

BROKER FM

RMF dystansuje konkurencję

Grupa Broker FM konsekwentnie realizuje swoją strategię wzrostu przychodów przy jednoczesnej poprawie rentowności oraz kontroli ryzyka. Rynek reklamy radiowej wzrósł w III kwartale 2005 r. w porównaniu do III kwartału 2004 r. o ok. 12%, przychody Brokera wzrosły w tym czasie o 12.8%. Przeciwnie do innych spółek branży medialnej wydatki komitetów wyborczych miały niewielki wpływ na przychody spółki (1% wszystkich kampanii reklamowych we wrześniu), RMF nie udziela rabatów na kampanie wyborcze. Istotny wpływ na wyniki miała kampania rebrandingu Idea na Orange, RMF wykonał 70% budżetu radiowego tej kampanii.

poprzednia rekomendacja: akumuluj

akumuluj

| | |
|----------------------|--------------|
| Cena (16/11/2005) | 98.3 |
| Cena docelowa | 111.2 |

| | Przychody | EBIT | EBITDA | Zysk brutto | Zysk netto | EPS | CEPS | BVPS | P/E | P/BV | EV /EBIT | EV /EBITDA | ROE (%) |
|-------|-----------|------|--------|-------------|------------|-----|------|------|-------|------|----------|------------|---------|
| 2003 | 144.9 | 21.5 | 27.7 | 5.4 | 2.5 | 0.8 | 2.6 | 1.4 | 129.1 | 69.5 | 14.4 | 11.2 | 53.9 |
| 2004 | 150.0 | 20.2 | 26.0 | 10.8 | 10.2 | 3.1 | 4.8 | 4.5 | 31.8 | 21.8 | 15.3 | 11.9 | 68.6 |
| 2005p | 169.9 | 24.7 | 31.7 | 23.0 | 18.8 | 5.7 | 7.8 | 13.5 | 17.2 | 7.3 | 12.5 | 9.8 | 42.3 |
| 2006p | 185.0 | 28.6 | 35.5 | 26.2 | 21.8 | 6.6 | 8.7 | 15.2 | 14.9 | 6.4 | 10.8 | 8.7 | 43.3 |
| 2007p | 198.6 | 30.7 | 37.5 | 29.1 | 24.4 | 7.4 | 9.4 | 16.0 | 13.3 | 6.1 | 10.1 | 8.2 | 46.1 |

2003-2004 według PSR, prognozy Millennium DM, mln PLN, MSSF;

Niewielkie wpływy z kampanii wyborczych

Według szacunków zarządu Brokera FM, kampanie wyborcze stanowiły nieco ponad 1% całości kampanii radiowych w miesiącu wrześniu. Około 90% tych budżetów trafiło do Radia Zet. Zarząd Grupy świadomie i celowo, zgodnie z wieloletnią strategią nie udzielał żadnych rabatów na kampanie wyborcze, co spowodowało, że Grupa BROKER nie była beneficjentem tych środków. Polityka taka stosowana jest przez Radio RMF FM od początku jego funkcjonowania. Pozwala to na zachowanie statusu radia niezależnego, nie popierającego żadnej opcji politycznej, co przekłada się na poziom słuchalności zarówno w omawianym okresie jak również w przeszłości. Wybory traktujemy jako zdarzenie jednorazowe, w związku z tym struktura przychodów bez istotnego udziału kampaniami wyborczymi daje większe prawdopodobieństwo powtarzalności.

Wysoka słuchalność

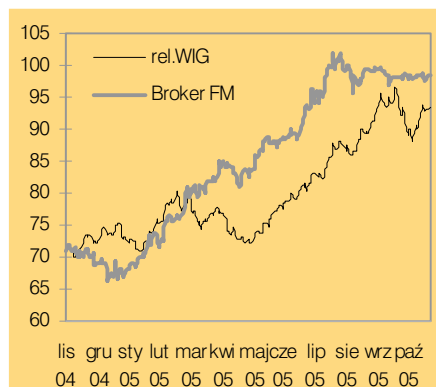
Wyniki badań słuchalności instytutu SMG/KRC za III kwartał 2005 wskazują na zdecydowane umocnienie pozycji radia RMF FM. Udział w rynku słuchalności RMF FM przekroczył w III kwartale 2005 roku poziom 23%. Różnica pomiędzy RMF FM a bezpośrednim konkurentem tj. Radiem ZET była najwyższa od 2.5 roku i systematycznie rosła w III kwartale, osiągając rekordowo wysoki poziom 6,5%, co wskazuje, że RMF FM ma wyniki o 39% lepsze niż Radio ZET.

Ceniona grupa docelowa

Wyniki słuchalności RMF przez grupę docelową obejmującą mieszkańców miast w wieku 20-45 lat osiągnęły w III kwartale 2005 roku poziom 26.1%. Radio ZET zanotowało 18.2%. Jest to szczególnie atrakcyjna grupa pod względem komercyjnym, ponieważ dotarcie do osób w wieku 20-45, mieszkających w miastach, jest najistotniejsze dla wielu reklamodawców.

Rekomendacja

Uwzględniając dobre wyniki Brokera za III kw. 2005, nieznacznie podwyższyliśmy prognozy wyników spółki co wpłynęło na wzrost wyceny o 4.5%. Biorąc pod uwagę 13% rozbieżność naszej wyceny do kursu giełdowego rekomendujemy akumulowanie walorów spółki.



| | |
|---------------------------|------------|
| Max/min 52 tygodnie (PLN) | 102 / 66.2 |
| Liczba akcji (mln) | 3.3 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 283.1 |
| EV (mln PLN) | 309.0 |
| Free float (mln PLN) | 143.6 |
| Średni obrót (mln PLN) | 0.2 |

| | |
|---------------------|---------------|
| Główny akcjonariusz | S.Tyczyński |
| % akcji, % głosów | 28.87 / 38.14 |

| | 1 m | 3 m | 12 m |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Zmiana ceny (%) | -0.1% | -1.5% | 38.6% |
| Zmiana rel. WIG (%) | 4.0% | 7.3% | 31.4% |

Piotr Her

(022) 598 26 81

piotr.her@millenniumdm.pl

Wyniki Brokera FM w III kwartale 2005 (według MSSF)

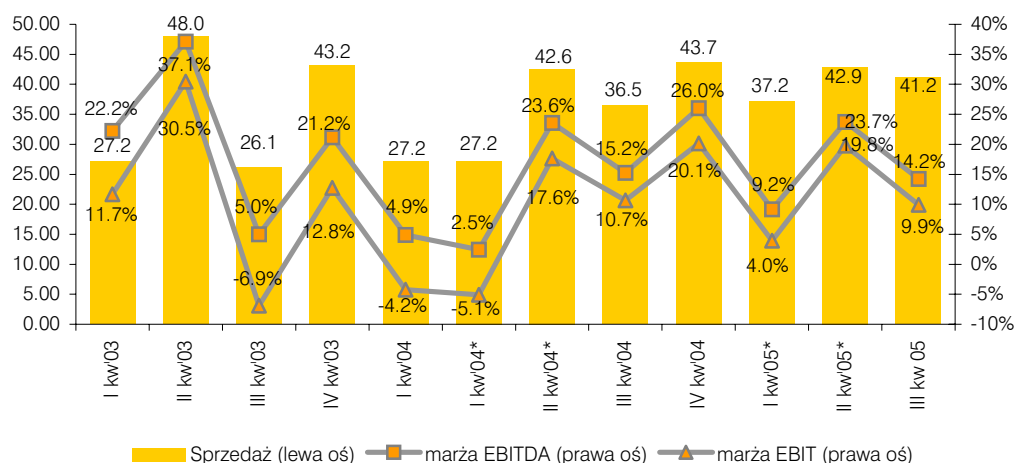
| | III kw. '04 | III kw. '05 | zmiana (%) | I-III kw.04 | I-III kw.05 | zmiana (%) | 2004 | prognoza 2005 | zmiana (%) | % wykonanie prognozy |
|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------|---------------|------------|----------------------|
| Sprzedaż | 36.5 | 41.2 | 12.8% | 106.3 | 121.2 | 14.0% | 150.0 | 169.9 | 13.3% | 71.3% |
| EBITDA | 5.6 | 5.9 | 5.5% | 16.3 | 19.4 | 19.5% | 26.0 | 31.7 | 21.7% | 61.4% |
| EBIT | 3.9 | 4.1 | 4.6% | 10.0 | 14.0 | 40.1% | 20.2 | 24.7 | 22.1% | 56.8% |
| Zysk netto | 2.9 | 3.7 | 28.6% | 5.0 | 13.0 | 161.4% | 10.2 | 18.8 | 85.1% | 69.0% |
| Marża EBIT | 10.7% | 9.9% | | 9.4% | 11.6% | | 13.5% | 14.5% | | |
| Marża netto | 8.0% | 9.1% | | 4.7% | 10.7% | | 6.8% | 11.1% | | |

Źródło: Broker FM S.A.

Wyniki kwartalne

Przychody ze sprzedaży za III kwartał 2005 roku wyniosły 41.5 mln PLN i były wyższe o 12.8% w stosunku do przychodów w analogicznym okresie 2004 roku. Największy wzrost zanotowano w segmencie pośrednictwa oraz w segmencie agencyjnym, a szczególnie w ramach organizacji imprez masowych, co jest wynikiem pozyskania kontraktu na organizację koncertu Stinga w związku z wprowadzeniem na polski rynek marki Orange. Dzięki wzrostowi przychodów oraz redukcji kosztów, Grupa BROKER w III kwartale 2005 roku wypracowała 4.1 mln PLN zysku operacyjnego wobec 3.9 przed rokiem. W wynikach za trzy kwartały 2005 r. widoczne są skutki decyzji związanych z rozwiązaniem umowy leasingu finansowego obiektów w Alwerni - koszty finansowe zmniejszyły się odpowiednio w trzech kwartałach 2005 roku o 2.206 tys. zł w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Ponadto zanotowano dodatni wpływ na wynik jednostki stowarzyszonej "Interia.PL" S.A. (0.21 mln PLN w III kwartale 2005 wobec straty w wysokości 0.33 mln PLN w III kwartale 2004). Wszystkie wyżej wymienione czynniki poprawiły wynik netto, który ukształtował się na poziomie 3.7 mln PLN w III kwartale 2005 w stosunku do 2.9 mln PLN w III kwartale 2004 co oznacza wzrost o 28.6%.

Sprzedaż oraz rentowność spółki Broker FM



* - według MSSF

Źródło: Broker FM S.A.

Wycena

Wyceny spółki Broker FM dokonaliśmy za pomocą metody DCF oraz porównawczej do zagranicznych spółek. Każdą z tych wycen potraktowaliśmy na równi, otrzymując wartość 367 mln PLN (111.2 PLN na 1 akcję).

Podsumowanie wyceny

| Metoda wyceny | Wycena Broker FM (mln PLN) | Wycena na akcję (PLN) |
|---|-------------------------------|--------------------------|
| Wycena porównawcza - spółki zagraniczne | 373.6 | 113.2 |
| Wycena DCF | 360.3 | 109.2 |
| Średnia z wycen | 367.0 | 111.2 |

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe (free cash flow to firm) obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników spółki do roku 2014. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji rządowych. Na podstawie metody DCF szacujemy wartość spółki na 360.3 mln PLN, co oznacza 109.2 PLN za 1 akcję spółki.

Wycena DCF

| (mln PLN) | 2005p | 2006p | 2007p | 2008p | 2009p | 2010p | 2011p | 2012p | 2013p | 2014p | >2014 |
|-------------------------------------|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------------------|
| sprzedaż | 169.9 | 185.0 | 198.6 | 209.2 | 219.1 | 229.4 | 240.3 | 251.6 | 263.5 | 276.0 | |
| zmiana sprzedaży | 13.3% | 8.9% | 7.4% | 5.3% | 4.8% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | |
| marża EBIT | 14.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | |
| EBIT | 24.7 | 28.6 | 30.7 | 32.4 | 34.0 | 35.6 | 37.3 | 39.1 | 40.9 | 42.9 | |
| Zmiana EBIT | 22.1% | 15.7% | 7.5% | 5.4% | 4.9% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | |
| stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | |
| amortyzacja | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 6.9 | 6.9 | 7.0 | 7.0 | 7.1 | 7.1 | 7.1 | |
| amortyzacja znaku tow. | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | |
| inwestycje | -4.9 | -4.9 | -5.0 | -15.4 | -5.6 | -5.7 | -5.7 | -5.8 | -5.8 | -5.8 | |
| zmiana kap.obrotowego | -6.1 | -6.0 | -2.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | |
| FCF | 16.0 | 19.1 | 24.6 | 18.4 | 29.5 | 30.8 | 32.2 | 33.6 | 35.2 | 36.7 | 507.0 |
| zmiana FCF | | 19.1% | 28.5% | -24.9% | 60.0% | 4.4% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 3.0% |
| dlug/kapitał | 34% | 22% | 14% | 8% | 5% | 3% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| stopa wolna od ryzyka | 4.6% | 4.9% | 5.2% | 5.5% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.0% |
| premia kredytowa | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 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 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| koszt długu | 5.0% | 5.2% | 5.4% | 5.6% | 5.7% | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.3% |
| koszt kapitału | 10.1% | 10.4% | 10.7% | 11.0% | 11.1% | 11.1% | 11.1% | 11.2% | 11.2% | 11.2% | 10.5% |
| WACC | 8.4% | 9.3% | 10.0% | 10.5% | 10.8% | 10.9% | 11.0% | 11.1% | 11.2% | 11.1% | 10.5% |
| PV (FCF) | 15.4 | 16.7 | 19.4 | 13.0 | 18.6 | 17.4 | 16.3 | 15.3 | 14.3 | 13.5 | 196.9 |
| Wartość DCF (mln PLN) | 356.7 | | | | | | | | | | w tym zdysk. wartość rezydualna 196.9 |
| Dług netto | 25.9 | | | | | | | | | | |
| Wartość udziału w spółce Interia.pl | 29.4 | | | | | | | | | | |
| wycena DCF (mln PLN) | 360.3 | | | | | | | | | | |
| wycena DCF na 1 akcję (PLN) | 109.2 | | | | | | | | | | |

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą porównawczą

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem spółek o profilu działalności zbliżonym do działalności Brokera (właściciele stacji radiowych). Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E, które naszym zdaniem są najczęściej brane pod uwagę przez inwestorów. Wycenę porównawczą oparliśmy na danych finansowych za lata 2005-2007, przy czym wycenie na podstawie danych za 2005 rok przypisaliśmy wagę 20% podczas gdy lata 2006 i 2007 otrzymały wagę 40%. Spółkę Broker FM wyceniamy za pomocą metody porównawczej na poziomie 373.6 mln PLN, co daje wynik 113.2 PLN na 1 akcję.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

| Spółka | Ticker | Państwo | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | P/E | | |
|------------------------------|--------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2005 | 2006 | 2007 | 2005 | 2006 | 2007 | 2005 | 2006 | 2007 |
| AUSTEREO GROUP LIMITED | AEO | Australia | 11.1 | 11.2 | 10.4 | 13.07 | 13.55 | 12.59 | 16.57 | 16.47 | 15.00 |
| NRJ GROUP | NRG | Francja | 11.5 | 12.2 | 10.1 | 13.90 | 15.48 | 12.82 | 18.11 | 24.38 | 19.94 |
| GCAP MEDIA PLC | GCAP | Wlk. Brytania | 11.1 | 8.1 | 5.8 | 12.32 | 11.63 | 8.22 | 17.58 | 10.58 | 8.97 |
| P4 RADIO HELE NORGE ASA | PFI | Norwegia | 9.5 | 8.1 | 7.6 | 11.01 | 9.16 | 8.12 | 16.32 | 13.52 | 12.42 |
| CUMULUS MEDIA INC-CL A | CMLS | USA | 11.9 | 11.3 | 10.9 | 15.54 | 13.97 | 11.64 | 28.31 | 22.56 | 17.43 |
| BEASLEY BROADCAST GRP INC -A | BBGI | USA | 15.3 | 14.4 | 13.2 | 15.55 | 14.76 | 14.31 | 27.64 | 25.07 | 22.26 |
| COX RADIO INC-CL A | CXR | USA | 12.1 | 11.7 | 11.4 | 13.25 | 12.59 | 11.92 | 20.31 | 18.65 | 18.05 |
| ENTERCOM COMMUNICATIONS CORP | ETM | USA | 11.6 | 10.9 | 10.4 | 12.96 | 12.04 | 10.64 | 19.08 | 18.26 | 17.43 |
| RADIO ONE INC-CL A | ROIA | USA | 10.2 | 9.4 | 8.7 | 11.22 | 10.03 | 9.23 | 21.34 | 38.46 | 17.56 |
| REGENT COMMUNICATIONS INC | RGCI | USA | 14.8 | 13.1 | 12.6 | 20.98 | 17.52 | 14.47 | 35.47 | 27.78 | 25.60 |
| Mediana | | | 11.5 | 11.2 | 10.4 | 13.2 | 13.1 | 11.8 | 19.7 | 20.6 | 17.5 |

| | dlug netto | EBITDA | | | EBIT | | | Zysk netto | | |
|-----------------------------------|------------|--------|------|------|------|------|------|------------|------|------|
| Wyniki spółki Broker FM (mln PLN) | 25.9 | 31.7 | 35.5 | 37.5 | 24.7 | 28.6 | 30.7 | 18.8 | 21.8 | 24.4 |

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

| | | | | | | | | | |
|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 340 | 373 | 365 | 299 | 348 | 336 | 371 | 448 | 427 |
|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

Waga

| | | | | | | | | |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 20% | 40% | 40% | 20% | 40% | 40% | 20% | 40% | 40% |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

Wycena (mln PLN)

373.6

Wycena na 1 akcję (PLN)

113.2

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski SA

Sprawozdania finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

| | 2003 | 2004 | 2005p | 2006p | 2007p | 2008p |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| przychody netto | 144.9 | 150.0 | 169.9 | 185.0 | 198.6 | 209.2 |
| koszty wytworzenia | 112.7 | 122.6 | 134.0 | 145.9 | 156.7 | 165.0 |
| zysk brutto na sprzedaży | 32.2 | 27.4 | 35.9 | 39.1 | 42.0 | 44.2 |
| koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 8.3 | 8.7 | 9.2 | 10.0 | 10.7 | 11.3 |
| saldo pozostałej działalności operacyjnej | -2.4 | 1.6 | -2.0 | -0.5 | -0.5 | -0.5 |
| EBITDA | 27.7 | 26.0 | 31.7 | 35.5 | 37.5 | 40.1 |
| EBIT | 21.5 | 20.2 | 24.7 | 28.6 | 30.7 | 32.4 |
| saldo finansowe | -9.4 | -5.6 | -1.7 | -2.4 | -1.6 | -1.2 |
| saldo zdarzeń nadzwyczajnych | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| odpis w-ści firmy jednostek podporządkow | 6.6 | 3.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| zysk przed opodatkowaniem | 5.4 | 10.8 | 23.0 | 26.2 | 29.1 | 31.2 |
| podatek dochodowy | 1.0 | -0.4 | 4.4 | 5.0 | 5.5 | 5.9 |
| Udział w zyskach netto jednostek podporz | -1.9 | -1.0 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 0.8 |
| zysk netto | 2.5 | 10.2 | 18.8 | 21.8 | 24.4 | 26.1 |
| EPS | 0.8 | 3.1 | 5.7 | 6.6 | 7.4 | 7.9 |

Bilans (mln PLN)

| | 2003 | 2004 | 2005p | 2006p | 2007p | 2008p |
|---|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| aktywa trwałe | 127.3 | 48.6 | 59.2 | 57.2 | 55.4 | 63.1 |
| wartości niematerialne i prawne | 5.8 | 4.8 | 20.3 | 19.6 | 19.0 | 27.4 |
| wartość firmy jednostek podporządkowanych | 15.1 | 11.2 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| rzeczowe aktywa trwałe | 16.1 | 14.7 | 20.5 | 19.1 | 17.9 | 17.2 |
| należności długoterminowe | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| inwestycje długoterminowe | 88.9 | 14.3 | 14.3 | 14.3 | 14.3 | 14.3 |
| rozliczenia międzyokresowe | 0.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| aktywa obrotowe | 27.0 | 28.6 | 62.1 | 58.5 | 57.3 | 54.4 |
| zapasy | 2.7 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| należności krótkoterminowe | 19.1 | 25.2 | 33.0 | 38.5 | 41.4 | 43.6 |
| inwestycje krótkoterminowe | 3.3 | 1.3 | 26.7 | 17.5 | 13.3 | 8.2 |
| rozliczenia międzyokresowe | 1.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| aktywa razem | 154.3 | 77.2 | 121.2 | 115.7 | 112.6 | 117.5 |
| kapitał własny | 4.7 | 14.8 | 44.5 | 50.2 | 52.9 | 59.5 |
| zobowiązania i rezerwy, w tym: | 141.9 | 59.2 | 73.6 | 62.3 | 56.6 | 54.9 |
| zobowiązania finansowe | 96.7 | 16.1 | 27.2 | 16.3 | 9.8 | 5.9 |
| rozliczenia międzyokresowe | 7.7 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| pasywa razem | 154.3 | 77.2 | 121.2 | 115.7 | 112.6 | 117.5 |
| BVPS | 1.4 | 4.5 | 13.5 | 15.2 | 16.0 | 18.0 |

lata 2003-2004 według PSR, od 2005 według MSSF

Źródło: Broker FM; prognozy Millennium DM

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

| | 2003 | 2004 | 2005p | 2006p | 2007p | 2008p |
|---|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| wynik netto | 2.5 | 10.2 | 18.8 | 21.8 | 24.4 | 26.1 |
| amortyzacja | 12.8 | 9.7 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 7.7 |
| zmiana kapitału obrotowego | 14.3 | -21.5 | -6.1 | -6.0 | -2.1 | -0.1 |
| gotówka z działalności operacyjnej | 40.2 | 2.3 | 22.1 | 25.2 | 30.6 | 34.7 |
| inwestycje (capex) | -27.0 | -3.7 | -4.9 | -4.9 | -5.0 | -15.4 |
| gotówka z działalności inwestycyjnej | 51.8 | 2.9 | -4.9 | -4.9 | -5.0 | -15.4 |
| wypłata dywidendy | -3.2 | 0.0 | 0.0 | -16.0 | -21.8 | -19.5 |
| emisja akcji | 3.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| zmiana zadłużenia | -64.9 | 1.0 | 11.1 | -10.9 | -6.5 | -3.9 |
| gotówka z działalności finansowej | -91.6 | -7.3 | 8.2 | -29.5 | -29.9 | -24.4 |
| zmiana gotówki netto | 0.3 | -2.0 | 25.4 | -9.2 | -4.2 | -5.1 |
| środki na koniec okresu | 3.3 | 1.3 | 26.7 | 17.5 | 13.3 | 8.2 |
| DPS | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 4.9 | 6.6 | 5.9 |
| CEPS | 2.6 | 4.8 | 7.6 | 8.4 | 9.2 | 10.0 |

Wskaźniki (%)

| | 2003 | 2004 | 2005p | 2006p | 2007p | 2008p |
|--------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| zmiana sprzedaży | 20.7 | 3.5 | 13.3 | 8.9 | 7.4 | 5.3 |
| zmiana EBIT | 81.6 | -5.8 | 22.1 | 15.7 | 7.5 | 5.4 |
| zmiana EBITDA | 49.7 | -5.9 | 21.7 | 11.9 | 5.8 | 6.9 |
| zmiana zysku netto | 0.0 | 306.0 | 85.1 | 15.5 | 12.2 | 6.9 |
| marża EBITDA | 19.1 | 17.4 | 18.6 | 19.2 | 18.9 | 19.2 |
| marża EBIT | 14.8 | 13.5 | 14.5 | 15.5 | 15.5 | 15.5 |
| marża netto | 1.7 | 6.8 | 11.1 | 11.8 | 12.3 | 12.5 |
| sprzedaż/aktywa (x) | 0.9 | 1.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| dług / kapitał (x) | 20.8 | 1.1 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| odsetki / EBIT | 39.0 | 23.9 | 11.6 | 9.3 | 5.2 | 2.9 |
| stopa podatkowa | 19.3 | -3.4 | 19.0 | 19.0 | 19.0 | 19.0 |
| ROE | 53.9 | 68.6 | 42.3 | 43.3 | 46.1 | 43.9 |
| ROA | 1.6 | 13.2 | 15.5 | 18.8 | 21.7 | 22.2 |
| dług (gotówka) netto (mln PLN) | 93.5 | 14.8 | 0.5 | -1.2 | -3.5 | -2.3 |

lata 2003-2004 według PSR, od 2005 według MSSF

Źródło: Broker FM; prognozy Millennium DM

Departament Analiz

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

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

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

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

Wojciech Wasilewski
Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 59
wojciech.wasilewski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk
informatyka, Internet

Asystent

Sprzedaz

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

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 65
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka
+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytula
+22 598 26 68
marek.prytula@millenniumdm.pl

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

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIX
02-017 Warszawa Polska

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Redan, Artman, Techmex, Broker FM, COMP Rzeszów, FAM, Ciech, Śrubex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 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 Papierów Wartościowych i Gield. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferty 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 nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

| Spółka | Rekomendacja | Data wydania rekomendacji | Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji |
|-----------|--------------|---------------------------|--|
| Broker FM | Akumuluj | 22 sie 05 | 95.6 |
| Broker FM | Neutralnie | 24 maj 05 | 85.8 |

| Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2005 roku | | | |
|--|---------------------|----------|--|
| | Liczba rekomendacji | % udział | |
| Kupuj | 6 | 25% | |
| Akumuluj | 8 | 33% | |
| Neutralnie | 10 | 42% | |
| Redukuj | 0 | 0% | |
| Sprzedaj | 0 | 0% | |

| Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej* | | | |
|--|---|-----|--|
| Kupuj | 2 | 33% | |
| Akumuluj | 4 | 67% | |
| Neutralnie | | | |
| Redukuj | | | |
| Sprzedaj | | | |

ostatnie 12 miesięcy*