

Paged

Najtańsza spółka z sektora drzewnego

Wyniki za IV kwartał 2006r. Pagedu nie spełniły naszych oczekiwań. Trwająca restrukturyzacja segmentu meblowego, a także przejściowe problemy segmentu sklejkowego, który do tej pory był motorem napędowym całej grupy, zaważyły na słabszych wynikach. Uważamy jednak, iż na fali wysokiego popytu na meble za granicą, a także ożywienia w krajowej branży budowlanej, spółka zakończy w 2007 roku proces restrukturyzacji i znacznie poprawi swoje wyniki. Paged jest notowany aż z 42% dyskontem do polskich spółek z sektora drzewnego. Wobec obecnej ceny rynkowej walorów Pagedu oraz naszej wyceny, podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki z ceną docelową na poziomie 30.2 PLN.

poprzednia rekomendacja: kupuj

kupuj

Cena (15/03/2007)	22.7
Cena docelowa	30.2

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2005	304.6	23.5	34.8	22.8	18.3	1.9	3.1	13.4	11.8	1.7	9.8	6.7	14.3
2006	318.0	19.2	29.5	20.6	11.7	1.2	2.3	14.0	18.0	1.6	11.8	7.7	8.9
2007p	364.9	25.5	35.3	24.3	16.8	1.9	3.0	15.8	12.0	1.4	8.6	6.2	11.9
2008p	399.7	27.8	38.1	26.5	18.3	2.0	3.2	16.9	11.0	1.3	7.9	5.8	12.1
2009p	430.8	29.8	40.1	28.5	19.8	2.2	3.3	18.1	10.2	1.2	7.3	5.5	12.2

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Słaby IV kwartał

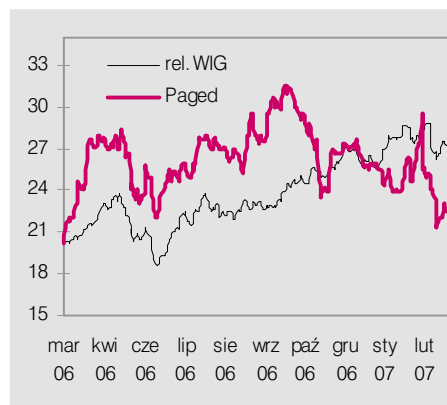
IV kwartał 2006r. okazał się słabszy od naszych prognoz. Przychody ze sprzedaży spadły o 12% r/r do poziomu 69 mln PLN (w całym 2006 roku wzrost o 4% r/r). EBIT zmniejszył się aż o 85% r/r, a zysk netto o 76% r/r. Na tak niekorzystne rezultaty decydujący wpływ miały przejściowe problemy segmentu sklejkowego związane z wywozem surowca drzewnego z lasów (nietypowa pogoda w IV kwartale - dodatnie temperatury). Doprowadziło to do konieczności wykorzystywania droższego surowca w celu wywiązania się z zawartych kontraktów, a także czasowych przestojów w produkcji. Dodatkowo na spółce ciąży ciągle trwająca restrukturyzacja segmentu meblowego. Wszystko to spowodowało kolejne obniżenie prognoz finansowych spółki na 2006r. (przychodów ze sprzedaży o 14 mln PLN oraz zysku netto o 3.3 mln PLN).

Dobre perspektywy na 2007 rok

Utrzymujący się wysoki popyt na meble na rynkach zagranicznych (spółka eksportuje ponad 60% wytworzonych mebli), widoczne ożywienie w branży meblarskiej w Polsce, a także planowane zakończenie restrukturyzacji segmentu meblowego pozwalają z optymizmem patrzeć na rok 2007. Motorem napędowym powinien pozostać segment sklejkowy (dużym odbiorcą jest budownictwo). Naszym zdaniem wzrastać też będzie udział segmentu handlowego w sprzedaży całej Grupy, w szczególności po nabyciu spółki Nowy Swarzędz oraz planowanym rozwoju działalności na rynku kontraktowym mebli zarówno w Polsce, jak i w USA.

Podtrzymanie rekomendacji

Paged jest notowany z 42% dyskontem w stosunku do polskich spółek z branży drzewnej oraz z 18% dyskontem do spółek zagranicznych, co powoduje, że jest najtańszą spółką z branży drzewnej notowaną na GPW w Warszawie. Wobec powyższej sytuacji, opierając się na obecnej cenie rynkowej walorów Pagedu, naszej wycenie DCF oraz wycenach porównawczych do polskich i zagranicznych spółek, podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Pagedu z ceną docelową na poziomie 30.2 PLN za akcję.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	31,5 / 20,2	
Liczba akcji (mln)	9.4	
Kapitalizacja (mln PLN)	211	
EV (mln PLN)	227	
Free float (mln PLN)	99	
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	1.2	
Główny akcjonariusz	Generalna Dyrekcja LP	
% akcji, % głosów	13.52/13.52	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	-18.4	-18.5
Zmiana rel. WIG (%)	-16.6	-19.7
	12 m	
	11.4	-24.1

Radosław Łukaszczyk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki Pagedu za IV kwartał 2006r.

mIn PLN	IV kwartał 2006	IV kwartał 2005	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	68.8	77.9	-11.7%	318.0	304.6	4.4%
Wynik brutto na sprzedaży	18.4	22.4	-17.7%	82.1	87.3	-6.0%
EBIT	0.7	4.8	-84.7%	19.2	23.5	-18.5%
EBITDA	2.0	7.1	-72.0%	29.5	34.8	-15.4%
Zysk netto	1.2	5.0	-76.5%	11.7	18.3	-35.9%
Marża brutto na sprzedaży	26.7%	28.7%		25.8%	28.7%	
Marża EBIT	1.1%	6.2%		6.0%	7.7%	

Źródło: Paged S.A.

Przychody segmentów w IV kwartale

W IV kwartale 2006r., mimo trudności z pozyskiwaniem surowca, nastąpił wzrost przychodów ze sprzedaży segmentu sklejkowego o 6.9% r/r do poziomu 29.2 mln PLN (wobec 31.1 mln PLN planowanych). Pozostaje on motorem napędowym całej grupy.

Dobrze radził sobie segment handlowy. Spółka prowadząca składy handlowe drewnopochodnych materiałów budowlanych (Paged Handel) odnotowała wzrost sprzedaży o 16% r/r do poziomu 6.6 mln PLN. Brytyjskie spółki handlowe, największe obroty osiągające w miesiącach wiosenno-lętnich, sprzedały w IV kwartale towary za 2.3 mln GBP wobec 2.4 mln GBP planowanych.

Pozytywnie zaskoczył też poziom przychodów ze sprzedaży restrukturyzowanego segmentu meblowego, który wyniósł 39 mln PLN wobec 36.2 planowanych.

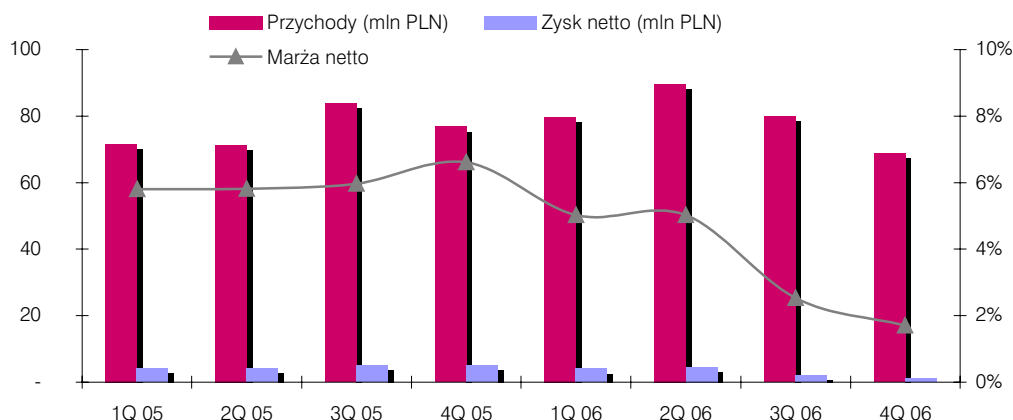
Spadek marż

Marża brutto na sprzedaży spadła w IV kwartale 2006r. o ponad 3 pp. r/r (wzrost o 4.5 pp. w stosunku do III kwartału 2006r.). Z kolei marża EBIT i marża netto spadły r/r o odpowiednio: 6.9 pp. oraz 4.9 pp. Konsekwencją tak znaczących spadków był przede wszystkim wzrost cen podstawowych surowców wykorzystywanych w procesie produkcji, a także przejściowe trudności w pozyskiwaniu drewna przez zakłady produkcyjne segmentu sklejkowego. Na spadek marż największy wpływ miała strata wypracowana przez segment meblowy.

Deficytowy surowiec

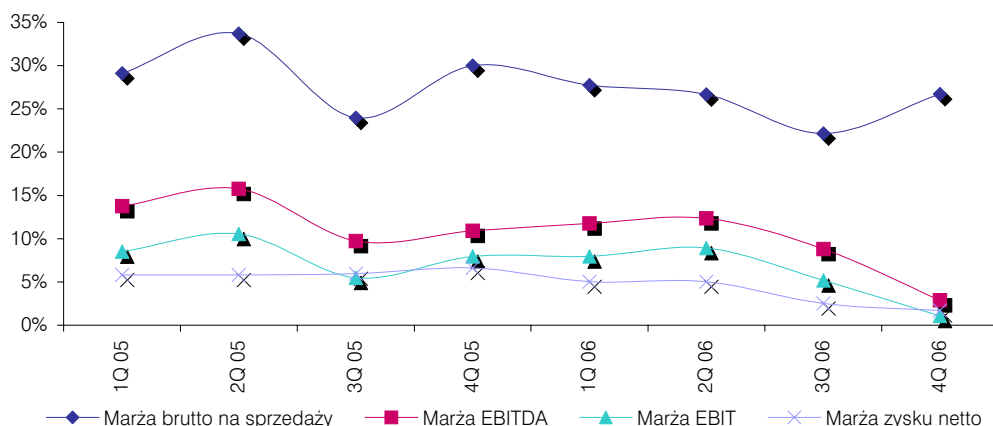
Deficyt surowca drzewnego w Polsce (ok. 9 mln m³) powoduje wzrost jego cen i, w sytuacji wysokiego popytu oraz słabej konkurencji na rynku producentów płyt wiórowych, także wzrost cen podstawowego surowca do produkcji mebli. Naszym zdaniem sytuacji tej nie zdołają w sposób znaczący poprawić nowo oddane inwestycje Kronospanu w Szczecinku i Giriu Bizonas z litewskiej grupy VMG w Rosji.

Wyniki finansowe Pagedu w ostatnich kwartałach



Źródło: Paged S.A.

Wysokość marż w ostatnich kwartałach



Źródło: Paged S.A.

Paged pozyskuje część drewna do produkcji sklejk z Uralu, które, mimo iż jest droższe, posiada wyższe parametry jakościowe i w konsekwencji umożliwia produkcję droższej sklejki i osiąganie na jej sprzedaży wyższych marż.

Naszym zdaniem pozycja Pagedu w kwestii pozyskiwania surowca drzewnego jest znacznie lepsza od konkurencji, gdyż jednym z największych akcjonariuszy spółki (13.5% kapitału zakładowego) są Lasy Państwowe (monopolista na rynku krajowym).

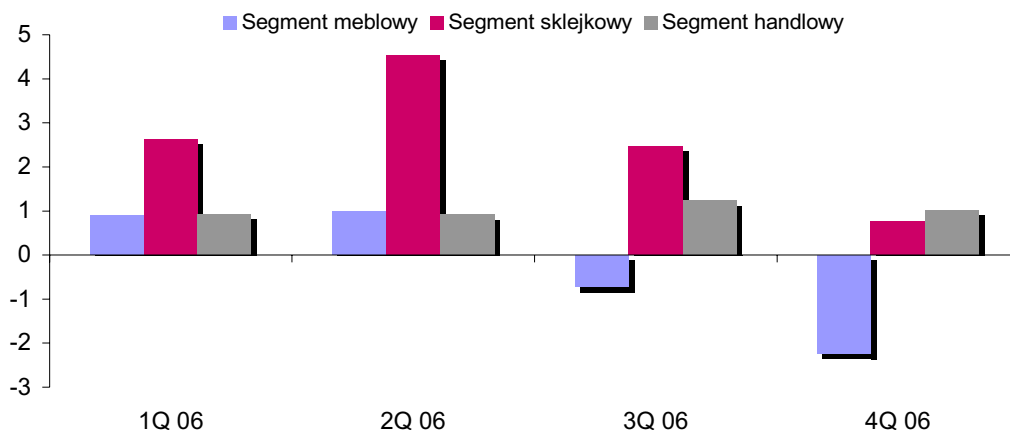
Restrukturyzacja segmentu meblowego

Pierwszym efektem przeprowadzanej restrukturyzacji segmentu meblowego Grupy Paged jest znaczne uproszczenie struktury organizacyjnej. Dotychczas w ramach jednego podmiotu udało się spółce skupić 4 zakłady produkcyjne (docelowo ma być 6). Niestety poprawa sprzedaży (39 mln PLN wobec 36.2 mln PLN) nie przełożyła się na lepsze wyniki segmentu. Wzrost cen podstawowych surowców (tarcica, płyta wiórowa), a także utworzenie rezerw na odprawy emerytalne i urlopy spowodowały, iż poniósł on stratę w wysokości 1.1 mln PLN (planowano zysk 1.2 mln PLN).

Moce produkcyjne i planowane inwestycje

Spółka postanowiła wycofać się z nieudanej inwestycji na Ukrainie. Moce produkcyjne zakładów produkcyjnych segmentu sklejkowego w Elku, Morażu i Bartoszycach są praktycznie całkowicie wykorzystywane. Planowane inwestycje na 2007 rok umożliwią ich wzrost o około 20-30%. Z powodu wyczerpywania się możliwości pozyskania surowca drzewnego w rejonie Mazur, spółka rozważa lokalizację

Zysk operacyjny Pagedu wg segmentów



Źródło: Paged S.A.

nowego zakładu produkcyjnego w innym regionie. Możliwe też jest przejęcie konkurenta (w głównej mierze zależy od decyzji Skarbu Państwa).

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w zakładach produkujących meble szkieletowe wynosi około 80%. Natomiast w zakładach produkujących meble skrzyniowe zbliża się do 100%. Z tego powodu spółka planuje budowę nowej dużej fabryki mebli skrzyniowych (popyt na nie jest bardzo wysoki), na którą planuje przeznaczyć około 40 mln PLN. Decyzja jednak jeszcze nie zapadła i dlatego nie uwzględniamy jej w naszym modelu.

Rozwój segmentu handlowego

Spółka prowadzi handel meblami własnej produkcji oraz innych producentów (meble z tworzyw sztucznych) na rynku kontraktowym oraz detalicznym w kraju i za granicą. Bardzo dobrze radzą sobie przede wszystkim spółki brytyjskie (spółka BUK Ltd. jest liderem na brytyjskim rynku kontraktowym z udziałem ponad 30%). Prawdopodobny wydaje się więc sukces założonej w 2006 roku w USA spółki Zumcontract Inc. oraz polskiej spółki Paged Kontrakt, które są w stanie powielić część doświadczeń uzyskanych przy rozwoju spółek brytyjskich.

Dodatkowo spółka stara się rozwinąć handel detaliczny meblami z segmentu Premium na rynku brytyjskim (spółka Woodways Imports) oraz polskim. Służyć temu ma zakup spółki Nowy Swarzędz przeprowadzony we wrześniu 2006r. (roczne przychody na poziomie ponad 10 mln PLN). Konsekwentne rozwijanie działalności dystrybucyjnej przyczyni się do wyeliminowania pośredników i przejęcia ich marż, co spowoduje wzrost marż w całej Grupie.

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. W dniu 20 marca 2007 roku NWZA spółki powinno zdecydować o umorzeniu 357.9 tys. akcji własnych Pagedu oraz obniżeniu kapitału zakładowego do kwoty 18 mln PLN.

Paged vs. Forte

Porównując przychody ze sprzedaży, Paged prezentuje się słabiej od Forte pod względem dynamiki przychodów zarówno w IV kwartale (spadek o 12% r/r Pagedu wobec wzrostu Forte o 5%), jak i w całym 2006 roku (wzrost o 4% Pagedu wobec 8% Forte). Jest to wynikiem z jednej strony rozpoczęcia produkcji przez nową fabrykę Forte w Rosji w połowie 2006 roku, a z drugiej strony trudności Pagedu w pozyskaniu surowca do produkcji sklejk, a także przestojów zakładów produkcyjnych mebli związanych z przeprowadzaną restrukturyzacją w tym segmencie. Dodatkowo fabryka mebli w Sędziszowie Małopolskim musiała wstrzymać na jakiś czas produkcję mebli ze względu na podtopienie zakładu w czerwcu 2006 roku.

Z punktu widzenia efektywności kosztowej, miano lepszej spółki należy się Pagedowi. Pomimo wystąpienia korzystnych dla Forte zdarzeń jednorazowych w 2006 roku (zysk netto z przeszacowania inwestycji oraz wysokie przychody finansowe), Paged odnotował wyższe marże praktycznie na każdym poziomie wyników (marża EBIT - 6% Pagedu wobec 1% Forte, marża netto - 3.7% Pagedu wobec 2.9% Forte). Najbardziej miarodajny obraz różnicy w efektywności kosztowej omawianych spółek (wyklucza zdarzenia jednorazowe) daje marża na sprzedaży, której wysokość w przypadku Pagedu za cały 2006 rok wynosi 4.8%, a w przypadku Forte znajduje się na granicy rentowności.

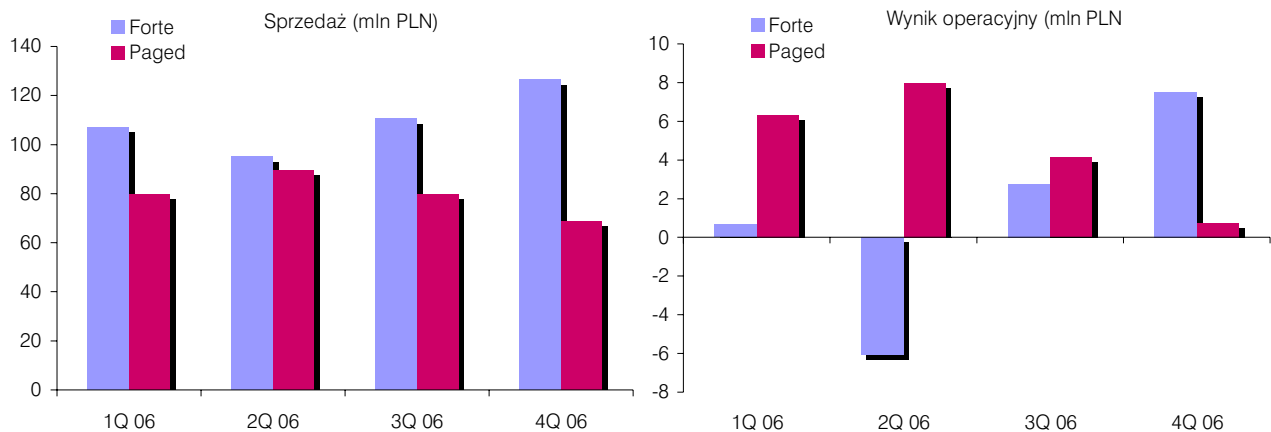
Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży segmentu meblowego wzrosną w 2007r. o 6% (zawarty 2% wzrost cen mebli), segmentu sklejkowego o 7%, natomiast handlowego o 37%.

Po stronie kosztowej negatywnym czynnikiem będzie dalszy wzrost cen płyt wiórowych i surowca drzewnego, który szacujemy na około 15%. Niemniej jednak spółka powinna odnotować korzyści z przeprowadzanej restrukturyzacji. Naszym zdaniem z tego powodu wskaźnik koszty ogólnego zarządu do przychodów ze sprzedaży spadnie o 0.6 pp. r/r, a kosztów sprzedaży do przychodów ze sprzedaży

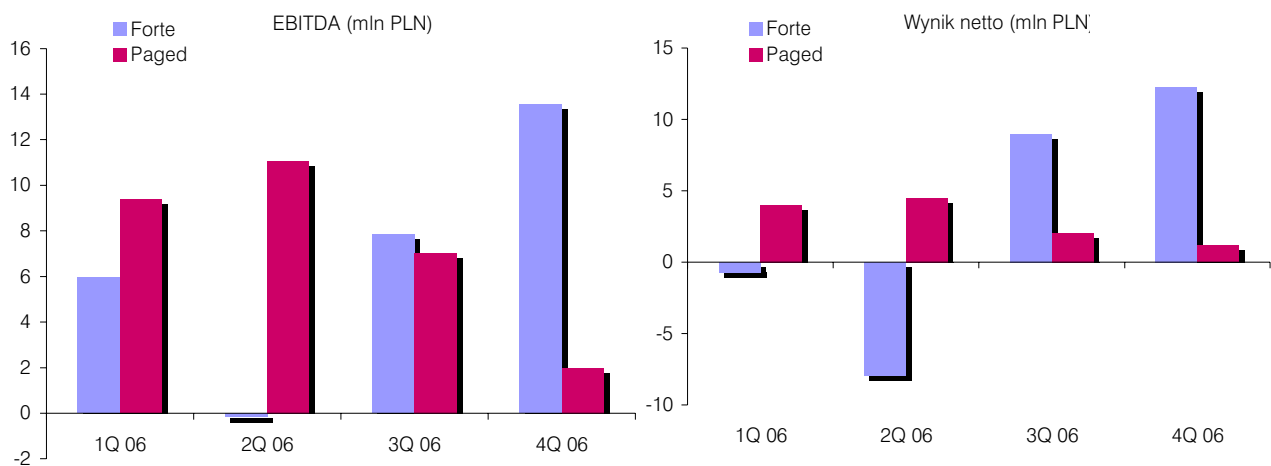
Porównanie Pagedu i Forte

Sprzedaż, wynik operacyjny



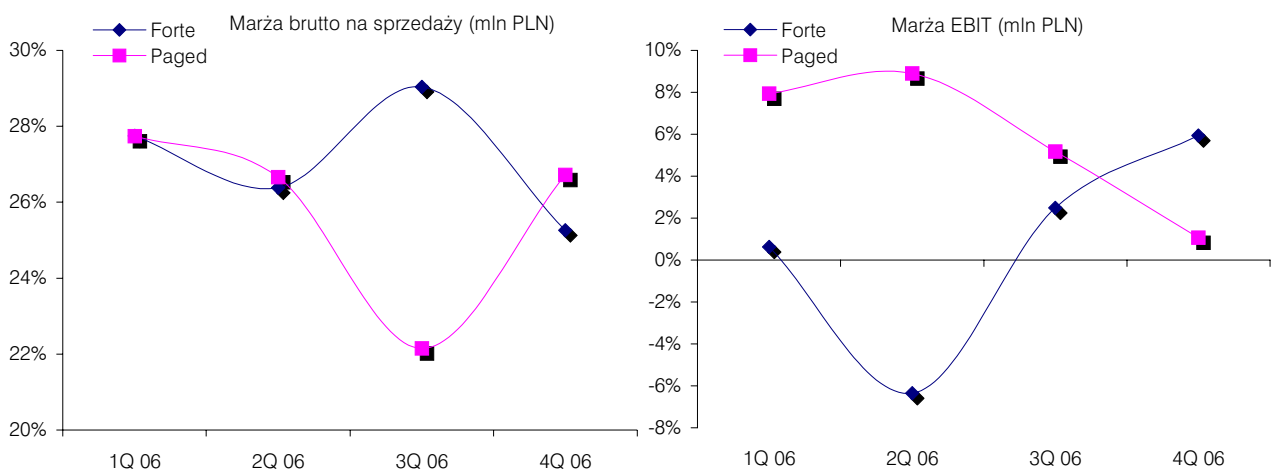
Porównanie Pagedu i Forte

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

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek polskich i zagranicznych działających w tej samej branży. Bazując na metodzie DCF, szacujemy wartość Pagedu na 252 mln PLN, czyli 27.0 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Paged na 259 mln PLN (27.7 PLN na akcję), a do spółek polskich z sektora drzewnego na 365 mln PLN (39.0 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	252	27.0
Wycena porównawcza do polskich spółek	365	39.0
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	259	27.7
Wycena spółki Paged	282	30.2

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost produkcji sprzedanej branży meblarskiej przewyższający wzrost PKB dla lat 2007-2016 o 2 pp.,
- spadek kursu EUR/PLN z 3.85 PLN w 2007 roku do 3.80 PLN w 2009 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie,
- utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5% (założona stopa procentowa jest konserwatywna z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej),
- premia rynkowa za ryzyko - 5%
- współczynnik *Beta* na poziomie 1.0.
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 2% (poziom długoterminowej inflacji).

Wycena 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 za okres 2007-2016. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużyliśmy się rentownościami obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	<2016
Sprzedaż	364.9	399.7	430.8	463.8	497.9	527.2	558.5	584.3	611.9	641.6	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	20.7	22.5	24.2	25.9	27.6	29.1	30.6	31.8	33.2	34.4	
Amortyzacja	9.8	10.2	10.2	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.4	
Inwestycje	-20.0	-10.0	-10.4	-10.4	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5	
Zmiana kap.obrotowego	-9.3	-7.2	-6.5	-6.9	-7.1	-6.1	-6.5	-5.4	-5.7	-6.2	
FCF	1.2	15.5	17.5	18.8	20.3	22.8	23.9	26.3	27.2	28.0	379
Zmiana FCF			12.42%	7.60%	7.98%	12.20%	4.98%	9.97%	3.51%	2.77%	2.0%
Dług/Kapitał	14.5%	13.8%	13.1%	12.5%	11.9%	11.3%	10.8%	10.3%	9.8%	9.4%	9.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	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	4.7%	4.9%	5.0%	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.9%
Koszt kapitału	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.0%
WACC	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.5%
PV (FCF)	1.1	13.3	13.7	13.4	13.2	13.4	12.8	12.8	12.0	11.2	152.0
Wartość DCF (mln PLN)	268.8	w tym wartość rezydualna				152					
(Dług) Gotówka netto	-16.5										
Wycena DCF (mln PLN)	252.3										
Liczba akcji (mln)	9.4										
Wycena 1 akcji (PLN)	27.0										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny Pagedu na przyjęte założenia po okresie prognozy								
PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_r rezydualna	4.0%	24.7	26.8	29.4	33.0	38.1	46.2	60.5
	4.5%	24.0	25.8	28.1	31.2	35.5	41.9	52.5
	5.0%	23.3	24.9	27.0	29.6	33.3	38.5	46.7
	5.5%	22.7	24.1	26.0	28.3	31.4	35.8	42.3
	6.0%	22.1	23.5	25.1	27.2	29.9	33.5	38.9

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		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
PFLEIDERER AG-REGISTEREI	PFD4	Niemcy	6.4	5.7	5.5	9.9	8.7	8.0	11.9	9.7	8.9
BALLINGSLOV INTERNATIONAL	BALL	Szwecja	8.3	7.6	7.6	10.2	9.4	8.9	12.4	10.9	10.0
FURNITURE BRANDS INTL	FBN	USA	9.3	8.3	7.1	16.4	11.2	9.3	16.8	13.5	9.2
LA-Z-BOY INC	LZB	USA	15.4	10.9	9.8	28.1	19.7	14.7	39.2	24.3	19.7
BETER BED HOLDING NV	BBED	Holandia	9.9	8.1	6.8	11.5	9.1	7.5	16.2	12.8	10.6
HERMAN MILLER INC	MLHR	USA	9.9	8.8	11.7	11.7	10.2	9.1	18.6	16.1	14.1
LEGGETT & PLATT INC	LEG	USA	7.5	7.0	7.0	9.8	9.4	9.4	13.4	12.4	12.6
ETHAN ALLEN INTERIORS	ETH	USA	7.7	7.0	6.9	9.2	8.5	8.2	14.0	12.9	12.2
GALIFORM PLC	GFRM	Anglia	14.2	11.6	9.8	21.1	15.1	11.8	22.3	16.5	14.0
SCS UPHOLSTERY PLC	SUY	Anglia	7.2	5.6	5.4	7.1	6.9	6.2	12.2	11.0	9.8
Mediana			8.8	7.9	7.0	10.8	9.4	9.0	15.1	12.8	11.4
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mln PLN)		16.5	35.3	38.1	40.1	25.5	27.8	29.8	16.8	18.3	19.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			294	283	265	261	245	251	254	235	226
		Wagi	40%			30%			30%		
Wycena						259					
Wycena na 1 akcję						27.7					

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 notowane na GPW w Warszawie, które, podobnie jak Paged, charakteryzują się wysokim udziałem eksportu w strukturze sprzedaży (duża ekspozycja walutowa) oraz są bardzo wrażliwe na wahania cen surowca drzewnego. Do grupy tej nie zaliczyliśmy spółki Swarzędz ze względu na jej trudną sytuację finansową. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się również trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
FABRYKI MEBLI FORTE S.A.	FTE	Polska	10.1	9.3	8.6	25.2	21.2	17.7	32.3	25.8	20.5
PFLEIDERER GRAJEWO SA	GRJ	Polska	10.8	8.6	7.2	15.3	13.1	10.9	22.5	20.3	16.4
BARLINEK SA	BRK	Polska	16.2	10.4	8.2	22.1	14.0	11.1	22.1	14.8	11.6
MONDI PACKAGING PAPER	MPP	Polska	10.6	10.9	10.8	14.2	15.1	14.9	17.5	18.7	18.5
Mediana			10.7	9.8	8.4	18.7	14.5	13.0	22.3	19.5	17.4
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mln PLN)		16.5	35.3	38.1	40.1	25.5	27.8	29.8	16.8	18.3	19.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			339	358	320	461	388	371	375	358	344
		Wagi	40%			30%			30%		
Wycena						365					
Wycena na 1 akcję						39.0					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	304.6	318.0	364.9	399.7	430.8	463.8
koszty wytworzenia	217.3	235.9	266.4	291.9	314.8	339.1
zysk brutto na sprzedaży	87.3	82.1	98.5	107.8	116.0	124.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	64.5	66.9	73.0	79.9	86.2	92.8
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.7	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	34.8	29.5	35.3	38.1	40.1	42.2
EBIT	23.5	19.2	25.5	27.8	29.8	31.9
saldo finansowe	-0.2	1.4	-1.2	-1.3	-1.3	-1.2
zysk przed opodatkowaniem	22.8	20.6	24.3	26.5	28.5	30.7
podatek dochodowy	2.5	6.9	4.6	5.0	5.4	5.8
korekty udziałów mniejszościowych	-2.0	-2.0	-2.9	-3.1	-3.4	-3.6
zysk netto	18.3	11.7	16.8	18.3	19.8	21.3
EPS	1.9	1.2	1.9	2.0	2.2	2.4

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	117.5	116.9	126.5	125.9	125.7	125.6
wartości niematerialne i prawne	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
rzeczowe aktywa trwałe	97.6	103.7	113.9	113.6	113.9	114.0
inwestycje długoterminowe	18.5	11.4	10.7	10.3	10.0	9.7
aktywa obrotowe	114.2	114.4	118.7	131.6	144.5	158.3
zapasy	51.0	52.2	58.6	64.2	69.3	74.6
należności	40.1	35.3	41.0	44.9	48.4	52.1
inwestycje krótkoterminowe	21.4	24.8	17.0	20.4	24.6	29.4
rozliczenia międzyokresowe	1.7	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
aktywa razem	231.7	231.3	245.2	257.5	270.2	283.9
kapitał własny	127.8	131.0	142.0	151.9	162.5	173.9
zobowiązania i rezerwy	91.3	86.5	89.4	91.8	93.9	96.2
zobowiązania długoterminowe	15.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
zobowiązania krótkoterminowe	66.8	64.8	67.5	69.7	71.6	73.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.4	3.1	3.2	3.2	3.3	3.4
rezerwy na zobowiązania	8.8	7.2	7.3	7.5	7.6	7.8
pasywa razem	231.7	231.3	245.2	257.5	270.2	283.9
BVPS	13.4	14.0	15.8	16.9	18.1	19.3

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	18.3	11.7	16.8	18.3	19.8	21.3
amortyzacja	11.3	10.3	9.8	10.2	10.2	10.3
zmiana kapitału obrotowego	-6.3	1.8	-9.3	-7.2	-6.5	-6.9
gotówka z działalności operacyjnej	20.9	27.0	21.9	26.1	28.6	30.0
inwestycje (capex)	-14.2	-16.8	-20.0	-10.0	-10.4	-10.4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-7.9	-8.6	-17.4	-9.6	-10.1	-10.1
wypłata dywidendy	0.0	-4.5	-5.8	-8.4	-9.2	-9.9
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	7.0	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-7.2	-8.7	-10.4	-13.2	-14.2	-15.2
zmiana gotówki netto	5.8	9.7	-5.9	3.3	4.3	4.7
DPS	0.0	0.5	0.6	0.9	1.0	1.1
CEPS	3.1	2.3	3.0	3.2	3.3	3.5
FCFPS	0.6	1.0	-0.7	0.4	0.5	0.5

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	1.86	4.39	14.75	9.53	7.79	7.66
zmiana EBITDA	-12.56	-15.44	19.98	7.72	5.25	5.29
zmiana EBIT	-7.92	-18.52	33.21	8.92	7.18	7.05
zmiana zysku netto	-16.29	-35.92	43.98	8.89	7.80	7.67
marża EBITDA	11.43	9.26	9.68	9.52	9.30	9.09
marża EBIT	7.73	6.03	7.00	6.96	6.92	6.88
marża netto	5.99	3.68	4.61	4.59	4.59	4.59
sprzedaż/aktywa (x)	131.47	137.48	148.84	155.24	159.42	163.36
dług / kapitał (x)	30.89	27.07	24.98	23.35	21.83	20.40
odsetki / EBIT	-0.65	7.53	-4.82	-4.85	-4.30	-3.75
stopa podatkowa	11.04	33.66	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	14.29	8.93	11.86	12.07	12.16	12.24
ROA	7.88	5.06	6.87	7.12	7.31	7.50
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-26.3	-12.6	-18.4	-15.1	-10.8	-6.1

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

Adam Zajler

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

Radosław Łukaszczuk

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

Łukasz Kołaczkowski

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

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analitik

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analitik

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. Jerozolimskie 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 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 nie trafne. 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 dotyczy analiza. 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
Paged	Kupuj	17 lis 06	24.0

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	23%
Akumuluj	12	28%
Neutralnie	12	28%
Redukuj	9	21%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	2	67%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	33%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*