

# Paged

**neutralnie**

branża drzewna i papiernicza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 4.62

Cena docelowa: 5.04

## Trudna sytuacja w segmencie sklejkowym

Paged, zgodnie z zapowiedziami, podał słabe wyniki finansowe za III kw., które i tak okazały się niższe niż nasze oczekiwania. Na rezultatach zaważyła duża strata segmentu meblowego oraz wyraźne pogorszenie sytuacji w segmencie sklejkowym. Dodatkowym obciążeniem dla wyników Pagedu jest wycena walutowych instrumentów pochodnych, która będzie niekorzystnie wpływała na rezultaty spółki w kolejnych kwartałach. Bardzo trudna sytuacja w branży sklejkowej oraz trwający proces restrukturyzacji segmentu meblowego znajduje odzwierciedlenie w coraz słabszych wynikach Pagedu. Gdy wydawało się, iż sprzymierzeńcem spółki stanie się osłabiająca się złotówka, pojawiła się informacja o niekorzystnych transakcjach opcyjnych zawieranych przez spółkę. Wobec nikłej szansy poprawy wyników spółki w najbliższych kwartałach oraz biorąc pod uwagę aktualną wycenę rynkową spółki, obniżamy rekomendację dla Pagedu do neutralnie.



## Pogorszenie warunków działalności

Zdecydowane pogorszenie sytuacji w branży budowlanej w krajach zachodnioeuropejskich oraz rozprzestrzenianie się skutków kryzysu na inne państwa europejskie spowodowało wyraźny spadek popytu na sklejki. W konsekwencji jej ceny spadły w br. do poziomów z roku 2006. Znalazło to odzwierciedlenie w słabych wynikach segmentu sklejkowego Pagedu, który dotychczas w największym stopniu partycypował w zyskach całej grupy. Nic nie wskazuje na to, aby sytuacja na rynku sklejkowej miała się poprawić w przyszłym roku. Wręcz przeciwnie, można oczekiwać dalszego kurczenia się rynku europejskiego i kontynuacji walki cenowej.

## Wycena i rekomendacja

Słabe wyniki kwartalne Pagedu, wyraźne pogorszenie warunków działalności na rynkach zachodnioeuropejskich oraz ewentualne straty z tytułu niekorzystnych transakcji opcyjnych odpowiadają za duże spadki kursu spółki w ostatnich miesiącach. W odpowiedzi na zmianę warunków działalności i sytuacji wewnętrznej spółki, zdecydowanie obniżyliśmy nasze prognozy wyników finansowych dla Pagedu na najbliższe lata. Spowodowało to spadek ceny docelowej dla akcji spółki do 5.04 PLN z 17.9 PLN. Wobec obecnego kursu rynkowego Pagedu, obniżamy rekomendację do neutralnie.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	30,1 / 4,62
Liczba akcji (mln)	9.0
Kapitalizacja (mln PLN)	42
EV (mln PLN)	115
Free float (mln PLN)	16
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.4
Główny akcjonariusz	Opera TFI
% akcji, % głosów	22.06/22.06
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	-31.0   -67.5   -84.7
Zmiana rel. WIG (%)	-40.6   -38.6   -33.9

**Radosław Łukaszczyk**

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2006	318.9	18.4	31.1	19.7	11.0	1.2	2.5	14.0	3.9	0.33	6.3	3.7	8.4
2007	363.7	22.1	35.6	28.2	17.7	2.0	3.5	15.8	2.3	0.29	5.2	3.2	12.5
2008p	344.5	7.7	22.0	-16.1	-13.1	-1.5	0.1	14.4	-3.2	0.32	14.9	5.2	-10.1
2009p	323.8	9.0	25.5	2.8	2.2	0.2	2.1	14.7	18.6	0.31	12.7	4.5	1.7
2010p	325.4	10.1	26.6	4.1	3.3	0.4	2.2	15.1	12.6	0.31	11.4	4.3	2.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej Pagedu na poziomie 4.62 PLN za akcję

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Skonsolidowane wyniki Pagedu za III kwartał 2008 roku

mln PLN	III kwartał 2008	III kwartał 2007	zmiana I-III kw. 2008	I-III kw. 2007	zmiana
Przychody	80.3	90.8	-11.5%	258.9	-3.4%
Wynik brutto na sprzedaży	14.1	24.5	-42.6%	55.0	-25.9%
EBITDA	6.5	9.2	-29.3%	18.8	-42.3%
EBIT	3.0	6.1	-50.7%	8.2	-63.9%
Zysk netto	-3.7	4.3	-	0.8	-94.9%
<b>Marże</b>					
Marża brutto na sprzedaży	17.5%	27.0%		21.2%	27.7%
Marża EBITDA	8.1%	10.1%		7.3%	12.2%
Marża EBIT	3.8%	6.8%		3.2%	8.5%
Marża netto	-4.6%	4.8%		0.3%	5.7%

Źródło: Paged S.A.

## Wyniki III kwartału

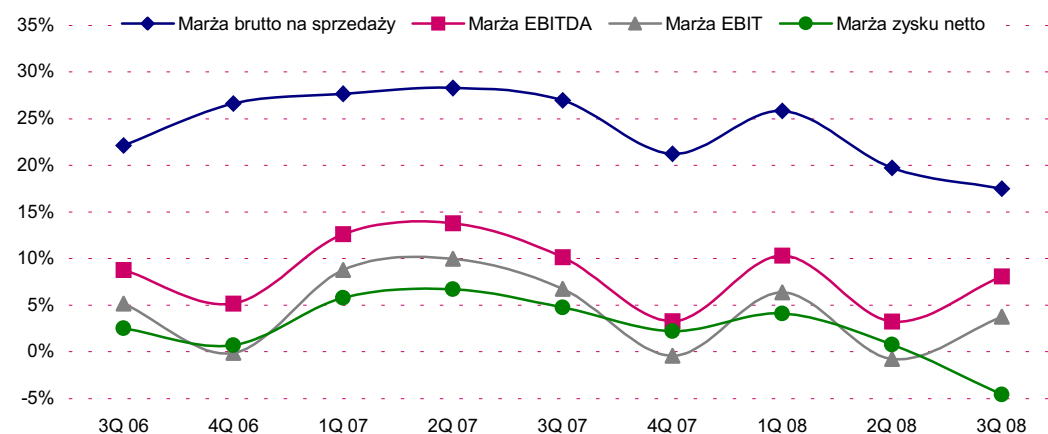
### Przychody w III kwartale

Łączne przychody ze sprzedaży Pagedu w III kwartale 2008 roku spadły o 11.5% r/r i osiągnęły poziom 80.3 mln PLN (o 5.8 mln PLN niższy od naszych oczekiwań). Spadek przychodów o 22.6% r/r do poziomu 29.3 mln PLN odnotowano w segmencie sklejkowym, natomiast o 11.7% r/r do poziomu 40.5 mln PLN zmniejszyły się przychody segmentu meblowego. Po raz kolejny wzrosła jednak, tym razem aż o 53.5% r/r do poziomu 13.8 mln PLN, sprzedaż segmentu handlowego.

### Znaczny spadek marż

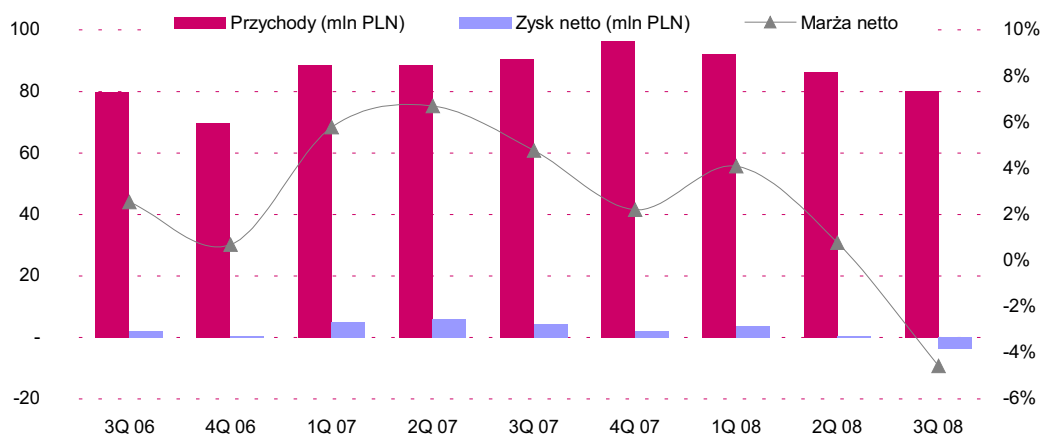
Pogorszenie warunków działalności Pagedu na rynkach eksportowych oraz ujemna wycena instrumentów pochodnych spowodowały spadek marż spółki r/r. Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się w III kw. 2008 roku o 9.5 p.p. r/r do poziomu 17.5%, marża operacyjna spadła o 3 p.p. r/r, natomiast marża netto o 9.3 p.p. r/r. Pogorszenie marż w stosunku do III kw. 2007 roku wynika przede wszystkim z przenoszenia produkcji mebli do trzech zakładów produkcyjnych, wysokich kosztów restrukturyzacji (odprawy, rezerwy) oraz umocnienia się złotówki w stosunku do walut eksportowych.

### Wysokość marż Pagedu w poszczególnych kwartałach



Źródło: Paged S.A.

## Wyniki finansowe Pagedu w poszczególnych kwartałach



Źródło: Paged S.A.

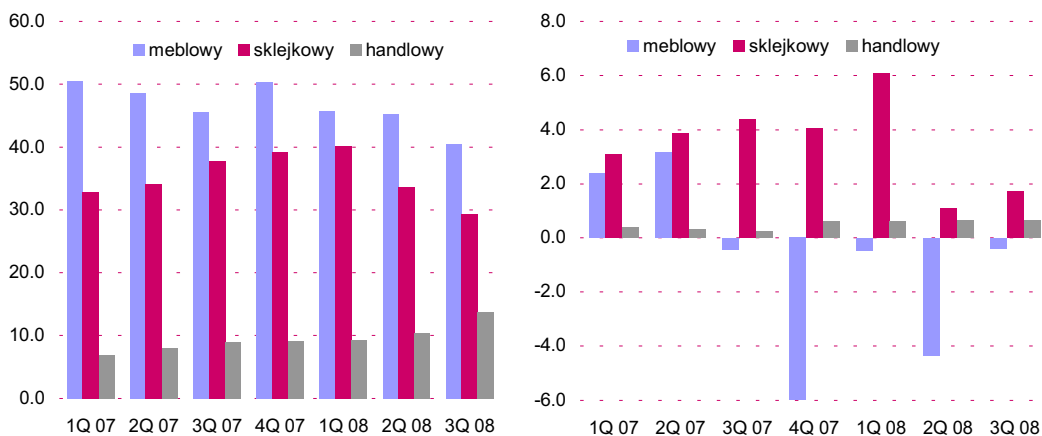
## Ciągle mocna złotówka w III kw.

Jedną z podstawowych przyczyn słabszych wyników Pagedu w ostatnich kwartałach była ciągle umacniająca się złotówka. W III kw. 2008 roku była ona mocniejsza w stosunku do USD średnio o 20.2% r/r, do GBP o 25.4% r/r, natomiast w stosunku do EUR o 12.7% r/r. Szczególnie niekorzystnie na wyniki spółki działało tutaj znaczne umocnienie się złotówki w stosunku do funta brytyjskiego, jako że ok. 20% przychodów Pagedu wyrażone jest w tej walucie, w przeważającej części w segmencie meblowym.

## Zmiana na rynku walutowym

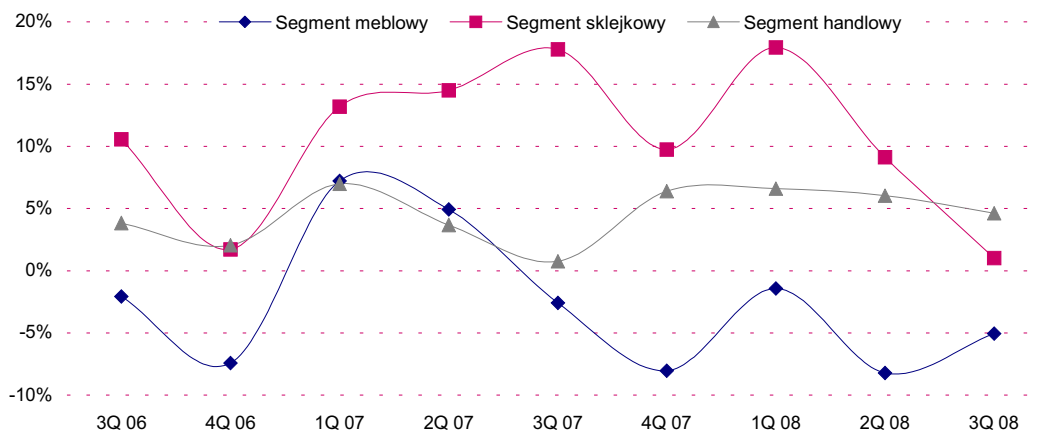
Pod koniec lipca br. nastąpiła wyraźna zmiana sytuacji na rynku walutowym. Umacniająca się dotychczas w bardzo szybkim tempie złotówka zaczęła słabnąć i trend ten utrzymuje się do chwili obecnej. Od końca lipca PLN osłabił się w stosunku do EUR o prawie 30%, w stosunku do USD o prawie 45%, natomiast w stosunku do GBP o ok. 10%. O ile w długim terminie sytuacja taka jest niezwykle korzystna dla spółki ze względu na wzrost konkurencyjności jej produktów na rynkach zagranicznych oraz spadek konkurencyjności produktów importowanych na rynkach krajowy, to w krótkim terminie może przyczynić się do pogorszenia wyników finansowych ze względu na ujemną wycenę walutowych instrumentów pochodnych.

## Przychody i zysk operacyjny Pagedu wg segmentów



Źródło: Paged S.A.

## Wysokość marży na sprzedaży poszczególnych segmentów Pagedu



Źródło: Paged S.A.

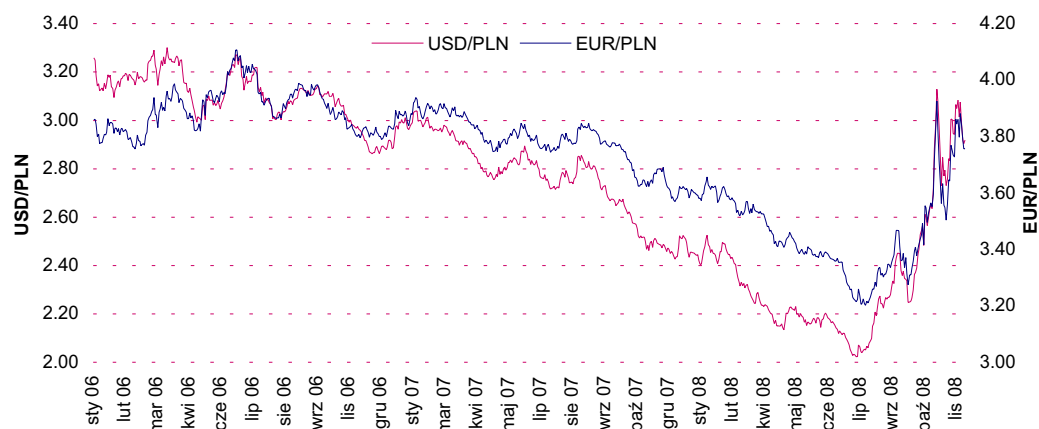
## Kosztowne walutowe instrumenty pochodne

Od dłuższego czasu Paged prowadzi aktywną politykę zabezpieczania przed niekorzystną zmianą kursów EUR/PLN, USD/PLN oraz GBP/PLN wykorzystując forwardy walutowe oraz zerokosztowe strategie opcyjne. O ile w średnim i dłuższym terminie strategia ta okazuje się skuteczna, to w krótszym okresie wyniki spółki mogą być obciążane ujemną wyceną walutowych instrumentów pochodnych. Według naszych szacunków z taką sytuacją będziemy mieli do czynienia w przypadku Pagedu w IV kw. br., kiedy spółka powinna zaksięgować według naszych obliczeń nawet 20 mln PLN (w zależności od kursów EUR/PLN, USD/PLN oraz GBP/PLN na koniec grudnia br.) straty z tytułu ujemnej wyceny forwardów i opcji walutowych. Strata ta zostanie w większości zrekompenrowana oczywiście wyższymi przychodami ze sprzedaży po przeliczeniu na PLN.

## Strata segmentu sklejkowego

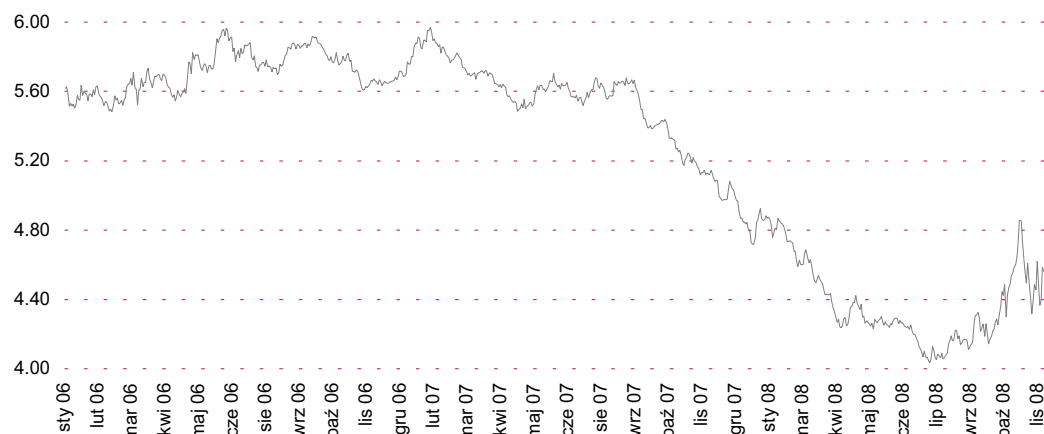
W ciągu trzeciego kwartału 2008 roku Paged Sklejka zrealizowała 29.2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co stanowiło jedynie 67.3% jej planu kwartalnego, który wynosił 43.4 mln PLN. Pomimo niższej sprzedaży spółka wypadła lepiej niż konkurenci branżowi ze względu na zdobycie nowych rynków (Izrael, Australia). W III kw. Paged Sklejka uzyskała 1.7 mln PLN zysku operacyjnego, ale ujemna wycena otwartych pozycji transakcji zabezpieczających na kwotę 2.3 mln PLN spowodowała, iż po raz pierwszy od dłuższego czasu spółka poniosła stratę netto w wysokości 0.4 mln PLN.

## Kurs USD/PLN i EUR/PLN w latach 2006-2008



Źródło: Narodowy Bank Polski S.A., Bloomberg

## Kurs GBP/PLN w latach 2006-2008



Źródło: Narodowy Bank Polski S.A., Bloomberg

## Spadek cen sklejki

Wobec osłabienia popytu na meble i płyty drewnopochodne w krajach zachodnioeuropejskich Paged zmuszony był do obniżki cen sklejki na rynkach eksportowych od połowy br. Szacujemy, iż obniżka ta wyniosła do chwili obecnej już ok. 15%, co oznacza, iż ceny sklejki wróciły do poziomów z 2006 roku. O ile w poprzednich kwartałach obniżka cen sklejki dotyczyła wyłącznie rynków eksportowych, to pod koniec bieżącego roku spółka musiała dokonać podobnej operacji na rynku krajowym.

## Złożenie oferty na zakup Sklejki Pisz

Paged złożył ofertę na zakup 85% akcji Sklejki Pisz od Skarbu Państwa i razem z dwoma innymi podmiotami został zakwalifikowany do drugiego etapu rozmów z przedstawicielami MSP. Decyzja o wyborze nabywającego zostanie najprawdopodobniej podjęta w I kw. 2009 roku. O ile ewentualne przejęcie Sklejki Pisz zdecydowanie poprawiłoby pozycję rynkową Pagedu w zakresie sklejki i można by oczekiwać licznych efektów synergii pomiędzy obydwoma zakładami, to wiązałoby się ze znacznym zwiększeniem zadłużenia spółki do niebezpiecznego poziomu. W sytuacji niepewności co do dalszego rozwoju sytuacji zarówno na rynku sklejki, jak również mebli, uważamy, iż ewentualna decyzja odnośnie przejęcia Sklejki Pisz byłaby obciążona wysokim ryzykiem (tym bardziej, iż z pewnością Skarb Państwa nie zdecyduje się sprzedaż Sklejki Pisz po atrakcyjnej cenie).

## Restrukturyzacja segmentu meblowego

Spadek rentowności segmentu meblowego wymusił na spółce przeprowadzenie szeregu zmian. W I kw. br. spółka rozpoczęła proces restrukturyzacji segmentu meblowego, polegający na likwidacji zakładu produkcyjnego we Włocławku oraz koncentracji produkcji wokół trzech ośrodków produkcyjnych, tj. Jasienicy, Jarocina i Sędziszowa Małopolskiego. W czerwcu br., zgodnie z planem, zakończono produkcję w zakładzie we Włocławku i Buczkowicach, a obecnie kontynuowany jest proces przenoszenia produkcji z zakładu w Jaworzu do Jasienicy. Konsolidacja produkcji w trzech zakładach powinna znaleźć pozytywne odzwierciedlenie w wynikach kolejnych kwartałów.

## Rentowne zagraniczne spółki meblarskie

Pomimo trudnej sytuacji na rynku amerykańskim i brytyjskim i w konsekwencji słabszego popytu na meble na tamtych rynkach, zagraniczne spółki Pagedu handlujące meblami radzą sobie dobrze. Zarówno amerykańska firma Zumcontract oraz brytyjskie firmy BUK i Woodways są rentowne i zwiększają sprzedaż.

## Dobra sytuacja segmentu handlowego

Wobec trudnej sytuacji w branży sklejkowej i meblowej, motorem napędowym spółki stał się w ostatnim czasie segment handlujący materiałami drzewnymi i drewnopochodnymi, który prowadzony jest w formie sieci 14 składów agencyjnych na terenie całej Polski. W III kw. 2008 roku przychody segmentu handlowego wyniosły 23.1 mln PLN, zysk na sprzedaży wyniósł 1.3 mln PLN, natomiast zysk netto ukształtował się na poziomie 1.1 mln PLN, co jest najwyższym wynikiem w historii.

## Redukcja zatrudnienia

Wraz z przenoszeniem produkcji mebli do trzech zakładów spółka dokonała zwolnień ok. 700 osób z segmentu meblowego, co stanowi ponad 30% zatrudnienia. Po zakończeniu 31 sierpnia 2008 roku procesu zwolnień grupowych spółka kontynuuje działania ograniczające zatrudnienie w związku z dokonywanymi zmianami struktury organizacyjnej (likwidacja i łączenie niektórych komórek organizacyjnych, zmiany ich podporządkowania). Decyzję o ograniczeniu zatrudnienia w segmencie meblowym i wdrożeniu automatyzacji produkcji odbieramy bardzo pozytywnie i uważamy, iż doprowadzi ona do wzrostu konkurencyjności segmentu. Obecnie koszty osobowe wraz z narzutami stanowią ok. 28% kosztów rodzajowym całej Grupy, z czego w samym segmencie meblowym dochodzą nawet do 50%. Przeprowadzenie redukcji zatrudnienia było więc decyzją słuszną i jak najbardziej pożądaną. Łączne roczne oszczędności z tego tytułu szacujemy na ok. 13-15 mln PLN.

## Ograniczenie planowanych inwestycji

Wobec coraz trudniejszej sytuacji w szeroko rozumianej branży drzewnej Paged postanowił zredukować planowane nakłady inwestycyjne na przyszły rok. Środki w wysokości 20 mln PLN, które miały zostać przeznaczone na inwestycje w segmencie sklejkowym, zostały ograniczone do 8 mln PLN i w sumie z wydatkami w innych segmentach, spółka przeznaczy na inwestycje w przyszłym roku ok. 18-20 mln PLN.

## Zadłużenie

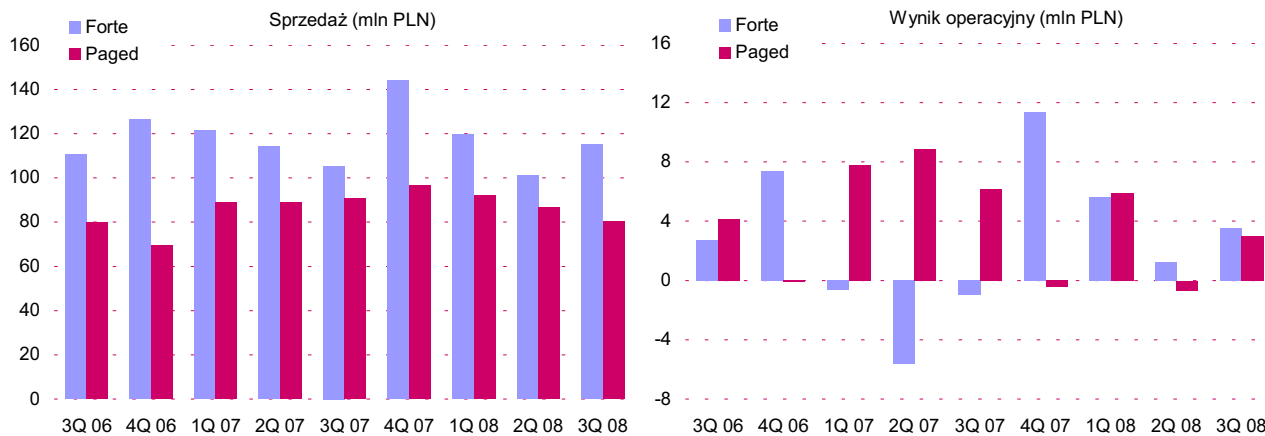
Po trzech kwartałach br. Paged ma 81.5 mln PLN zobowiązań z tytułu kredytów, pożyczek i innych instrumentów dłużnych, z czego ok. 45% to zobowiązania długoterminowe, a nieco ponad 25% to krótkoterminowe zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych. Wskaźnik zadłużenie netto spółki do EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wynosi 3.33, co jest poziomem wskazującym na wysokie zadłużenie Pagedu. Oznacza on, iż na spłatę całego obecnego zadłużenia spółka potrzebowałaby trzech lat i czterech miesięcy. Z kolei wskaźnik pokrycia odsetek (EBITDA/Odsetki) kształtuje się na poziomie 4.62, co jest wynikiem jak najbardziej bezpiecznym.

## Przyjęte założenia

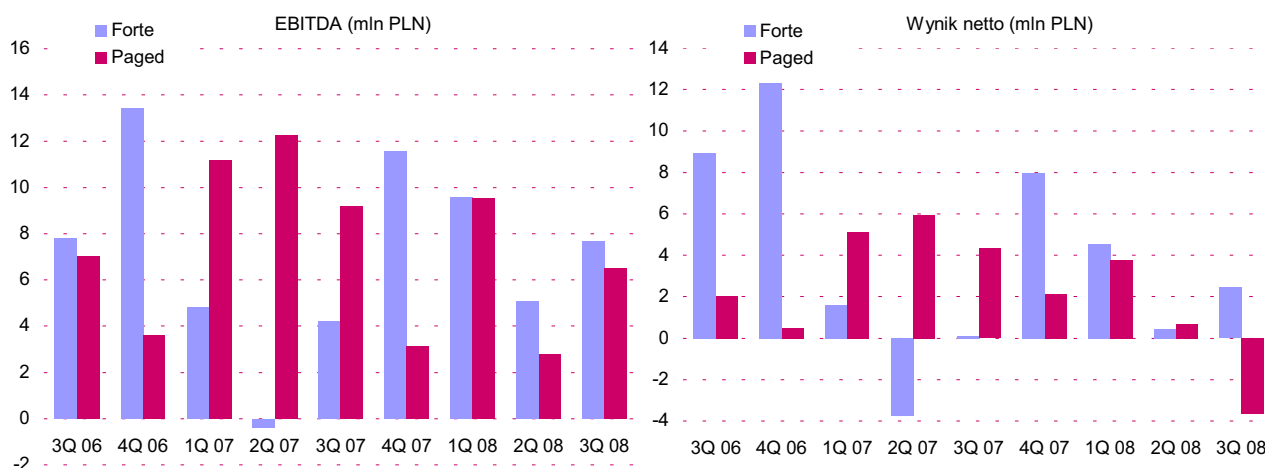
W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży segmentu meblowego, w wyniku spowolnienia na rynkach zachodnioeuropejskich oraz przenoszenia produkcji do trzech zakładów, spadną w 2008 roku o 10.5% do poziomu 173.8 mln PLN. Spadek cen sklejki doprowadzi naszym zdaniem do zmniejszenia obrotu segmentu sklejkowego o 10.8% r/r, natomiast segment handlowy, w wyniku zwiększenia liczby składów handlowych do 14 do końca roku, będzie o 50.6% wyższy r/r. Po stronie kosztowej głównym negatywnym czynnikiem będzie obniżka cen sklejki oraz ujemna wycena walutowych instrumentów pochodnych. Niemniej jednak spółka powinna odnotować korzyści z przeprowadzanej restrukturyzacji. Naszym zdaniem z tego powodu wskaźnik koszty ogólnego zarządu do przychodów ze sprzedaży spadnie o 0.4 p.p. r/r.

## PORÓWNANIE FORTE I PAGEDU

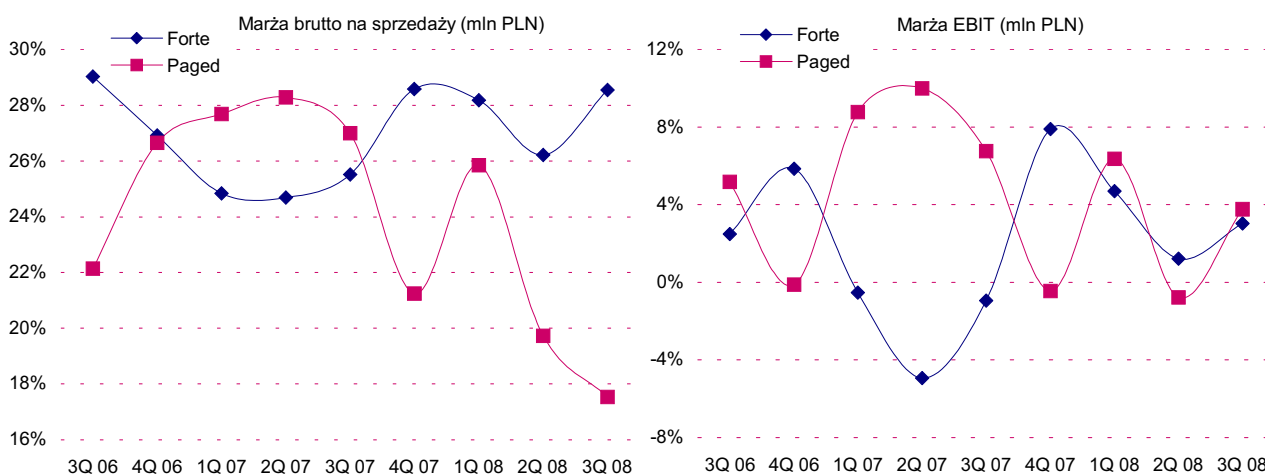
### Sprzedż, wynik operacyjny



### EBITDA, wynik netto



### Marża brutto na sprzedaż, marża EBIT



Źródło: Paged S.A., FM Forte S.A.

# Wycena spółki

## 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 66 mln PLN, czyli 7.32 PLN na akcję. Z kolei w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Paged na 23 mln PLN (2.54 PLN na akcję), a do spółek polskich z sektora drzewnego na 27 mln PLN (2.98 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	66	7.32
Wycena porównawcza do polskich spółek	27	2.98
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	23	2.54
<b>Wycena spółki Paged</b>	<b>45</b>	<b>5.04</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- średnioroczny spadek cen sklejk o 5% w 2008 roku i 10% w roku następnym, a w kolejnych latach wzrost cen zgodny z inflacją,
- spadek marży brutto na sprzedaży produktów do 20.27% w roku 2008 i jej wzrost do 22.3% w roku 2009,
- spadek marży brutto na sprzedaży towarów i materiałów do 22% w roku 2008 i do 20% w roku 2009,
- wzrost średniorocznego kursu EUR/PLN z 3.5 w 2008 roku do 3.6 w 2009 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie, USD/PLN z 2.4 w 2008 roku do 2.8 w 2009 i dalej jego stabilizacja, GBP/PLN z 4.45 w 2008 roku do 4.40 w 2009 i dalej stabilizacja na tym poziomie,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku na poziomie 5%,
- premia rynkowa za ryzyko - 5%,
- współczynnik Beta na poziomie 1.2 (podwyższenie współczynnika z poziomu 1.0 wynika przede wszystkim z wyraźnego wzrostu ryzyka znacznych strat z tytułu walutowych instrumentów pochodnych oraz wysokiego zadłużenia spółki),
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 2%.

## 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 2008-2017. 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)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	<2017
Sprzedaż	344.5	323.8	325.4	346.8	369.9	393.9	410.3	427.0	440.5	454.3	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	6.2	7.3	8.2	13.9	17.3	20.4	20.7	21.0	21.1	21.2	
Amortyzacja	14.3	16.5	16.5	16.6	16.6	16.6	16.6	16.7	16.7	16.7	
Inwestycje	-59.8	-18.0	-16.8	-16.9	-16.9	-16.9	-17.0	-17.0	-17.0	-17.1	
Zmiana kap.obrotowego	2.7	4.5	-0.1	-3.4	-4.0	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5	-2.5	
FCF	(36.6)	10.2	7.8	10.2	13.0	15.9	17.3	17.6	18.3	18.3	231
Zmiana FCF			-23%	29.9%	27.8%	21.9%	9.2%	1.4%	4.0%	0.1%	2.0%
Dług/Kapitał	42.4%	42.0%	41.4%	39.8%	38.5%	37.1%	35.9%	34.7%	28.6%	22.0%	15.0%
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	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	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt długu	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.9%
Koszt kapitału	11.6%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%	11.6%	11.0%
WACC	9.0%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.3%	9.4%	9.7%	10.2%	10.1%
PV (FCF)	(36.6)	9.4	6.6	7.9	9.2	10.2	10.2	9.4	8.7	7.6	96.3
Wartość DCF (mln PLN)	139.0	w tym wartość rezydualna		96							
(Dług) Gotówka netto	-73.2										
Wycena DCF (mln PLN)	65.8										
Liczba akcji (mln)	9.0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>7.32</b>										

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

stopa $r_f$ rezydualna	rezydualna stopa wzrostu							
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
4.0%	5.92	7.17	8.78	10.91	13.87	18.28	25.52	
4.5%	5.45	6.58	8.00	9.86	12.37	15.99	21.62	
5.0%	5.02	6.04	<b>7.32</b>	8.95	11.11	14.14	18.64	
5.5%	4.64	5.57	6.71	8.16	10.04	12.61	16.30	
6.0%	4.29	5.13	6.17	7.46	9.12	11.32	14.40	

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.

### Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
SAMAS NV-CVA	SAMAS	Holandia	8.8	5.5	3.8		12.8	8.7		13.8	2.2
BETER BED HOLDING NV	BBED	Holandia	4.8	5.5	4.6	6.0	6.9	5.9	8.1	9.5	7.8
ETHAN ALLEN INTERIORS	ETH	USA	6.8	6.3	5.1				13.1	12.7	9.0
DOREL INDUSTRIES-CL A	DII/A	Kanada	4.5	4.6	4.4	5.8	6.3	6.1	6.2	6.3	6.3
GALIFORM PLC	GFRM	Anglia	1.1	1.7	1.7	1.4	2.6	2.7	2.1	4.6	4.7
EKORNES ASA	EKO	Norwegia	3.4	4.4	4.2	4.1	5.9	5.5	6.3	9.2	8.6
POLTRONA FRAU SPA	PFG	Włochy	6.5	6.0	5.4	8.4	7.9	7.0	18.7	15.0	10.8
BOCONCEPT HOLDING	BOCON	Dania	4.8	5.1	4.3	8.1	8.1	5.7	7.5	8.7	6.0
SONAE INDUSTRIA SGPS	SONI	Portugalia	6.3	5.8	5.4	22.0	36.7	15.9			
PFLEIDERER AG-REGISTERE	PFD4	Niemcy	3.9	4.1	3.8	8.2	9.2	7.7	15.1	21.1	11.2
Mediana			4.8	5.3	4.3	7.0	7.9	6.1	7.8	9.5	7.8
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mln PLN)		73.2	22.0	25.5	26.6	7.7	9.0	10.1	-13.1	2.2	3.3
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			33	61	42	0	0	0	0	21	26
		Wagi		40%			30%			30%	
<b>Wycena</b>											<b>23</b>
<b>Wycena na 1 akcję</b>											<b>2.54</b>

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 określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się również trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

### Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
FABRYKI MEBLI FORTE	FTE	Polska	6.0	4.2	4.8	12.0	6.5	8.0	10.6	4.8	5.8
PFLEIDERER GRAJEWO	GRJ	Polska	4.9	4.7	3.3	11.1	10.8	6.0	12.7	17.2	3.8
BARLINEK SA	BRK	Polska	5.3	5.2	4.5	9.1	9.4	8.0	5.8	5.6	4.7
MONDI ŚWIECIE	MPP	Polska	6.8	6.7	4.1	11.2	12.5	6.3	12.8	16.5	9.2
Mediana			5.6	5.0	4.3	11.1	10.1	7.2	11.7	11.1	5.2
Dług netto											
Wyniki spółki Paged (mln PLN)		73.2	22.0	25.5	26.6	7.7	9.0	10.1	-13.1	2.2	3.3
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			51	54	42	12	18	0	0	25	17
		Wagi		40%			30%			30%	
<b>Wycena</b>											<b>27</b>
<b>Wycena na 1 akcję</b>											<b>2.98</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wyniki finansowe

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
<b>przychody netto</b>	<b>318.9</b>	<b>363.7</b>	<b>344.5</b>	<b>323.8</b>	<b>325.4</b>	<b>346.8</b>
koszty wytworzenia	236.6	268.2	273.3	253.2	253.5	263.8
zysk brutto na sprzedaży	82.3	95.5	71.1	70.6	71.9	83.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	67.9	71.1	66.8	61.5	61.8	65.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3.9	-2.3	3.4	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>31.1</b>	<b>35.6</b>	<b>22.0</b>	<b>25.5</b>	<b>26.6</b>	<b>33.7</b>
<b>EBIT</b>	<b>18.4</b>	<b>22.1</b>	<b>7.7</b>	<b>9.0</b>	<b>10.1</b>	<b>17.2</b>
saldo finansowe	1.4	5.7	-23.8	-6.3	-6.0	-5.8
zysk przed opodatkowaniem	19.7	28.2	-16.1	2.8	4.1	11.3
podatek dochodowy	7.0	7.3	-3.1	0.5	0.8	2.2
korekty udziałów mniejszościowych	-1.7	-3.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>11.0</b>	<b>17.7</b>	<b>-13.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.3</b>	<b>9.2</b>
EPS	1.2	2.0	-1.5	0.2	0.4	1.0

### Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>116.8</b>	<b>149.6</b>	<b>191.1</b>	<b>192.7</b>	<b>192.9</b>	<b>193.2</b>
wartości niematerialne i prawne	0.3	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
rzeczowe aktywa trwałe	103.5	136.5	182.0	183.6	183.8	184.1
inwestycje długoterminowe	11.4	10.9	6.9	6.9	6.9	6.9
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>117.4</b>	<b>126.8</b>	<b>97.1</b>	<b>95.7</b>	<b>99.0</b>	<b>109.3</b>
zapasy	51.3	57.2	57.4	53.2	53.2	55.4
należności	37.7	43.7	41.5	39.0	39.2	41.8
inwestycje krótkoterminowe	24.9	24.2	-3.5	1.7	4.7	10.3
rozliczenia międzyokresowe	3.4	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>aktywa razem</b>	<b>234.2</b>	<b>276.4</b>	<b>288.3</b>	<b>288.3</b>	<b>291.9</b>	<b>302.5</b>
kapitał własny	130.6	142.1	130.0	132.2	135.5	144.7
zobowiązania i rezerwy	89.8	117.4	158.3	156.1	156.4	157.8
zobowiązania długoterminowe	20.5	9.7	49.7	49.7	49.7	49.7
zobowiązania krótkoterminowe	61.5	96.8	97.4	95.0	95.1	96.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
rezerwy na zobowiązania	7.4	10.7	10.9	11.1	11.3	11.6
<b>pasywa razem</b>	<b>234.2</b>	<b>276.4</b>	<b>288.3</b>	<b>288.3</b>	<b>291.9</b>	<b>302.5</b>
BVPS	14.0	15.8	14.4	14.7	15.1	16.1

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

## Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	11.0	17.7	-13.1	2.2	3.3	9.2
amortyzacja	12.7	13.5	14.3	16.5	16.5	16.6
zmiana kapitału obrotowego	6.4	-1.9	2.7	4.5	-0.1	-3.4
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>28.5</b>	<b>34.0</b>	<b>8.5</b>	<b>29.4</b>	<b>25.8</b>	<b>28.2</b>
inwestycje (capex)	-16.7	-44.1	-59.8	-18.0	-16.8	-16.9
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-7.6</b>	<b>-40.8</b>	<b>-68.0</b>	<b>-17.9</b>	<b>-16.7</b>	<b>-16.8</b>
wypłata dywidendy	-4.5	-4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-1.8	-2.5	40.0	0.0	0.0	0.0
odsetki	-1.3	-2.6	-4.5	-6.3	-6.0	-5.8
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-11.2</b>	<b>4.3</b>	<b>35.5</b>	<b>-6.3</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.8</b>
zmiana gotówki netto	9.8	-2.5	-24.0	5.2	3.0	5.6
DPS	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	2.5	3.5	0.1	2.1	2.2	2.9
FCFPS	1.0	-0.3	-2.7	0.6	0.3	0.6

## Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	4.69	14.04	-5.29	-5.99	0.49	6.58
zmiana EBITDA	-10.78	14.40	-38.08	15.84	4.47	26.60
zmiana EBIT	-22.00	20.36	-65.27	17.87	11.71	69.86
zmiana zysku netto	-39.66	60.82	-174.21	-117.01	47.23	179.26
marża EBITDA	9.74	9.78	6.39	7.87	8.19	9.72
marża EBIT	5.76	6.08	2.23	2.79	3.11	4.95
marża netto	3.45	4.87	-3.82	0.69	1.01	2.65
sprzedaż/aktywa (x)	136.19	131.58	119.50	112.30	111.48	114.64
dług / kapitał (x)	22.31	28.15	42.40	41.98	41.39	39.80
odsetki / EBIT	7.21	11.69	58.07	69.50	59.80	33.90
stopa podatkowa	35.60	25.98	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	8.43	12.46	-10.11	1.69	2.43	6.35
ROA	4.70	6.41	-4.56	0.78	1.13	3.04
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-14.5	-35.2	-99.2	-94.0	-90.9	-85.4

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, handel

**Michał Buczyński**  
+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk  
telekomunikacja, przemysł chemiczny

**Radosław Łukaszczuk**  
+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analityk  
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,  
motoryzacja, energetyka

**Łukasz Kołaczkowski**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Analityk  
media, farmaceutyka  
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

**Marcin Palenik, CFA**  
+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk  
paliwa i surowce, przemysł metalowy

**Marcin Deręgowski**  
+22 598 26 05  
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Asystent

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Krzysztof Solus**  
+22 598 26 66/7  
krzysztof.solus@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

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp  
02-593 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: Ciech, Sygnity, Wielton, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. 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. Millennium TFI S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) posiada na dzień sporządzenia niniejszego raportu akcje, stanowiące 16,56% kapitału zakładowego Ceramiki Nowa Gala i uprawniające do wykonywania 16,56% ogółu głosów na WZA. 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 sporządzili 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 sprawdzają 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.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Paged	Kupuj	14 sie 08	12.00	17.90
Paged	Kupuj	24 cze 08	16.40	23.90
Paged	Kupuj	31 mar 08	23.60	35.90

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	9	22%	1%
Akumuluj	9	22%	1%
Neutralnie	18	44%	1%
Redukuj	5	12%	0%
Sprzedaj	0	0%	0%

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

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaj	2	10%	1%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora