



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

DGA

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki za IQ'07 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnym sygnałem jest wzrost rentowności, niemniej niepokój może budzić mała dynamika wzrostu przychodów. Zwracamy uwagę, na wyraźną poprawę rentowności w segmencie konsultingu, gdzie marża brutto na sprzedaży od dwóch kwartałów kształtuje się na poziomie niespełna 34% (w naszym modelu dla roku 2007 założyliśmy rentowność tego segmentu na poziomie 27%). W dalszym ciągu widać problemy w segmencie technologii informatycznych, niemniej podtrzymujemy nasze założenia, że na koniec roku w tym obszarze działalności DGA wypracuje dodatni wynik. Negatywny wpływ na wyniki miała także strata PBS DGA, która spowodowała, że skonsolidowany wynik DGA obniżył się o niemal 0,16 mln PLN. Spółka ta cechuje się dużą sezonowością i pierwszy kwartał jest dla niej najsłabszym okresem.

Kluczowym aspektem, na który zarząd DGA położył nacisk było podniesienie efektywności działania i naszym zdaniem dane za ostatnie dwa kwartały pokazały, że spółka ma już za sobą najcięższy okres restrukturyzacji. Pozytywnie oceniamy to, że pomimo trudnego roku ze względu na podjęte działania restrukturyzacyjne spółce udało się wykonać prognozy z 2006 roku.

Spodziewamy się, że obecny rok, a przede wszystkim kolejne lata powinny być zdecydowanie lepsze dla spółki ze względu na oczekiwane ożywienie rynkowe, oraz uruchomienie kolejnych środków unijnych. Dlatego obserwując dyskonto, z jakim jest notowana spółka w porównaniu do naszej zaktualizowanej wyceny oraz spodziewając się pozytywnych wiadomości związanych z realizacją nowej strategii na lata 2008-2011 rekomendujemy kupowanie walorów DGA.

Wartość godziwą jednej akcji DGA ustaliliśmy na poziomie 30,9 PLN. Wyceny dokonaliśmy na bazie modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz na podstawie analizy porównawczej. Przy zastosowaniu wyceny DCF uzyskaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 30,1 PLN. W oparciu o wycenę porównawczą jedną akcję Spółki wyceniliśmy na 32,7 PLN. Końcowa wycena jest średnią ważoną wycen.

Uważamy, że nasze założenia odnośnie rentowności na poziomie operacyjnym od roku 2008 są konserwatywne. Spodziewamy się, że DGA będzie w stanie przerzucić przynajmniej część wartości podatku dochodowego na odbiorców usług, co istotnie może zwiększyć wynik na poziomie EBIT.

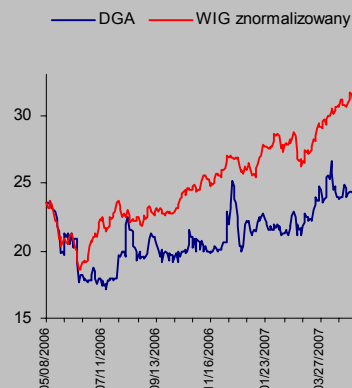
Obecnie na bazie naszych prognoz DGA jest notowany przy wskaźniku P/E na poziomie 13,0x, co jest wartością poniżej średniej patrząc na wskaźniki jakimi charakteryzuje się większość spółek na GPW.

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody [mln PLN]	31,3	39,5	44,2	47,5	53,2	60,1
EBITDA [mln PLN]	-1,0	6,6	6,7	6,4	7,6	8,8
EBIT [mln PLN]	-3,2	3,7	3,9	5,0	6,2	7,5
Zysk netto [mln PLN]	-3,4	3,2	4,1	4,2	5,2	6,1
P/E (x)	-	16,6	13,0	12,7	10,2	8,6
P/BV (x)	3,0	2,6	2,3	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA (x)	-	7,5	7,4	7,6	6,1	5,1
EV/EBIT (x)	-	13,5	12,6	9,7	7,4	6,0

KUPUJ

WYCENA 30,9 PLN

14 maj 2007



Cena rynkowa [PLN]	23,49
Kapitalizacja [mln PLN]	53,01
Ilość akcji [tys. szt.]	2 260

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	26,65
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,17

Stopa zwrotu za 3 mc	10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	17,5%
Stopa zwrotu za 12 mc	-6,0%

Wycena DCF [PLN]	30,1
Wycena porównawcza [PLN]	32,7

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

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, podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową z 29,3 PLN do 30,9 PLN za akcję.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	30,1
Wycena metodą porównawczą	30%	32,7
Wycena 1 akcji DGA [PLN]		30,9

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA DCF

W odniesieniu do przychodów i marż generowanych na poziomie brutto na sprzedaży nie dokonaliśmy zmian w stosunku do wcześniej opublikowanego raportu.

Zwracamy uwagę, że spółka realizuje umowy w obszarze projektów unijnych, które są finansowane przez Europejski Fundusz Społeczny oraz budżet państwa. Zakładamy, że do końca 2007 roku spółka będzie korzystała ze zwolnienia przychodów uzyskanych w tych projektach z opodatkowania podatkiem CIT. Od roku 2008 zakładamy, że projekty europejskie będą opodatkowane. Uważamy, że nasze założenia odnośnie rentowności na poziomie operacyjnym od roku 2008 są konserwatywne ponieważ spodziewamy się, że DGA będzie w stanie przerzucić przynajmniej część wartości podatku na odbiorców usług, co istotnie może zwiększyć wynik na poziomie EBIT.

Główne zmiany w założeniach:

- Zakładamy, że grupa DGA będzie działała w obecnej strukturze. Model nie uwzględnia wpływu akwizycji 3 nowych podmiotów, co zakłada nowa strategia spółki.
- Z wyniku EBIT wyłączyliśmy pozycję: udziały w zyskach jednostek objętych konsolidacją metodą praw własności. Takie założenie spowodowało obniżenie wyceny o ok. 6%.
- Zmieniliśmy wysokość amortyzacji oraz CAPEX. Po danych za ostatnie 2 kwartały zdecydowaliśmy się obniżyć wysokość CAPEX w 2007 roku do 0,88 mln PLN, a w kolejnych latach założyliśmy wzrost do poziomu ok. 2,5% przychodów. Wyraźny spadek amortyzacji jest spowodowany mniejszymi niż zakładaliśmy wcześniej nakładami, szczególnie na wartości niematerialne i prawne.
- Ze względu na przedstawienie wstępnych założeń odnośnie nowej strategii oraz szybszej niż się spodziewaliśmy sanacji segmentu związanego z konsultingiem zmieniliśmy założenie odnośnie wartości rezydualnej. Poprzednio przyjęliśmy, że przepływy pozostaną na stałym poziomie. Obecnie zakładamy wzrost w okresie rezydualnym o 1%.
- Zmieniliśmy sposób liczenia długu netto. Wcześniej, przy obliczaniu długu netto, uwzględnialiśmy całość środków pieniężnych znajdujących się na rachunkach bankowych spółki. Jednak ze względu na ograniczoną możliwość dysponowania tymi środkami (większość jest zarezerwowana na realizację projektów unijnych) do obliczenia długu netto wykorzystaliśmy jedynie środki, których wykorzystanie zależy wyłącznie od spółki.
- W procesie liczenia WACC zmniejszyliśmy wysokość stopy wolnej od ryzyka z 5,5% do 5,24% (rentowność 10 letnich obligacji).
- Wycena została sporządzona na dzień 12 maja 2007 roku.

Model DCF

	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	44,22	47,53	53,20	60,06	67,03	73,09
EBIT [mln PLN]	3,89	4,65	5,69	7,04	8,46	9,59
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,74	0,88	1,08	1,34	1,61	1,82
NOPLAT [mln PLN]	3,15	3,77	4,61	5,70	6,86	7,76
Amortyzacja [mln PLN]	2,76	1,41	1,34	1,33	1,38	1,46
CAPEX [mln PLN]	-0,88	-1,19	-1,33	-1,50	-1,68	-1,83
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,84	-0,05	-0,09	-0,11	-0,11	-0,10
FCF [mln PLN]	1,19	3,94	4,53	5,42	6,45	7,30
Suma DFCF [mln PLN]	20,13					
Wartość rezydualna [mln PLN]	80,10					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	46,36	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	66,49					
Dług netto [mln PLN]	-1,46					
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	67,95					
Ilość akcji [tys.]	2,26					
Wartość kapitału na akcję [PLN]	30,1					

Przychody zmiana r/r	12%	8%	12%	13%	12%	9%
EBIT zmiana r/r	7%	27%	25%	20%	19%	13%
NOPLAT zmiana	24%	19%	22%	24%	20%	13%
Marża EBIT	9%	10%	11%	12%	13%	13%
Marża NOPLAT	7%	8%	9%	9%	10%	11%
CAPEX / Przychody	2%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	32%	84%	99%	113%	122%	125%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	82%	2%	2%	2%	2%	2%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Stopa wolna od ryzyka	5,24%	5,24%	5,24%	5,24%	5,24%	5,24%
Premia za ryzyko	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
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%
Udział kapitału własnego	98,5%	98,7%	98,8%	98,9%	99,1%	99,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	0,9%	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	25,5	27,0	28,9	30,0	31,2	32,5	34,0	37,7	42,5
	0,9	24,3	25,7	27,4	28,4	29,4	30,6	31,9	35,1	39,1
	1,0	23,3	24,6	26,1	26,9	27,9	28,9	30,1	32,8	36,3
	1,1	22,3	23,5	24,8	25,6	26,4	27,4	28,4	30,8	33,8
	1,2	21,4	22,5	23,7	24,4	25,2	26,0	26,9	29,0	31,6
	1,3	20,6	21,5	22,7	23,3	24,0	24,7	25,5	27,4	29,7
	1,4	19,8	20,7	21,7	22,3	22,9	23,5	24,3	25,9	28,0
	1,5	19,1	19,9	20,8	21,3	21,9	22,5	23,1	24,6	26,4
	1,6	18,4	19,1	20,0	20,5	21,0	21,5	22,1	23,4	25,0

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	40,3	38,0	35,9	34,9	34,0	33,2	32,3	30,8	29,4
	0,9	38,3	35,9	33,8	32,8	31,9	31,1	30,2	28,7	27,3
	1,0	36,4	34,0	31,9	31,0	30,1	29,2	28,4	26,9	25,5
	1,1	34,7	32,3	30,2	29,3	28,4	27,5	26,7	25,3	23,9
	1,2	33,2	30,8	28,7	27,8	26,9	26,0	25,3	23,8	22,5
	1,3	31,7	29,4	27,3	26,4	25,5	24,7	23,9	22,5	21,2
	1,4	30,4	28,1	26,0	25,1	24,3	23,5	22,7	21,3	20,1
	1,5	29,2	26,9	24,9	24,0	23,1	22,4	21,6	20,3	19,1
	1,6	28,1	25,8	23,8	22,9	22,1	21,3	20,6	19,3	18,1

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%	28,0	30,0	32,4	33,8	35,3	37,1	39,1	44,1	51,0
	3,5%	26,7	28,4	30,6	31,8	33,1	34,7	36,4	40,6	46,4
	4,0%	25,5	27,0	28,9	30,0	31,2	32,5	34,0	37,7	42,5
	4,5%	24,3	25,7	27,4	28,4	29,4	30,6	31,9	35,1	39,1
	5,0%	23,3	24,6	26,1	26,9	27,9	28,9	30,1	32,8	36,3
	5,5%	22,3	23,5	24,8	25,6	26,4	27,4	28,4	30,8	33,8
	6,0%	21,4	22,5	23,7	24,4	25,2	26,0	26,9	29,0	31,6
	6,5%	20,6	21,5	22,7	23,3	24,0	24,7	25,5	27,4	29,7
	7,0%	19,8	20,7	21,7	22,3	22,9	23,5	24,3	25,9	28,0

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W porównaniu wykorzystano parametry rynkowe ośmiu spółek, które są notowane na zagranicznych giełdach. Uwzględniliśmy prognozy finansowe na lata 2007-2008. Spółki wykorzystane do analizy porównawczej zajmują się szeroko rozumianym doradztwem gospodarczym i ich profil jest zbliżony do DGA (główną cechą różniącą DGA i firmy zagraniczne, poza skalą działalności i potencjałem, jest oferta zaawansowanych produktów informatycznych wspomagających działalność konsultingową).

Analizę spółek oparto na czterech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA, P/CE i EV/S. Wskaźnikowi P/E przypisaliśmy wagę 40%, pozostałym daliśmy wagę 20%. Analiza porównawcza oparta jest na dwóch latach w związku z tym ustaliliśmy wagę dla każdego roku po 50%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Z uwagi na stosunkowo małą skalę działalności DGA, portfel usług oraz pozycję konkurencyjną w stosunku do porównywanych spółek postanowiliśmy otrzymaną cenę obniżyć o 10%, a wagę tej wyceny w końcowej wycenie ustaliliśmy na poziomie 30%.

Wycena porównawcza

	P/E		EV/EBITDA		P/CE		EV/S	
	2007P	2008P	2007P	2008P	2007P	2008P	2007P	2008P
Accenture Ltd	21,1	18,8	7,3	6,2	22,3	20,2	1,1	0,9
Capgemini SA	26,3	23,4	12,9	11,9	20,1	18,2	1,1	1,1
CGI Group Inc	18,8	16,9	6,0	5,3	9,7	9,2	0,8	0,8
Cognizant Technology Solutions Corp	39,1	29,6	25,2	17,7	34,0	25,7	5,1	3,6
Hewitt Associates Inc	24,4	18,2	8,1	6,4	11,2	10,3	1,0	0,9
IDS Scheer	24,8	19,8	12,3	9,6	19,6	16,0	1,7	1,5
Sapient Corp	23,7	18,0	12,9	8,7	26,7	19,5	1,2	0,9
Watson Wyatt Worldwide Inc	21,4	19,0	8,5	7,8	14,1	13,2	1,3	1,2
Mediana	24,0	18,9	10,4	8,2	19,9	17,1	1,1	1,0
Wycena wg wskaźnika	43,3	35,0	32,4	25,4	60,0	42,4	24,0	23,0
Waga roku	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	39,2		28,9		51,5		23,5	
Waga wskaźnika	40%		20%		20%		20%	
Dyskonto	10%							
Wycena 1 akcji [PLN]	32,7							

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

WYNIKI FINANSOWE

Wyniki za IQ'07 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnie oceniamy wzrost rentowności, niemniej niepokój może budzić mała dynamika wzrostu przychodów. W IQ'07 segment związany z projektami europejskimi wygenerował ponad 73% zysku brutto na sprzedaży. Zwracamy także uwagę, na wyraźną poprawę rentowności w segmencie konsultingu, gdzie marża brutto na sprzedaży od dwóch kwartałów kształtuje się na poziomie niespełna 34% (w naszym modelu dla roku 2007 założyliśmy rentowność tego segmentu na poziomie 27%).

W dalszym ciągu widać problemy w segmencie technologii informatycznych, niemniej podtrzymujemy nasze założenia, że w tym obszarze działalności DGA wypracuje dodatni wynik.

Negatywny wpływ na wyniki skonsolidowane miała także strata PBS DGA, która spowodowała, że wynik DGA obniżył się o niemal 0,16 mln PLN. Spółka ta cechuje się dużą sezonowością i pierwszy kwartał jest dla niej najsłabszym okresem.

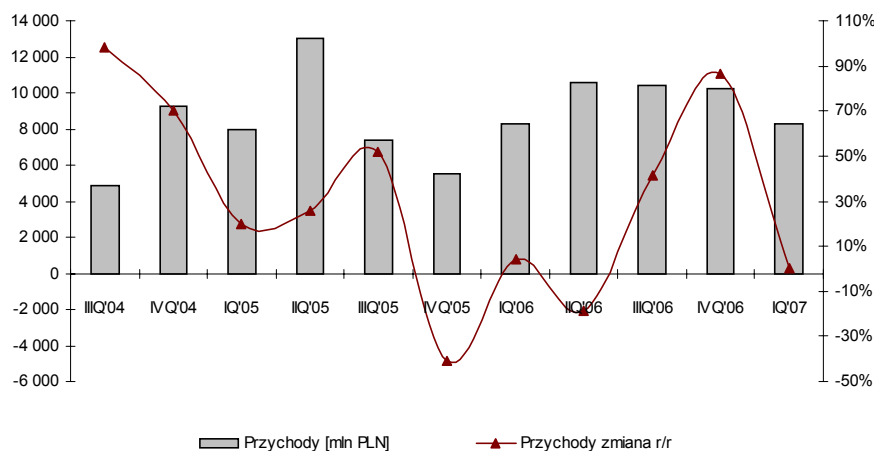
Wyniki finansowe DGA [tys. PLN]

	IQ'06	IQ'07	zmiana r/r	IIQ'05-IQ'06	IIQ'06-IQ'07	zmiana r/r
Przychody	8 272	8 288	0,2%	34 127	39 535	15,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	2 127	2 212	4,0%	6 878	11 758	71,0%
EIBTDA	409	890	117,6%	-2 173	7 098	
EBIT	-255	197		-4 540	4 135	
Zysk (strata) netto	-418	484		-4 447	4 043	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,7%	26,7%		20,2%	29,7%	
Marża EBITDA	4,9%	10,7%		-6,4%	18,0%	
Marża EBIT	-3,1%	2,4%		-13,3%	10,5%	
Marża zysku netto	-5,1%	5,8%		-13,0%	10,2%	

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

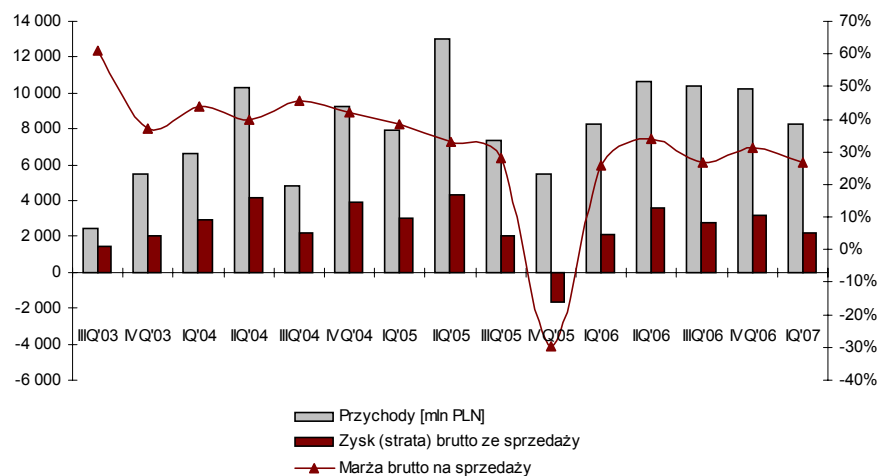
Sytuacja DGA jest stabilna. Na koniec marca br. DGA miało 26,95 mln PLN środków obrotowych, w tym 13,9 mln PLN środków pieniężnych przy zobowiązaniach i rezerwach na poziomie 15,29 mln PLN.

Dynamika przychodów



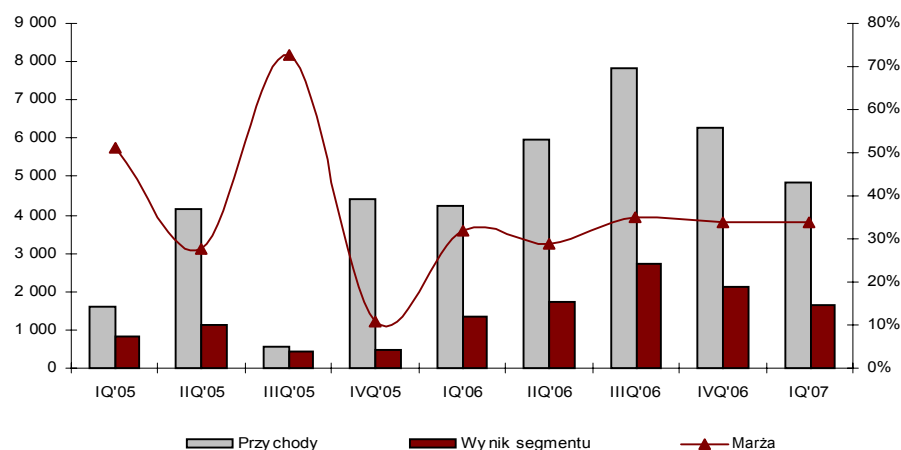
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

Wynik brutto na sprzedaży w ujęciu kwartalnym



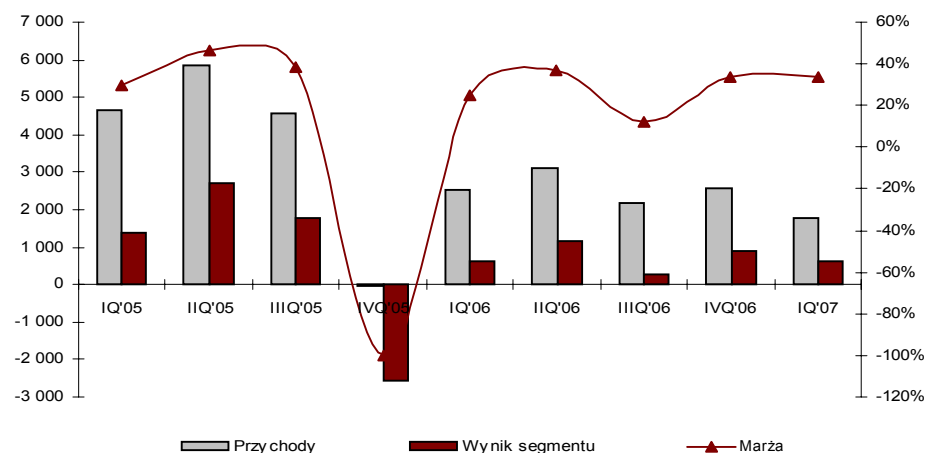
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., raporty okresowe spółki

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	8,31	8,09	8,08	8,25	8,55	8,92
Wartości niematerialne i prawne	4,15	2,56	1,24	1,05	0,96	0,94	0,95	0,99
Rzeczowe aktywa trwałe	5,20	4,24	3,56	3,51	3,60	3,79	4,08	4,41
Inwestycje długoterminowe	0,25	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02	3,02
Aktywa obrotowe	20,20	30,28	33,51	37,59	42,95	48,99	55,69	62,32
Zapasy	0,32	0,32	0,43	0,46	0,52	0,58	0,65	0,71
Należności krótkoterminowe	10,22	14,50	16,70	17,96	20,10	22,69	25,32	27,61
Inwestycje krótkoterminowe	9,66	15,46	16,38	19,17	22,33	25,72	29,71	33,99
Aktywa razem	30,38	40,59	41,82	45,68	51,03	57,24	64,24	71,24
Kapitał własny	17,44	20,62	23,29	25,85	28,98	32,50	36,77	41,39
Kapitał podstawowy	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
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	18,53	19,83	22,05	24,74	27,47	29,84
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	17,66	18,96	21,18	23,86	26,60	28,97
Pasywa razem	30,38	40,59	41,82	45,68	51,03	57,24	64,24	71,24
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody netto ze sprzedaży	31,28	39,52	44,22	47,53	53,20	60,06	67,03	73,09
Koszty sprzedanych produktów, tow. i materiałów	24,21	28,44	30,35	32,39	36,20	40,97	45,72	49,91
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,08	11,08	13,87	15,14	17,00	19,10	21,31	23,18
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	9,65	9,28	10,13	10,64	11,30	12,05	12,84	13,59
Zysk (strata) na sprzedaży	-2,57	1,81	3,74	4,51	5,70	7,05	8,47	9,60
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,77	1,32	0,15	0,14	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Udział w zyskach jedn. (met. praw własności)	0,17	0,55	0,04	0,34	0,56	0,46	0,49	0,51
EBIT	-3,16	3,68	3,93	4,99	6,25	7,50	8,95	10,10
Saldo działalności finansowej	-0,37	-0,42	0,54	0,17	0,20	0,08	0,11	0,14
Zysk (strata) brutto	-3,53	3,26	4,47	5,16	6,45	7,58	9,06	10,23
Zysk (strata) netto	-3,38	3,19	4,07	4,18	5,22	6,14	7,34	8,29
Wybrane pozycje CF [mln PLN]	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	6,16	7,74	3,03	5,54	6,49	7,37	8,58	9,59
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,26	-1,89	-0,80	-1,09	-1,20	-1,34	-1,48	-1,60
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-1,16	-0,29	-1,31	-1,66	-2,13	-2,65	-3,11	-3,71
Przepływy pieniężne netto	2,74	5,57	0,92	2,79	3,16	3,39	3,99	4,28
Środki pieniężne na początek okresu	6,92	9,66	15,24	16,16	18,95	22,11	25,50	29,49
Środki pieniężne na koniec okresu	9,66	15,24	16,16	18,95	22,11	25,50	29,49	33,77

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody zmiana r/r	11,9%	7,5%	11,9%	12,9%	11,6%	9,0%
EBITDA zmiana r/r	1,2%	-4,3%	18,5%	16,4%	16,9%	11,9%
EBIT zmiana r/r	6,8%	27,0%	25,2%	20,1%	19,3%	12,8%
Zysk netto zmiana r/r	27,6%	2,8%	24,9%	17,6%	19,5%	13,0%
Marża brutto na sprzedaży	31,4%	31,9%	32,0%	31,8%	31,8%	31,7%
Marża EBITDA	15,1%	13,5%	14,3%	14,7%	15,4%	15,8%
Marża EBIT	8,9%	10,5%	11,7%	12,5%	13,4%	13,8%
Marża brutto	10,1%	10,9%	12,1%	12,6%	13,5%	14,0%
Marża netto	9,2%	8,8%	9,8%	10,2%	10,9%	11,3%
COGS / przychody	68,6%	68,1%	68,0%	68,2%	68,2%	68,3%
SG&A / przychody	22,9%	22,4%	21,2%	20,1%	19,1%	18,6%
SG&A / COGS	33,4%	32,8%	31,2%	29,4%	28,1%	27,2%
ROE	18,5%	17,0%	19,0%	20,0%	21,2%	21,2%
ROA	9,9%	9,6%	10,8%	11,3%	12,1%	12,2%
ROE - WACC	10,3%	8,8%	10,8%	11,8%	13,0%	13,0%
ROA - WACC	1,7%	1,3%	2,6%	3,1%	3,9%	4,0%
Stopa zadłużenia	44%	43%	43%	43%	43%	42%
Dług	0,608	0,608	0,608	0,608	0,608	0,608
Odsetki / EBIT	13,6%	3,4%	3,2%	1,0%	1,2%	1,3%
Dług / kapitał własny	2,6%	2,4%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%
Dług netto	-3,6	-4,7	-6,7	-8,3	-9,7	-11,2
Dług netto / kapitał własny	-15%	-18%	-23%	-26%	-26%	-27%
Dług netto / EBITDA	-54%	-73%	-88%	-94%	-94%	-97%
Dług netto / EBIT	-91%	-94%	-107%	-111%	-109%	-111%
EV	49,5	48,4	46,4	44,8	43,4	41,9
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	32%	84%	99%	113%	122%	125%
Amortyzacja / Przychody	6,2%	3,0%	2,5%	2,2%	2,1%	2,0%
Zmiana KO / Przychody	9%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	82%	2%	2%	2%	2%	2%
Wskaźniki rynkowe	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
MC/S	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
P/E	13,0	12,7	10,2	8,6	7,2	6,4
P/BV	2,3	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3
P/CE	7,8	9,5	8,1	7,1	6,1	5,4
EV/EBITDA	7,4	7,6	6,1	5,1	4,2	3,6
EV/EBIT	12,6	9,7	7,4	6,0	4,8	4,1
EV/S	1,1	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6
FCF/EV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
BVPS	10,3	11,4	12,8	14,4	16,3	18,3
EPS	1,8	1,9	2,3	2,7	3,2	3,7
CEPS	3,0	2,5	2,9	3,3	3,9	4,3
FCFPS	0,5	1,5	1,6	1,8	2,0	2,1
DPS	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4	1,6
Payout ratio	40%	40%	50%	50%	50%	50%
DYield	2,4%	3,1%	3,9%	4,9%	5,8%	6,9%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
p.o. Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji
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 po raz pierwszy udostępniony publicznie 14 maja 2007 roku (tydzień po udostępnieniu klientom BDM).

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 IIQ'07		
Poprzednia rekomendacja	kupuj	Kupuj	1	100%
Wycena poprzedniej rekomendacji	29,3	Akumuluj	0	
Data poprzedniej rekomendacji	18 grudzień 2006	Trzymaj	0	
Cena w dniu wydania rekomendacji	21,76	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