



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

DGA

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki za 2Q'07 były niższe niż od naszych oczekiwań. Przychody spadły 5% r/r, dodatkowo niepokoił spadek marży brutto na sprzedaży. Duży wpływ na to miała kolejna strata w segmencie IT oraz spadek przychodów i związana z tym niższa rentowność w segmencie konsultingu, która wyniosła tylko 23,4%. Dzięki mniejszym kosztom sprzedaży i ogólnego zarządu, w sumie o 0,75 mln PLN r/r, DGA wypracowało 0,69 mln PLN zysku na poziomie EBIT. Rentowność na tym poziomie spadła jednak o 5,3 p.p. Na poziomie finansowym spółka wygenerowała zysk w wysokości 0,1 mln PLN. Wpływ na to miał udział w zysku Kancelarii Prawnej Piszcz i Wspólnicy. Zysk netto w 2Q'07 wyniósł 0,79 mln PLN i był niższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku o 33%.

W związku z nieudaną sanacją segmentu IT spółka zdecydowała się na istotne zmiany. Z końcem 2Q'07 przesunięto zespoły odpowiedzialne za DGA Process, Quality oraz Workflow do Departamentu Zarządzania i zdecydowano się na zamknięcie Departamentu Systemów Informatycznych.

Biorąc pod uwagę powyższe zdarzenia dokonaliśmy zmiany w projekcji przychodów. Największa zmiana dotyczy segmentu IT, który został zamknięty. Po 1H'07 segment ten wygenerował 0,6 mln straty, a w naszej prognozie na 2007 rok zakładaliśmy, że zysk z tego segmentu wyniesie 0,1 mln PLN. Zmniejszyliśmy także prognozę przychodów na rok 2007 z segmentu europejskiego do 24 mln PLN. Naszym zdaniem w drugim półroczu nie dojdzie do istotnej zmiany w tym segmencie i spodziewamy się, że dopiero w kolejnym roku zostaną uruchomione nowe środki na kolejne projekty z EFS. Po dokonaniu korekt zmniejszyliśmy prognozę zysku netto na 2007 rok z 4,1 mln PLN do 3,5 mln PLN.

Opierając się na naszej zaktualizowanej wycenie DCF obniżyliśmy wycenę spółki (bez wpływu nowej emisji) z 69,56 mln PLN do 62,35 mln PLN. Uwzględniając jednak nową emisję akcji wyceniamy spółkę metodą DCF na 78,17 mln PLN. Wycena końcowa, jako średnia ważona wyceny DCF oraz metody porównawczej, w przeliczeniu na jedną akcję dała wartość 7,16 PLN. Dlatego biorąc pod uwagę dyskonto z jakim są notowane akcje DGA w stosunku do naszej wyceny zalecamy akumulowanie walorów spółki.

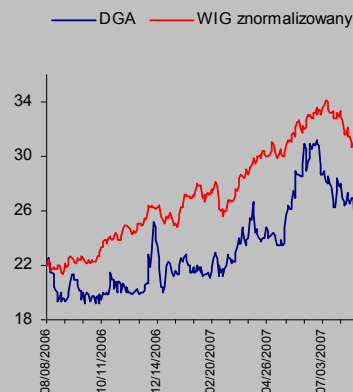
| | 2005 | 2006 | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 31,3 | 39,5 | 39,1 | 45,1 | 50,8 | 57,5 |
| EBITDA [mln PLN] | -1,0 | 6,6 | 5,9 | 6,1 | 7,1 | 8,3 |
| EBIT [mln PLN] | -3,2 | 3,7 | 3,1 | 4,7 | 5,8 | 7,0 |
| Zysk netto [mln PLN] | -3,4 | 3,2 | 3,5 | 4,0 | 4,8 | 5,7 |
| P/E (x) | - | 17,9 | 20,8 | 18,1 | 14,8 | 12,5 |
| P/BV (x) | 3,3 | 2,8 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 |
| EV/EBITDA (x) | - | 8,2 | 11,1 | 10,5 | 8,6 | 7,2 |
| EV/EBIT (x) | - | 14,6 | 20,9 | 13,6 | 10,6 | 8,5 |

AKUMULUJ

WYCENA 7,16 PLN

17 sierpnia 2007

POPRIEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ



| | |
|-------------------------|--------|
| Cena rynkowa [PLN] | 6,40 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 73,0 |
| Ilość akcji [tys. szt.] | 10 170 |

| | |
|-----------------------|-----|
| Stopa zwrotu za 3 mc | 5% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 19% |
| Stopa zwrotu za 12 mc | 15% |

| | |
|--------------------------|------|
| Wycena DCF [PLN] | 7,69 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 5,94 |

| | |
|--------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu:* | |
| Andrzej Głowacki | 52,4% |
| Piotr Koch | 7,4% |
| Anna Szymańska | 6,4% |
| Pozostali | 33,8% |

* bez uwzględnienia nowej emisji

Analitik:
Maciej Bobrowski
Beskidzki Dom Maklerski S.A.
ul. 3-go Maja 23
40-096 Katowice
tel. (0-32) 208-14-12
bobrowski@bdm.com.pl

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena DGA opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Końcowa wycena jest średnią ważoną wycen, przy czym wycenie opartej na modelu DCF przyznaliśmy wagę 70%, a wycenie porównawczej wagę 30%.

Opierając się na naszej zaktualizowanej wycenie DCF obniżyliśmy wycenę spółki (bez wpływu nowej emisji) z 69,56 mln PLN do 62,35 mln PLN. Uwzględniając nową emisję akcji wyceniamy spółkę metodą DCF na 78,17 mln PLN. Wycena końcowa, jako średnia ważona wyceny DCF oraz metody porównawczej, w przeliczeniu na jedną akcję dała wartość 7,16 PLN. Dlatego biorąc pod uwagę dyskonto z jakim są notowane akcje DGA w stosunku do naszej wyceny zalecamy akumulowanie walorów spółki.

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|---------------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF | 70% | 7,69 |
| Wycena metodą porównawczą | 30% | 5,94 |
| Wycena 1 akcji DGA [PLN] | | 7,16 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA DCF

Główne zmiany w założeniach:

- Dokonaliśmy zmian w projekcji przychodów. Największa zmiana dotyczy segmentu IT, który został zamknięty. Po 1H'07 segment ten wygenerował 0,6 mln straty, a w naszej prognozie na 2007 rok zakładaliśmy, że zysk z tego segmentu wyniesie 0,1 mln PLN.
- Zmniejszyliśmy także prognozę przychodów na rok 2007 z segmentu europejskiego do 24 mln PLN. Naszym zdaniem w drugim półroczu nie dojdzie do istotnej zmiany w tym segmencie i spodziewamy się, że dopiero w kolejnym roku zostaną uruchomione nowe środki na kolejne projekty z EFS.
- Uwzględniliśmy nową emisję akcji po cenie emisyjnej 2,0 PLN.
- Dług netto uwzględnia pozyskane środki z nowej emisji akcji.

Pozostałe założenia:

- Zakładamy, że grupa DGA będzie działała w obecnej strukturze. Model nie uwzględnia akwizycji jakie spółka zamierza dokonać dzięki pozyskanym środkom z nowej emisji akcji.
- Z wyniku EBIT wyłączyliśmy pozycję: udziały w zyskach jednostek objętych konsolidacją metodą praw własności. Takie założenie spowodowało obniżenie wyceny o ok. 6%.
- W procesie liczenia WACC zwiększyliśmy wysokość stopy wolnej od ryzyka z 5,24% do 5,595% (rentowność 10 letnich obligacji).
- Wycena została sporządzona na dzień 10 sierpnia 2007 roku.

Model DCF

| | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|--|--------------|---|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 39,12 | 45,14 | 50,75 | 57,50 | 64,34 | 70,27 |
| EBIT [mln PLN] | 2,93 | 4,38 | 5,22 | 6,55 | 7,95 | 9,05 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 0,56 | 0,83 | 0,99 | 1,25 | 1,51 | 1,72 |
| NOPLAT [mln PLN] | 2,38 | 3,54 | 4,23 | 5,31 | 6,44 | 7,33 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 2,76 | 1,39 | 1,30 | 1,29 | 1,33 | 1,40 |
| CAPEX [mln PLN] | -0,78 | -1,13 | -1,27 | -1,44 | -1,61 | -1,76 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -3,76 | -0,10 | -0,09 | -0,11 | -0,11 | -0,09 |
| FCF [mln PLN] | 0,59 | 3,71 | 4,18 | 5,05 | 6,05 | 6,88 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 18,57 | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 72,71 | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 42,32 | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1% | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 60,89 | | | | | |
| Dług netto [mln PLN] | -17,28 | | | | | |
| Wartość kapitału własnego [mln PLN] | 78,17 | | | | | |
| Ilość akcji [tys.] | 10 170 | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 7,69 | | | | | |

| | | | | | | |
|-------------------------------|-------|-----|-----|------|------|------|
| Przychody zmiana r/r | -1% | 15% | 12% | 13% | 12% | 9% |
| EBIT zmiana r/r | -15% | 51% | 23% | 21% | 20% | 13% |
| NOPLAT zmiana | -6% | 49% | 19% | 25% | 21% | 14% |
| Marża EBIT | 7% | 10% | 10% | 11% | 12% | 13% |
| Marża NOPLAT | 6% | 8% | 8% | 9% | 10% | 10% |
| CAPEX / Przychody | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| CAPEX / Amortyzacja | 28% | 81% | 97% | 112% | 121% | 125% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -954% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,60% | 5,60% | 5,60% | 5,60% | 5,60% | 5,60% |
| Premia za ryzyko | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Premia kredytowa | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Koszt kapitału własnego | 10,60% | 10,60% | 10,60% | 10,60% | 10,60% | 10,60% |
| Udział kapitału własnego | 98,5% | 98,6% | 98,8% | 98,9% | 99,0% | 99,1% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| Udział kapitału obcego | 1,5% | 1,4% | 1,2% | 1,1% | 1,0% | 0,9% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| beta | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | -0,50% | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 2,00% | 3,00% |
| | 0,8 | 6,77 | 7,09 | 7,46 | 7,67 | 7,90 | 8,17 | 8,46 | 9,16 | 10,07 |
| | 0,9 | 6,55 | 6,83 | 7,16 | 7,35 | 7,56 | 7,79 | 8,05 | 8,66 | 9,44 |
| | 1,0 | 6,34 | 6,60 | 6,90 | 7,07 | 7,26 | 7,46 | 7,69 | 8,22 | 8,89 |
| | 1,1 | 6,15 | 6,38 | 6,65 | 6,81 | 6,97 | 7,16 | 7,36 | 7,83 | 8,41 |
| | 1,2 | 5,97 | 6,18 | 6,43 | 6,57 | 6,72 | 6,88 | 7,06 | 7,48 | 7,99 |
| | 1,3 | 5,81 | 6,00 | 6,22 | 6,35 | 6,49 | 6,63 | 6,79 | 7,16 | 7,62 |
| | 1,4 | 5,65 | 5,83 | 6,03 | 6,15 | 6,27 | 6,40 | 6,55 | 6,88 | 7,28 |
| | 1,5 | 5,51 | 5,67 | 5,86 | 5,96 | 6,07 | 6,19 | 6,32 | 6,62 | 6,98 |
| | 1,6 | 5,37 | 5,52 | 5,69 | 5,79 | 5,89 | 6,00 | 6,12 | 6,39 | 6,70 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

| | | premia za ryzyko | | | | | | | | |
|------|-----|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| beta | | 3,50% | 4,00% | 4,50% | 4,75% | 5,00% | 5,25% | 5,50% | 6,00% | 6,50% |
| | 0,8 | 9,66 | 9,22 | 8,82 | 8,63 | 8,46 | 8,29 | 8,13 | 7,83 | 7,55 |
| | 0,9 | 9,27 | 8,82 | 8,41 | 8,23 | 8,05 | 7,88 | 7,72 | 7,42 | 7,15 |
| | 1,0 | 8,91 | 8,46 | 8,05 | 7,86 | 7,69 | 7,52 | 7,36 | 7,06 | 6,79 |
| | 1,1 | 8,59 | 8,13 | 7,72 | 7,53 | 7,36 | 7,19 | 7,03 | 6,74 | 6,48 |
| | 1,2 | 8,29 | 7,83 | 7,42 | 7,24 | 7,06 | 6,90 | 6,74 | 6,46 | 6,20 |
| | 1,3 | 8,01 | 7,55 | 7,15 | 6,97 | 6,79 | 6,63 | 6,48 | 6,20 | 5,95 |
| | 1,4 | 7,76 | 7,30 | 6,90 | 6,72 | 6,55 | 6,39 | 6,24 | 5,96 | 5,72 |
| | 1,5 | 7,52 | 7,06 | 6,67 | 6,49 | 6,32 | 6,17 | 6,02 | 5,75 | 5,51 |
| | 1,6 | 7,30 | 6,85 | 6,46 | 6,28 | 6,12 | 5,96 | 5,82 | 5,56 | 5,32 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|------|---|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| premia za ryzyko | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | -0,50% | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 2,00% | 3,00% |
| | 3,0% | 7,28 | 7,67 | 8,13 | 8,40 | 8,71 | 9,05 | 9,43 | 10,38 | 11,67 |
| | 3,5% | 7,02 | 7,36 | 7,78 | 8,02 | 8,28 | 8,58 | 8,91 | 9,72 | 10,80 |
| | 4,0% | 6,77 | 7,09 | 7,46 | 7,67 | 7,90 | 8,17 | 8,46 | 9,16 | 10,07 |
| | 4,5% | 6,55 | 6,83 | 7,16 | 7,35 | 7,56 | 7,79 | 8,05 | 8,66 | 9,44 |
| | 5,0% | 6,34 | 6,60 | 6,90 | 7,07 | 7,26 | 7,46 | 7,69 | 8,22 | 8,89 |
| | 5,5% | 6,15 | 6,38 | 6,65 | 6,81 | 6,97 | 7,16 | 7,36 | 7,83 | 8,41 |
| | 6,0% | 5,97 | 6,18 | 6,43 | 6,57 | 6,72 | 6,88 | 7,06 | 7,48 | 7,99 |
| | 6,5% | 5,80 | 5,99 | 6,21 | 6,34 | 6,47 | 6,62 | 6,78 | 7,15 | 7,59 |
| | 7,0% | 5,65 | 5,83 | 6,03 | 6,15 | 6,27 | 6,40 | 6,55 | 6,88 | 7,28 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wycena porównawcza

| | P/E | | EV/EBITDA | | P/CE | |
|-----------------------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|
| | 2007P | 2008P | 2007P | 2008P | 2007P | 2008P |
| Accenture Ltd | 21,9 | 19,6 | 7,6 | 6,5 | 23,2 | 21,0 |
| Capgemini SA | 15,2 | 13,6 | 7,0 | 6,3 | 11,6 | 10,5 |
| CGI Group Inc | 17,6 | 15,8 | 6,0 | 5,3 | 9,0 | 8,6 |
| Hewitt Associates Inc | 25,3 | 18,9 | 8,5 | 6,7 | 11,6 | 10,6 |
| IDS Scheer | 25,4 | 20,3 | 12,7 | 9,9 | 20,1 | 16,4 |
| Sapient Corp | 25,4 | 19,4 | 12,9 | 8,7 | 28,7 | 21,0 |
| Watson Wyatt Worldwide Inc | 20,3 | 18,1 | 8,5 | 7,8 | 13,5 | 12,6 |
| Mediana | 21,9 | 18,9 | 8,5 | 6,7 | 13,5 | 12,6 |
| Wycena wg wskaźnika | 7,6 | 7,5 | 5,7 | 4,9 | 8,3 | 6,7 |
| Waga roku | 30% | 70% | 30% | 70% | 30% | 70% |
| Wycena wg wskaźników | 7,5 | | 5,1 | | 7,2 | |
| Waga wskaźnika | 33% | | 33% | | 33% | |
| Dyskonto | 10% | | | | | |
| Wycena 1 akcji [PLN] | 5,9 | | | | | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., prognozy innych domów maklerskich

WYNIKI FINANSOWE

Wyniki za 2Q'07 były niższe niż od naszych oczekiwań. Przychody spadły 5% r/r, dodatkowo niepokoi spadek marży brutto na sprzedaży. Duży wpływ na to miała kolejna strata w segmencie IT oraz spadek przychodów i związana z tym niższa rentowność w segmencie konsultingu, która wyniosła tylko 23,4%. Dzięki mniejszym kosztom sprzedaży i ogólnego zarządu, w sumie o 0,75 mln PLN r/r, DGA wypracowało 0,69 mln PLN zysku na poziomie EBIT. Rentowność na tym poziomie spadła jednak o 5,3 p.p. Na poziomie finansowym spółka wygenerowała zysk w wysokości 0,1 mln PLN. Wpływ na to miał udział w zysku Kancelarii Prawnej Piszcz i Wspólnicy. Zysk netto w 2Q'07 wyniósł 0,79 mln PLN i był niższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku o 33%.

W związku z nieudaną sanacją segmentu IT spółka zdecydowała się na istotne zmiany. Z końcem 2Q'07 przesunięto zespoły odpowiedzialne za DGA Process, Quality oraz Workflow do Departamentu Zarządzania. Od sierpnia zdecydowano się także na przejście do Zespołu Informatyki kompetencji w obszarze CRM oraz o zamknięciu Departamentu Systemów Informatycznych.

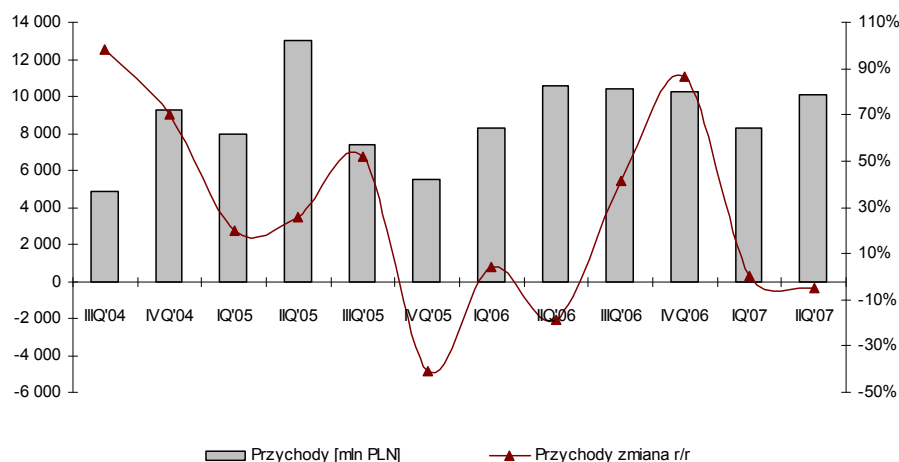
W 2Q'07 pozytywny wpływ na wyniki skonsolidowane miał zysk PBS DGA, który prawie zrekompensował stratę z 1Q'07. Spółka PBS DGA cechuje się dużą sezonowością i naszym zdaniem kolejne dwa kwartały powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki DGA.

Wyniki finansowe DGA [tys. PLN]

| | 2Q'06 | 2Q'07 | zmiana r/r | 2005 | 2006 | zmiana r/r | 2007P | realizacja prognozy |
|---------------------------------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|------------------------|
| Przychody | 10 607 | 10 080 | -5,0% | 31 284 | 39 519 | 26,3% | 39 124 | 47% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 3 586 | 2 710 | -24,4% | 7 079 | 11 081 | 56,5% | 12 012 | 41% |
| EIBTDA | 2 069 | 1 341 | -35,2% | -987 | 6 609 | | 5 890 | 38% |
| EBIT | 1 292 | 695 | -46,2% | -3 161 | 3 681 | | 3 129 | 29% |
| Zysk (strata) netto | 1 185 | 797 | -32,7% | -3 379 | 3 189 | | 3 465 | 37% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 33,8% | 26,9% | | 22,6% | 28,0% | | 31,4% | |
| Marża EBITDA | 19,5% | 13,3% | | -3,2% | 16,7% | | 15,1% | |
| Marża EBIT | 12,2% | 6,9% | | -10,1% | 9,3% | | 8,9% | |
| Marża zysku netto | 11,2% | 7,9% | | -10,8% | 8,1% | | 9,2% | |

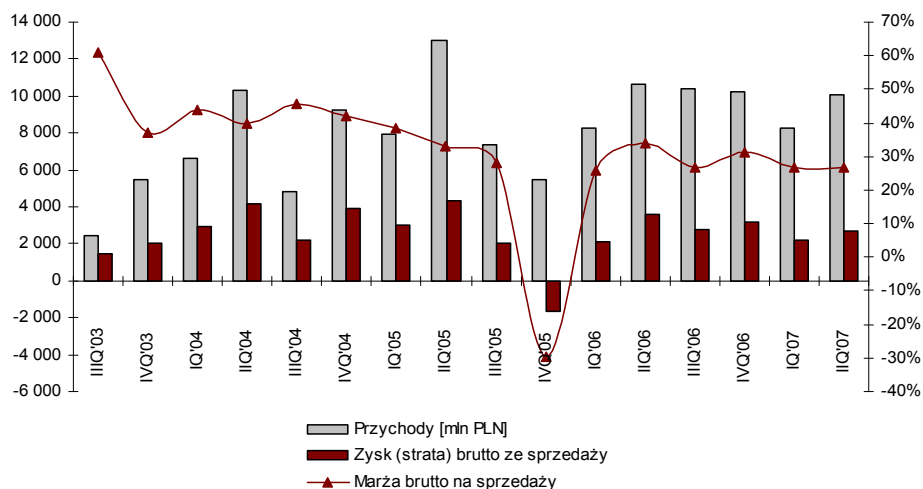
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe Spółki

Dynamika przychodów



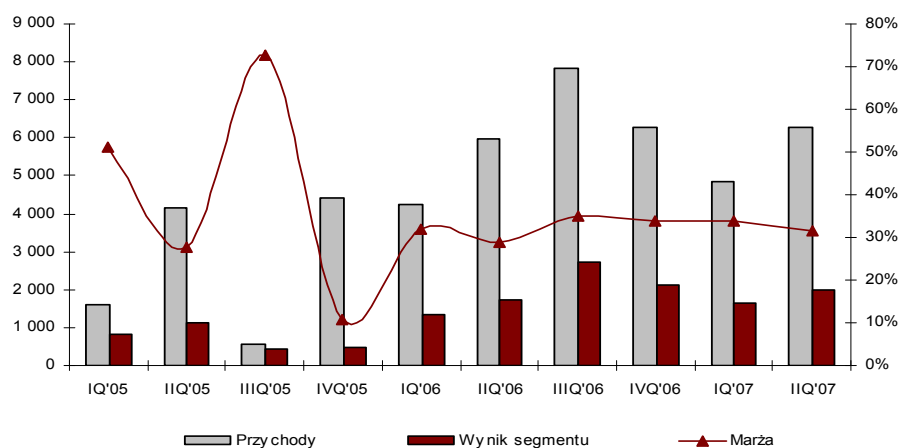
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

Wynik brutto na sprzedaży w ujęciu kwartalnym



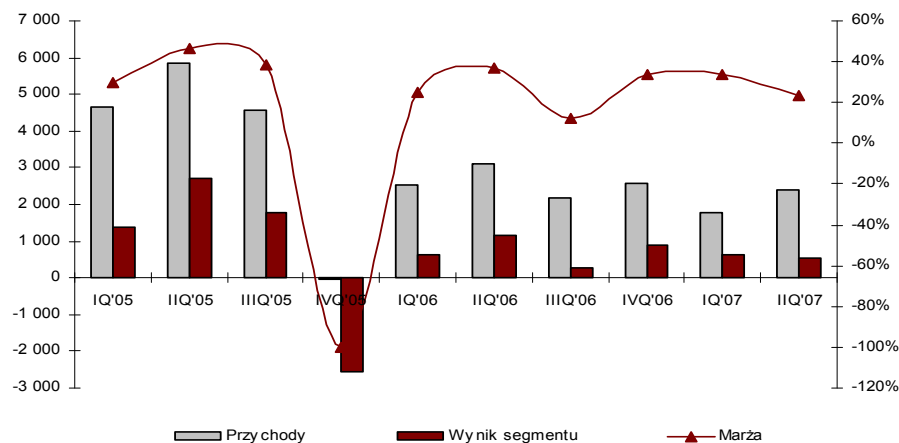
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

Wyniki segmentu – projekty europejskie



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

Wyniki segmentu – konsulting zarządczy i finansowy



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa trwałe | 10,18 | 10,31 | 8,21 | 7,96 | 7,92 | 8,07 | 8,36 | 8,71 |
| Wartości niematerialne i prawne | 4,15 | 2,56 | 1,23 | 1,04 | 0,94 | 0,91 | 0,92 | 0,96 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 5,20 | 4,24 | 3,47 | 3,40 | 3,46 | 3,65 | 3,92 | 4,23 |
| Inwestycje długoterminowe | 0,25 | 3,02 | 3,02 | 3,02 | 3,02 | 3,02 | 3,02 | 3,02 |
| Aktywa obrotowe | 20,20 | 30,28 | 46,88 | 52,12 | 57,26 | 63,12 | 69,61 | 76,01 |
| Zapasy | 0,32 | 0,32 | 0,38 | 0,44 | 0,49 | 0,56 | 0,63 | 0,68 |
| Należności krótkoterminowe | 10,22 | 14,50 | 14,78 | 17,05 | 19,17 | 21,72 | 24,31 | 26,54 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 9,66 | 15,46 | 31,72 | 34,63 | 37,59 | 40,84 | 44,68 | 48,78 |
| Aktywa razem | 30,38 | 40,59 | 55,10 | 60,08 | 65,18 | 71,19 | 77,96 | 84,72 |
| Kapitał własny | 17,44 | 20,62 | 38,56 | 41,18 | 44,09 | 47,45 | 51,55 | 55,98 |
| Kapitał podstawowy | 2,26 | 2,26 | 10,17 | 10,17 | 10,17 | 10,17 | 10,17 | 10,17 |
| Pozostałe kapitały rezerwowe | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 12,93 | 19,97 | 16,54 | 18,90 | 21,09 | 23,73 | 26,41 | 28,74 |
| Rezerwy na zobowiązania | 0,20 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,22 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0,77 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 11,96 | 19,09 | 15,66 | 18,02 | 20,22 | 22,86 | 25,54 | 27,86 |
| Pasywa razem | 30,38 | 40,59 | 55,10 | 60,08 | 65,18 | 71,19 | 77,96 | 84,72 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
| Przychody netto ze sprzedaży | 31,28 | 39,52 | 39,12 | 45,14 | 50,75 | 57,50 | 64,34 | 70,27 |
| Koszty sprzedanych produktów, tow. i materiałów | 24,21 | 28,44 | 27,11 | 30,28 | 34,22 | 38,89 | 43,54 | 47,62 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 7,08 | 11,08 | 12,01 | 14,87 | 16,54 | 18,61 | 20,80 | 22,65 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 9,65 | 9,28 | 9,23 | 10,64 | 11,30 | 12,05 | 12,84 | 13,59 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | -2,57 | 1,81 | 2,78 | 4,23 | 5,23 | 6,56 | 7,96 | 9,06 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -0,77 | 1,32 | 0,16 | 0,14 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 |
| Udział w zyskach jedn. (met. praw własności) | 0,17 | 0,55 | 0,19 | 0,34 | 0,56 | 0,46 | 0,49 | 0,51 |
| EBIT | -3,16 | 3,68 | 3,13 | 4,72 | 5,78 | 7,01 | 8,44 | 9,56 |
| Saldo działalności finansowej | -0,37 | -0,42 | 0,58 | 0,26 | 0,29 | 0,18 | 0,21 | 0,24 |
| Zysk (strata) brutto | -3,53 | 3,26 | 3,71 | 4,97 | 6,08 | 7,19 | 8,65 | 9,80 |
| Zysk (strata) netto | -3,38 | 3,19 | 3,51 | 4,03 | 4,92 | 5,83 | 7,01 | 7,94 |
| Wybrane pozycje CF [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej | 6,16 | 7,74 | 2,41 | 5,29 | 6,06 | 6,91 | 8,10 | 9,08 |
| Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej | -2,26 | -1,89 | -0,65 | -0,95 | -1,04 | -1,17 | -1,31 | -1,43 |
| Przepływy pieniężne z działalności finansowej | -1,16 | 15,53 | -1,31 | -1,44 | -2,05 | -2,50 | -2,95 | -3,54 |
| Przepływy pieniężne netto | 2,74 | 21,39 | 0,45 | 2,90 | 2,97 | 3,24 | 3,84 | 4,11 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 6,92 | 9,66 | 31,06 | 31,50 | 34,41 | 37,37 | 40,62 | 44,45 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 9,66 | 31,06 | 31,50 | 34,41 | 37,37 | 40,62 | 44,45 | 48,56 |

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|-------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r | -1,0% | 15,4% | 12,4% | 13,3% | 11,9% | 9,2% |
| EBITDA zmiana r/r | -10,9% | 3,6% | 16,2% | 17,1% | 17,6% | 12,3% |
| EBIT zmiana r/r | -15,0% | 50,7% | 22,7% | 21,3% | 20,3% | 13,3% |
| Zysk netto zmiana r/r | 10,2% | 14,6% | 22,2% | 18,4% | 20,2% | 13,3% |
| Marża brutto na sprzedaży | 30,7% | 32,9% | 32,6% | 32,4% | 32,3% | 32,2% |
| Marża EBITDA | 15,1% | 13,5% | 14,0% | 14,4% | 15,2% | 15,6% |
| Marża EBIT | 8,0% | 10,4% | 11,4% | 12,2% | 13,1% | 13,6% |
| Marża brutto | 9,5% | 11,0% | 12,0% | 12,5% | 13,4% | 13,9% |
| Marża netto | 9,0% | 8,9% | 9,7% | 10,1% | 10,9% | 11,3% |
| COGS / przychody | 69,3% | 67,1% | 67,4% | 67,6% | 67,7% | 67,8% |
| SG&A / przychody | 23,6% | 23,6% | 22,3% | 20,9% | 19,9% | 19,3% |
| SG&A / COGS | 34,1% | 35,1% | 33,0% | 31,0% | 29,5% | 28,5% |
| ROE | 11,9% | 10,1% | 11,5% | 12,7% | 14,2% | 14,8% |
| ROA | 7,3% | 7,0% | 7,9% | 8,5% | 9,4% | 9,8% |
| ROE - WACC | 1,3% | -0,4% | 1,0% | 2,2% | 3,6% | 4,2% |
| Stopa zadłużenia | 30% | 31% | 32% | 33% | 34% | 34% |
| Dług | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,608 | 0,608 |
| Odsetki / EBIT | 18,6% | 5,4% | 5,1% | 2,6% | 2,5% | 2,5% |
| Dług / kapitał własny | 1,6% | 1,5% | 1,4% | 1,3% | 1,2% | 1,1% |
| Dług netto | -7,6 | -9,0 | -11,7 | -13,6 | -15,0 | -16,4 |
| Dług netto / kapitał własny | -20% | -22% | -27% | -29% | -29% | -29% |
| Dług netto / EBITDA | -129% | -148% | -165% | -164% | -153% | -149% |
| Dług netto / EBIT | -242% | -191% | -203% | -194% | -177% | -171% |
| EV | 65,4 | 64,0 | 61,3 | 59,4 | 58,0 | 56,6 |
| Dług / EV | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| CAPEX / Przychody | 2,0% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| CAPEX / Amortyzacja | 28% | 81% | 97% | 112% | 121% | 125% |
| Amortyzacja / Przychody | 7,1% | 3,1% | 2,6% | 2,2% | 2,1% | 2,0% |
| Zmiana KO / Przychody | 10% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -954% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Wskaźniki rynkowe | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
| MC/S | 1,9 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,0 |
| P/E | 20,8 | 18,1 | 14,8 | 12,5 | 10,4 | 9,2 |
| P/BV | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |
| P/CE | 11,6 | 13,5 | 11,7 | 10,3 | 8,8 | 7,8 |
| EV/EBITDA | 11,1 | 10,5 | 8,6 | 7,2 | 5,9 | 5,2 |
| EV/EBIT | 20,9 | 13,6 | 10,6 | 8,5 | 6,9 | 5,9 |
| EV/S | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| FCF/EV | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| BVPS | 3,8 | 4,0 | 4,3 | 4,7 | 5,1 | 5,5 |
| EPS | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| CEPS | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |
| FCFPS | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| DPS | | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Payout ratio | | 40% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| DYield | | 1,9% | 2,8% | 3,4% | 4,0% | 4,8% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
p.o. Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji
Makler Papierów Wartościowych
Tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Andrzej Kubacki
Referent ds. analiz
Tel. (032) 20-81-435
e-mail: kubacki@bdm.com.pl

Łukasz Musiański
Referent ds. analiz
Tel. (032) 20-81-435
e-mail: musianski@bdm.com.pl

Przemysław Psikuta
Referent ds. analiz
Tel. (032) 20-81-438
e-mail: psikuta@bdm.com.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
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
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku na działalności operacyjnej powiększonego o amortyzację
P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Klauzule:

Niniejszy raport skierowany jest do inwestorów obsługiwanych przez BDM, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów.

Raport zostanie upubliczniony 17 sierpnia 2007 roku.

Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

BDM pełni funkcję oferującego planowanej emisji akcji spółki. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BDM był stroną umów z zakresu bankowości inwestycyjnej. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

| Poprzednie rekomendacje spółki | | Struktura rekomendacji BDM w 3Q'07 | | |
|--|-------------|------------------------------------|---|------|
| Poprzednia rekomendacja | kupuj | Kupuj | 0 | |
| Wycena poprzedniej rekomendacji | 30,9 | Akumuluj | 1 | 100% |
| Data poprzedniej rekomendacji | 14 maj 2007 | Trzymaj | 0 | |
| Cena w dniu wydania poprzedniej rekomendacji | 23,49 | Redukuj | 0 | |
| | | Sprzedaj | 0 | |

Beskidzki Dom Maklerski posiada pełne prawa autorskie do powyższego opracowania. Nieuprawnione powielanie, dystrybuowanie jest zakazane.

Opracowanie zostało przygotowane przez BDM SA na podstawie ogólnodostępnych informacji z wiarygodnych źródeł, ale nie może być traktowane jako rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Zawarte w nim opinie i komentarze są odzwierciedleniem poglądów oraz wiedzy autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. BDM SA nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Wydział Analiz, ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice, tel. (032) 2081-436, fax (032) 2081-402

Beskidzki Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Bielsku – Białej, ul. Stojałowskiego 27, 43-300 Bielsko-Biała
tel. 033/ 812-84-40, fax.033/812-84-42, NIP 547-02-44-972, REGON 070425363