

# Kogeneracja

poprzednia rekomendacja: akumuluj

## akumuluj

Cena (14/08/2006)	48.0
<b>Cena docelowa</b>	<b>54.4</b>

## Wyniki kwartalne

Skonsolidowane wyniki finansowe spółki za II kw. br. były gorsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Pozytywnie oceniamy wzrost sprzedaży (głównie dzięki wyższej sprzedaży energii elektrycznej), jednak zarówno EBIT, jak również wynik netto jest gorszy niż w II kw. 2005r. Zauważamy wysoką sezonowość w spółkach z Grupy, ale także wpływ zdarzeń jednorazowych, które zaburzają pełną porównywalność okresów kwartalnych. Pozytywnie oceniamy poprawę wyników w okresach półrocznych. Uważamy, że tegoroczny wynik będzie znacznie lepszy od rezultatu z 2005r., co powinno skutkować wypłatą wyższej dywidendy.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	603.6	43.7	110.2	28.3	16.8	1.1	5.6	41.9	42.7	1.1	23.8	9.5	2.7
2005p	780.2	72.0	164.5	51.3	33.4	2.2	8.5	41.3	21.4	1.2	14.5	6.3	5.4
2006p	812.0	78.2	169.1	62.0	49.9	3.3	9.4	45.1	14.3	1.1	13.3	6.2	7.7
2007p	804.6	81.3	167.9	68.3	54.9	3.7	9.5	46.1	13.0	1.0	12.8	6.2	8.1
2008p	811.9	83.9	167.3	72.3	58.1	3.9	9.5	46.7	12.3	1.0	12.4	6.2	8.7

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

## Polityka dywidendowa

Wysokość dywidendy zależy będzie od sytuacji finansowej EC Zielona Góra, ale widzimy możliwość wypłaty nawet 100% zysku netto w kolejnych latach. Jednocześnie zauważamy słabo zorganizowane relacje inwestorskie w Spółce, w szczególności brak raportów dotyczących polityki dywidendowej. W dalszym ciągu oczekujemy znacznego wzrostu wskaźników wypłaty dywidendy, jednak po decyzji o wypłacie dywidendy z zysku za 2005r. w wysokości 0.80 PLN na akcję zweryfikowaliśmy in minus nasze oczekiwania na przyszłe lata.

## Sezonowość

Dobre wyniki w I półroczu były rezultatem mroźnej zimy, co przełożyło się także na większą sprzedaż energii elektrycznej w II kw. br. Wahania sezonowe zostały częściowo zniwelowane po uruchomieniu bloku gazowo-parowego, pozostają jednak na wysokim poziomie. O ile II kw. nie jest korzystny dla Kogeneracji i EC Zielona Góra, należące w 51% do Grupy PPO Siechnice notuje w tym okresie pozytywne wyniki.

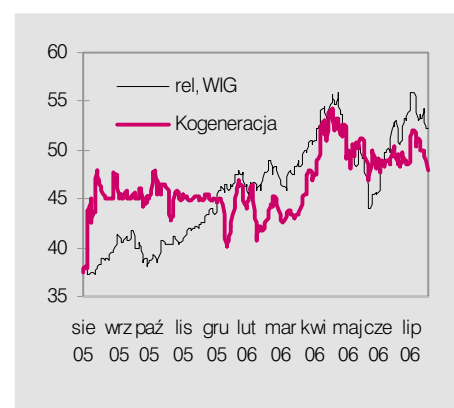
## Ryzyko polityczne

Z uwagi na fakt sprzedaży energii przez EC Zielona Góra w ramach KDT Grupa narażona jest na ryzyko niekorzystnego rozwiązania tego problemu. Wydaje nam się, że stronie polskiej nie będzie zależało na podjęciu radykalnych działań, oczekujemy maksymalnego rozciągnięcia w czasie negocjacji z UE. Jednocześnie uważamy, że rozwiązanie KDT będzie się wiązało z określonymi w ramach negocjacji odszkodowaniami.

## Wycena i rekomendacja

Wykorzystując model DCF wyceniamy Grupę na 816 mln PLN, co daje cenę jednej akcji na poziomie 54.8 PLN, przy zastosowaniu metody porównawczej wycena Grupy osiąga wartość 805 mln PLN (54.0 PLN za walor). Obie wyceny oceniamy jako równoznaczne, co implikuje średnią cenę akcji na poziomie 54.4 PLN.

Niższa niż w poprzedniej rekomendacji wycena wynika po części ze wzrostu rynkowych stóp procentowych, ale także z weryfikacji naszych oczekiwań dotyczących wyników finansowych Grupy. Uwzględniając cenę rynkową akcji spółki na poziomie 48 PLN podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	54,2 / 37,5		
Liczba akcji (mln)	14.900		
Kapitalizacja (mln PLN)	715		
EV (mln PLN)	1 041		
Free float (mln PLN)	358		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	1.4		
Główny akcjonariusz	EdF		
% akcji, % głosów	50 / 50		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-3.0	-6.6	28.0
Zmiana rel. WIG (%)	-4.8	-5.9	-11.1

Lukasz Hejak

(022) 598 26 27

lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## Wycena

### Podsumowanie wyceny

W oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniamy wartość Kogeneracji na 816 mln PLN, co daje 54.8 PLN na jedną akcję spółki.

Bazując na metodzie porównawczej do europejskich producentów energii elektrycznej i ciepła wyceniamy spółkę na 805 mln PLN, czyli 54.0 PLN za jeden walor. Wyceniając spółkę metoda porównawczą bazowaliśmy na danych finansowych spółek dostępnych w Bloombergu.

Podsumowanie wyceny		
Metoda wyceny	Wycena Kogeneracji (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	816	54.8
Wycena porównawcza do polskich spółek	805	54.0
<b>Wycena Kogeneracji</b>	<b>810</b>	<b>54.4</b>

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
sprzedaż	812.0	804.6	811.9	817.2	823.8	828.7	833.8	839.1	844.4	850.1	
EBIT (1-T)	62.9	65.3	67.5	69.1	71.4	73.1	74.1	75.0	75.8	76.5	
amortyzacja	90.9	86.7	83.4	80.6	78.3	76.8	76.1	75.5	75.1	75.0	
inwestycje	-53.8	-53.8	-56.1	-60.7	-66.1	-72.4	-69.6	-72.3	-75.5	-75.1	
zmiana kap.obrotowego	-0.7	1.0	-3.2	-0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	
<b>FCF</b>	<b>99.3</b>	<b>99.3</b>	<b>91.6</b>	<b>88.6</b>	<b>84.3</b>	<b>77.9</b>	<b>81.0</b>	<b>78.7</b>	<b>76.0</b>	<b>76.9</b>	<b>1 151</b>
zmiana FCF		0.02%	-7.75%	-3.28%	-4.88%	-7.49%	3.96%	-2.82%	-3.53%	1.28%	1.2%
dług/kapitał	40.5%	39.5%	38.7%	37.9%	37.1%	36.4%	35.6%	34.8%	34.0%	33.1%	33.1%
stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.8%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%	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	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
koszt długu	5.4%	5.8%	6.1%	6.3%	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.0%
koszt kapitału	8.9%	9.3%	9.6%	9.8%	9.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	9.5%
<b>WACC</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.0%</b>
<b>PV (FCF)</b>	<b>96.6</b>	<b>89.7</b>	<b>76.5</b>	<b>68.1</b>	<b>59.8</b>	<b>51.0</b>	<b>48.7</b>	<b>43.5</b>	<b>38.4</b>	<b>35.7</b>	<b>534.1</b>
wartość DCF (mln PLN)	1142.1										
											w tym wartość rezydualna 534
gotówka/dług netto	-325.9										
wycena DCF (mln PLN)	816.2										
Liczba akcji (mln)	14.9										
<b>wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>54.8</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena porównawcza

Wyceniając spółkę z wykorzystaniem metody porównawczej oparliśmy się na trzech wskaźnikach, które mają największe znaczenia dla inwestorów: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Pomimo tego, iż sektor produkcji energii charakteryzuje się silną rolą, jaką pełni regulator, a ceny energii w poszczególnych krajach nie do końca są porównywalne wybraliśmy europejskich producentów i na podstawie wskaźników finansowych wyceniliśmy Kogenerację. Wycenę porównawczą do międzynarodowych spółek uzasadnia rola strategicznego inwestora w spółce (grupy EdF), jednocześnie na WGPW nie jest notowana odpowiednia ilość spółek działających w sektorze energii i ciepła, aby wycenić spółkę na tej podstawie.

### Wycena porównawcza do wybranych spółek

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p
ENDESA SA	7.2	6.8	6.3	10.1	9.5	8.4	12.2	12.9	11.2
ENEL SPA	6.9	6.7	6.8	9.9	9.6	9.8	14.8	14.5	14.8
E.ON AG	6.2	5.6	5.4	8.9	7.9	7.5	15.0	14.0	13.2
CEZ AS	8.1	7.1	6.4	12.9	10.9	9.6	17.5	14.5	12.6
SCOTTISH POWER PLC	8.8	8.1	7.5	11.1	10.1	9.6	19.6	16.6	16.2
RWE AG	6.0	5.9	5.9	8.6	8.3	7.9	14.5	12.6	11.4
SUEZ SA	7.8	7.3	6.9	11.8	10.7	10.0	16.6	14.6	13.4
IBERDROLA SA	10.3	9.2	8.4	14.7	12.9	11.6	16.7	14.3	12.8
ELECTRABEL SA	7.8	7.2	6.9	9.5	8.9	8.5	16.9	15.7	15.0
FORTUM OYJ	11.3	10.0	9.4	14.2	12.2	11.5	18.1	15.5	14.6
EVN AG	10.6	10.3	10.2	21.6	20.4	18.3	17.9	16.8	15.3
Kogeneracja	6.2	6.3	6.3	13.5	13.0	12.6	14.6	13.3	12.6
Średnia	8.3	7.7	7.3	12.1	11.0	10.2	16.4	14.7	13.7

Kogeneracja	6.2	6.3	6.3	13.5	13.0	12.6	14.6	13.3	12.6
Premia/Dyskonto	-24.45%	-17.90%	-13.46%	11.40%	17.73%	22.76%	-10.48%	-9.69%	-8.21%

### Wycena Kogeneracji przy danym wskaźniku w porównaniu do wybranych spółek

Wycena (mln PLN)	1072	960	894	622	571	534	816	808	795
Wagi wskaźników	13%	13%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Wycena ważona (mln PLN)

805

Wycena 1 akcji Kogeneracji (PLN)

54.0

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wyniki kwartalne

Wyniki osiągnięte przez Grupę w II kw. br. były gorsze niż w roku ubiegłym. Zauważamy wysoką sezonowość w spółkach z Grupy, ale także wpływ zdarzeń jednorazowych.

### Wyniki skonsolidowane Kogeneracji za II kw. 2006r.

mln PLN	2Q'06	2Q'05	Zmiana	1-2Q'06	1-2Q'05	Zmiana
Sprzedaż	178.6	170.3	4.87%	478.2	434.0	10.19%
EBIT	0.5	4.5	-88.19%	72.7	63.4	14.76%
Zysk netto	-9.9	-1.3	-	46.1	37.9	21.77%
Marża operacyjna	0.30%	2.62%		15.21%	14.60%	
Marża netto	-5.56%	-0.79%		9.65%	8.73%	

Źródło: Kogeneracja, raport skonsolidowany wg. MSSF

## Kogeneracja

Po wyłączeniu zaksięgowanej przez Spółkę dywidendy z EC Zielona Góra wynik konsolidacyjny na poziomie netto wyniósł -18.03 mln PLN i jest on gorszy niż osiągnięty w ubiegłym roku (-8,7 mln PLN).

Zauważamy mniejszą sprzedaż ciepła przez wrocławską Spółkę (spadek o 4.5%) oraz znaczny wzrost sprzedaży energii elektrycznej (+22.5%), który spowodował wzrost sprzedaży globalnej o 5.9% (w ujęciu ilościowym). Wyższa sprzedaż energii w II kw. br. była następstwem znacznego wzrostu sprzedaży ciepła w poprzednim kwartale, co pozwoliło na zwiększenia sprzedaży energii elektrycznej przy zachowaniu odpowiednich wskaźników produkcji energii w procesie kogeneracji.

Na wynik finansowy ujemnie wpłynęło utworzenie rezerw kosztów odpraw pracowniczych związane z Programem Indywidualnych Odejść (2.6 mln PLN) oraz aktualizacja wartości inwestycji w Towarową Giełdę Energii (-3.5 mln PLN).

## EC Zielona Góra

Sprzedaż Spółki w ujęciu ilościowym w II kw. br. była o 19.9% niższa niż w okresie analogicznym ubiegłego roku. Wzrosła sprzedaż energii produkowanej w bloku węglowym (o 89.4%), czego przyczyną była podobnie jak we wrocławskiej Spółce wyższa sprzedaż ciepła w I kw. br. umożliwiającą zwiększenie sprzedaży energii w okresie analizowanym. O 14.5% spadła sprzedaż energii w ramach KDT na rzecz PSE (blok gazowo-parowy), co wynika z innej niż w poprzednim roku kalkulacji ceny sprzedawanej energii (obecnie cena nie jest stała, ale uzależniona od kilku czynników) oraz odmiennego planu sprzedaży na ten rok. Nowa kalkulacja ceny powoduje, że niższa ilość energii sprzedanej w ramach KDT nie wpływa ujemnie na osiągnięty wynik finansowy.

Wynik konsolidacyjny Spółki na poziomie netto wyniósł w II kw. 6.00 mln PLN i był gorszy niż w II kw. 2005r. (7.1 mln PLN), co było wynikiem zdecydowanie niższych przychodów finansowych spółki (skutkiem sprzedaży wierzytelności przez Spółkę w II kw. 2005r.). Niższe koszty finansowe były wynikiem niższego zadłużenia.

## PPO Siechnice

Wyniki Siechnic oceniamy pozytywnie. Zysk netto na poziomie 6.75 mln PLN jest porównywalny z ubiegłorocznym rezultatem (6.93 mln PLN). Największy wzrost sprzedaży Spółka osiągnęła w przypadku sadzonek kwiatów. Prowadzona w Siechnicach inwestycja powinna skutkować zwiększeniem obszaru upraw w kolejnych latach, co skutkowało będzie wzrostem sprzedaży.

## Sezonowość

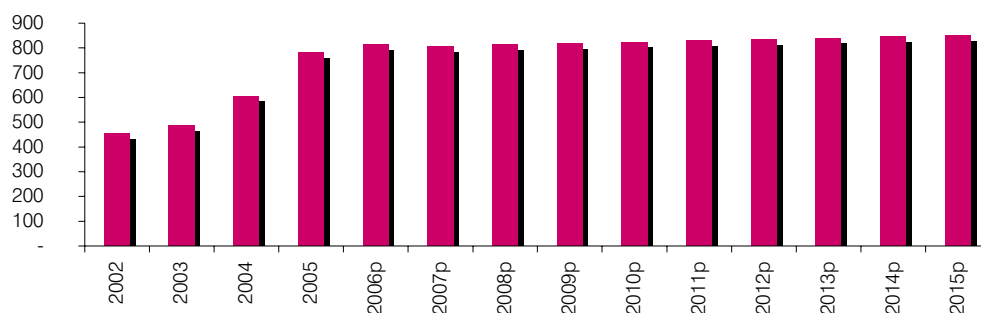
Produkcja w branży elektrociepłowniczej (Kogeneracja, EC Zielona Góra) ma charakter sezonowy. Przychody i zyski ze sprzedaży generowane są głównie w okresie sezonu grzewczego (I i IV kwartał). Wyniki generowane w II i III kwartale są ujemne, ponieważ mniejsze zapotrzebowanie na ciepło w tych okresach ogranicza możliwość wytwarzania energii elektrycznej w układzie skojarzonym.

Sezonowość produkcji charakteryzująca zakład w Zielonej Górze jest mniejsza niż w przypadku Kogeneracji dzięki sprzedaży energii wytwarzanej w bloku gazowo-parowym. W chwili obecnej EC w Zielonej Górze traktować możemy jako zakład produkujący głównie energię elektryczną, która sprzedawana jest na rzecz PSE w ramach kontraktu długoterminowego, co niweluje w pewnym stopniu wahania sezonowe. Pomimo tego, że sezonowość w zielonogórskiej spółce jest mniejsza zauważalny jest wzrost przychodów i zysków w I i IV kw., kiedy sprzedawane jest ciepło oraz energia wytwarzana w procesie kogeneracji.

Produkcja ogrodnicza w Siechnicach również ma charakter sezonowy. Przychody i zyski generowane są głównie w II i III kwartale. Przychody ze sprzedaży produktów w samym tylko II kwartale stanowią ok. 45% rocznych przychodów - jest to okres największej sprzedaży warzyw (pomidor, ogórek) oraz sprzedaży sezonowych kwiatów rabatowych i balkonowych.

## Prognozy wyników finansowych

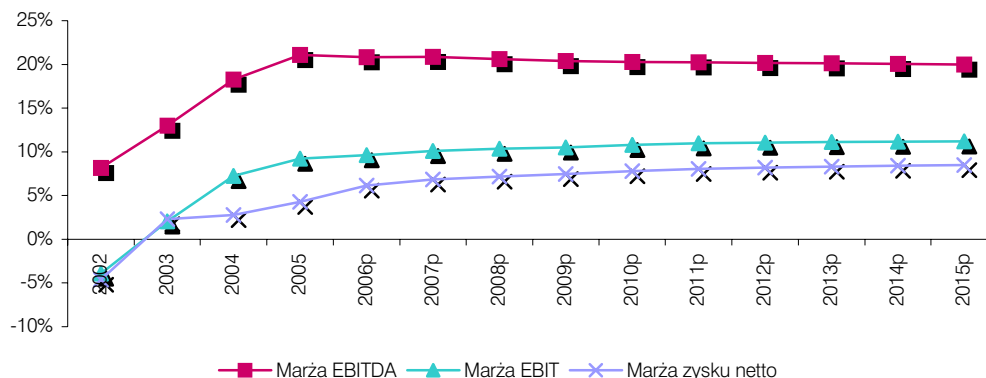
Prognozowana wielkość przychodów Grupy (mln zł)



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Przychody ze sprzedaży w I półroczu wzrosły umiarkowanie bardziej niż tego wcześniej oczekiwaliśmy, co skłoniło nas do podwyższenia prognoz sprzedaży spółki w kolejnych okresach. Jednocześnie, zgodnie z decyzją prezesa URE stawka za ciepło sprzedawane przez Kogenerację wzrośnie od sierpnia 2006r. o 2.53%. Uważamy, że przychody spółki będą stabilne w kolejnych latach; chociaż nie widzimy możliwości skokowego wzrostu rynku ciepła nie spodziewamy się znacznych wahań in minus w kolejnych latach, widzimy perspektywy wzrostu cen energii elektrycznej, a także dynamiczny rozwój Wrocławia.

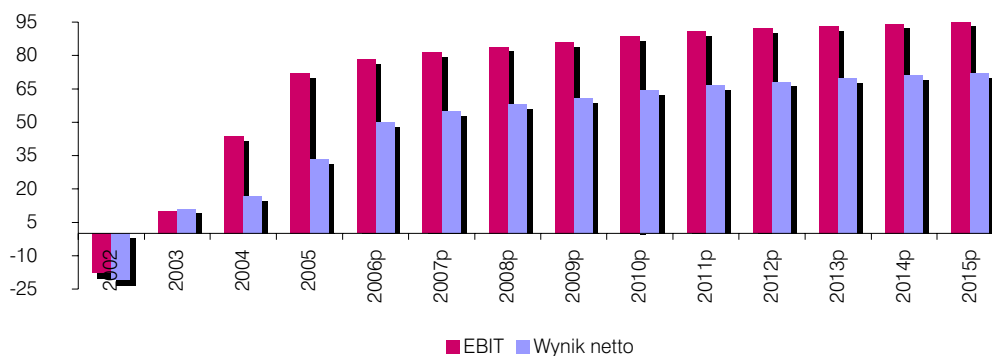
### Prognozowana wysokość marż



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Uważamy, iż mimo wyższych niż wcześniej oczekiwanych przez nas przychodów ze sprzedaży spółka wolniej poprawiała będzie marże. Potencjał do wzrostu rentowności dają przeprowadzane prace modernizacyjne, a także trwające cały czas procesy restrukturyzacyjne.

### Prognozowany zysk operacyjny oraz wynik netto dla Grupy (mln zł)



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Nasze założenia dotyczące przychodów i marż implikują stopniowy wzrost zysku netto Grupy. Cały czas uważamy, iż spółka jest w stanie wypłacać w formie dywidendy nawet cały zysk netto, dlatego negatywnie oceniamy dotychczasową politykę głównego akcjonariusza w tym zakresie (brak prezentacji strategii dotyczącej oczekiwanego poziomu dywidendy). Po decyzji o wypłacie dywidendy z zysku za 2005r. na poziomie 0.80 PLN na akcję zweryfikowaliśmy in minus nasze oczekiwania co do przyszłych lat, cały czas uważamy jednak, że w przyszłości wypłaty na rzecz akcjonariuszy będą wyższe. Uwzględniliśmy jednocześnie plan inwestycyjny spółki (w tym prowadzone inwestycje w PPO Siechnice).

## Sprawozdania finansowe

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
<b>przychody netto</b>	<b>603.6</b>	<b>780.2</b>	<b>812.0</b>	<b>804.6</b>	<b>811.9</b>	<b>817.2</b>
koszty wytworzenia	525.8	660.1	684.5	675.4	679.6	682.6
zysk brutto na sprzedaży	<b>77.7</b>	<b>120.0</b>	<b>127.5</b>	<b>129.2</b>	<b>132.3</b>	<b>134.6</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	36.0	44.4	45.8	45.4	45.8	46.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	2.0	-3.7	-3.5	-2.5	-2.5	-2.5
<b>EBITDA</b>	<b>110.2</b>	<b>164.5</b>	<b>169.1</b>	<b>167.9</b>	<b>167.3</b>	<b>166.5</b>
<b>EBIT</b>	<b>43.7</b>	<b>72.0</b>	<b>78.2</b>	<b>81.3</b>	<b>83.9</b>	<b>86.0</b>
saldo finansowe	-15.3	-20.7	-16.2	-13.0	-11.6	-10.3
zysk przed opodatkowaniem	28.3	51.3	62.0	68.3	72.3	75.7
podatek dochodowy	6.5	11.1	11.8	13.0	13.7	14.4
korekty udziałów mniejszościowych	-5.0	-6.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
<b>zysk netto</b>	<b>16.8</b>	<b>33.4</b>	<b>49.9</b>	<b>54.9</b>	<b>58.1</b>	<b>60.9</b>
EPS	1.1	2.2	3.3	3.7	3.9	4.1

### Bilans (mln PLN)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>1 133.0</b>	<b>1 096.5</b>	<b>974.9</b>	<b>946.6</b>	<b>926.1</b>	<b>899.3</b>
wartości niematerialne i prawne	0.4	48.2	16.3	21.6	28.7	22.2
rzeczowe aktywa trwałe	1 060.9	993.3	903.6	870.7	843.4	823.6
inwestycje długoterminowe	49.5	55.1	55.0	54.3	54.0	53.5
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>278.2</b>	<b>336.9</b>	<b>466.4</b>	<b>495.9</b>	<b>517.6</b>	<b>542.3</b>
zapasy	74.1	71.6	78.3	77.5	82.2	83.5
należności	112.0	116.8	121.6	118.8	119.9	120.7
inwestycje krótkoterminowe	87.8	142.1	261.2	293.7	310.0	332.4
rozliczenia międzyokresowe	4.4	6.3	5.4	5.8	5.6	5.7
<b>aktywa razem</b>	<b>1 411.2</b>	<b>1 433.4</b>	<b>1 441.3</b>	<b>1 442.5</b>	<b>1 443.7</b>	<b>1 441.6</b>
kapitał własny	<b>624.5</b>	<b>615.3</b>	<b>672.7</b>	<b>686.4</b>	<b>695.1</b>	<b>701.2</b>
zobowiązania i rezerwy	722.3	764.8	768.7	756.1	748.6	740.4
zobowiązania długoterminowe	408.0	368.1	358.1	348.1	338.1	328.1
zobowiązania krótkoterminowe	205.4	265.6	276.5	273.9	276.4	278.2
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	66.1	0.0	66.1	66.1	66.1	66.1
rezerwy na zobowiązania	42.7	67.0	68.0	68.0	68.0	68.0
<b>pasywa razem</b>	<b>1 411.2</b>	<b>1 433.4</b>	<b>1 441.3</b>	<b>1 442.5</b>	<b>1 443.7</b>	<b>1 441.6</b>
BVPS	41.9	41.3	45.1	46.1	46.7	47.1

Źródło: Prognozy Millennium DM

### Cash flow (mln PLN)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	16.8	33.4	49.9	54.9	58.1	60.9
amortyzacja	66.4	92.5	90.9	86.7	83.4	80.6
zmiana kapitału obrotowego	-11.2	62.1	-0.7	1.0	-3.2	-0.4
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>93.4</b>	<b>157.1</b>	<b>147.4</b>	<b>155.8</b>	<b>150.4</b>	<b>151.7</b>
inwestycje (capex)	-186.2	-36.7	30.6	-59.1	-63.2	-54.3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-186.2</b>	<b>-36.7</b>	<b>30.6</b>	<b>-59.1</b>	<b>-63.2</b>	<b>-54.3</b>
wypłata dywidendy	8.4	11.9	32.4	41.2	49.4	54.8
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	116.0	0.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>105.1</b>	<b>-66.3</b>	<b>-58.6</b>	<b>-64.2</b>	<b>-71.0</b>	<b>-75.0</b>
zmiana gotówki netto	12.3	54.2	119.4	32.6	16.2	22.4
DPS	0.6	0.8	2.2	2.8	3.3	3.7
CEPS	5.6	8.5	9.4	9.5	9.5	9.5
FCFPS	0.8	3.6	8.0	2.2	1.1	1.5

### Wskaźniki (%)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	24.07	29.26	4.07	-0.90	0.90	0.66
zmiana EBITDA	74.31	49.34	2.77	-0.66	-0.37	-0.49
zmiana EBIT	337.50	64.67	8.59	3.96	3.29	2.41
zmiana zysku netto	50.26	99.23	49.33	10.14	5.88	4.67
marża EBITDA	18.25	21.09	20.82	20.87	20.61	20.38
marża EBIT	7.24	9.23	9.63	10.10	10.34	10.52
marża netto	2.78	4.28	6.14	6.83	7.16	7.45
sprzedaż/aktywa (x)	42.77	54.43	56.34	55.78	56.24	56.69
dług / kapitał (x)	65.34	76.07	68.09	65.27	63.02	61.04
odsetki / EBIT	-35.01	-28.71	-20.67	-15.96	-13.85	-11.94
stopa podatkowa	40.71	34.93	19.59	19.59	19.59	19.59
ROE	2.68	5.43	7.74	8.08	8.42	8.72
ROA	1.19	2.33	3.47	3.81	4.03	4.22
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-320.5	-325.9	-196.9	-154.3	-128.1	-95.7

Źródło: prognozy Millennium DM

# Millennium

dom maklerski

## 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

**Lukasz Hejak**  
+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

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

**Lukasz Kołaczkowski**  
+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@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**

## Sprzedaż

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

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

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

**Marek Przytuła**  
+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

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

**Dyrektor**

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

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

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji 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 uzależniająca 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 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 Papierów Wartościowych i Giełd. 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 dotyczącej 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 zachowaniem 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 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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Kogeneracja	Akumuluj	16 lut 06	40.80
Kogeneracja	Akumuluj	16 maj 06	51.50

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaż	0	0%

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

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaż		

ostatnie 12 miesięcy\*