	131.47	139.18	146.60	153.67	158.57
dług / kapitał	33.32	35.87	31.01	26.60	22.82	19.46
odsetki / EBIT	13.57	-0.48	-4.99	-6.95	-5.79	-4.91
stopa podatkowa	18.01	11.04	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	20.12	14.29	10.78	12.75	13.11	13.25
ROA	10.06	7.88	6.14	7.54	8.00	8.34
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-13.5	-32.6	-23.8	-19.3	-15.9	-10.8

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk

+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kolačzkowski

+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk

media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk

informatyka

Asystent

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny

+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
--------	--------------	---------------------------	--

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	11%
Akumuluj	10	56%
Neutralnie	5	28%
Redukuj	1	6%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	1	50%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	50%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*