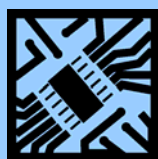


11 sierpnia 2006

Aktualizacja raportu


**Informatyka**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>8,30 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>8,50 PLN</b>
Kapitalizacja	539 mln PLN
Free float	200 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,54 mln PLN

**Struktura akcjonariatu (akcje/głosy)**

Prokom Software	38,46%/38,22%
D. Brzeski	9,87%/9,80%
B. Mitura	7,97%/7,92%
FI Finance International	6,43%/6,39%
Pozostali	37,27%/37,67%

**Prezentacja sektora**

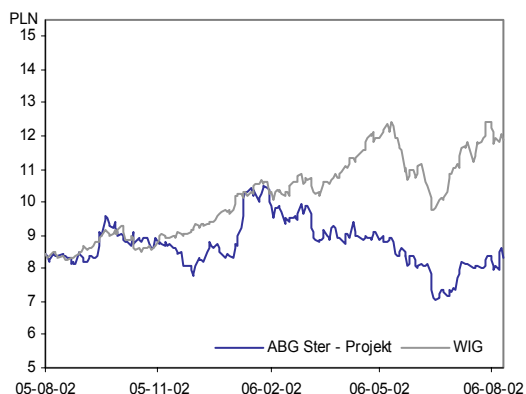
Według firmy IDC, Polska jest jednym z trzech krajów regionu (oprócz Rosji i Turcji), który powinien zanotować najszybszy wzrost wydatków na IT w ciągu kilku najbliższych lat. Polska gospodarka jest znacznie mniej nasycona rozwiązaniami IT niż pozostałe kraje UE. Polski rynek cechuje się dużym udziałem firm krajowych i stosunkowo słabą pozycją firm zagranicznych (inaczej niż w Europie Zachodniej).

**Profil spółki**

Spółka powstała w wyniku połączenia Ster-Projekt i ABG w czerwcu 2005 r. Największym klientem spółki jest administracja publiczna, przynosząca spółce ponad 50% przychodów. ABG Ster-Projekt jest liderem w zakresie projektów dla NATO, planuje także na bazie krajowych referencji (m.in. wdrożenie IACS) udział w zagranicznych projektach przed i po akcesyjnych.

**Ważne daty**

28.09.2006 - publikacja raportu półrocznego za 1H06  
08.11.2006 - publikacja raportu za 3 kwartał 2006 r.

**Kurs akcji ABG na tle WIG**

**Andrzej Lis**

(48 22) 697 47 42  
andrzej.lis@dibre.com.pl  
www.dibre.com.pl

# ABG Ster-Projekt Trzymaj

STER.WA; ABG PW

(Obniżona)

## Drugie półrocze będzie lepsze

**Słabsze niż oczekiwaliśmy wyniki drugiego kwartału nie wpływają na naszą ocenę działalności spółki. Jesteśmy zdania, że druga część roku będzie wyraźnie lepsza dla całego sektora IT, w tym dla ABG Ster-Projekt. W związku z tym nie widzimy podstaw do zmiany naszej całorocznej prognozy. Spółka regularnie informuje o nowych kontraktach, a niedawno wygrany przetarg na budowę systemu IACS w Rumunii jest dużym osiągnięciem. Szansą dla ABG Ster-Projekt są także kolejne ogłaszane przetargi w administracji publicznej, chociaż w tym przypadku sytuacja rozwija się wolniej niż wcześniej prognozowaliśmy. Po aktualizacji modelu (wyższa stopa wolna od ryzyka oraz niższa wycena metodą porównawczą) obniżamy cenę docelową z 8,9 PLN na akcję do 8,5 PLN na akcję. W zestawieniu z bieżącą ceną rynkową równą 8,30 PLN daje to 2% potencjał wzrostowy. W rezultacie obniżamy rekomendację z dotychczasowej Akumuluj do TRZYMAJ.**

**Wyniki 2Q06 poniżej oczekiwań**

W drugim kwartale wyniki ABG Ster-Projekt wypadły zarówno poniżej naszych oczekiwań, jak też konsensusu rynkowego. Pozytywnie oceniamy wzrost przychodów, który wynikał jednak z jednego dużego kontraktu z Ministerstwem Edukacji. Jego niska rentowność miała bezpośrednie przełożenie na słabszy wynik operacyjny (18% poniżej naszej prognozy). Dużo niższy wynik netto (40% poniżej naszej prognozy) to efekt zaksięgowania odroczonego podatku dochodowego (1,7 mln PLN).

**Perspektywy na dalszą część roku**

Mimo słabszego drugiego kwartału, podtrzymujemy nasze prognozy na cały rok (341 mln PLN skonsolidowanych przychodów, 28,9 mln PLN zysku operacyjnego i 30,7 mln PLN zysku netto). Po 1H06 spółka zrealizowała 44% naszej całorocznej prognozy przychodów, 22% zysku operacyjnego i 19% zysku netto. Oznacza to, że w drugim półroczu spółka musiałaby średnio na kwartał notować 95 mln PLN przychodów, 8,3 mln PLN zysku operacyjnego (marża EBIT 8,7%) i 9,7 mln PLN zysku netto (marża netto 10%). Powyższe wyniki nie uwzględniają zysku (ok. 6 mln PLN) ze sprzedaży nieruchomości planowanej na drugą połowę roku. Są to wyniki wyraźnie lepsze niż notowane w pierwszym półroczu (szczególnie w 2Q06), jednak naszym zdaniem wykonalne. Świadczy o tym duży portfel zamówień (wypełniony w ok. 85% w części oprogramowania i ok. 60% w części integracyjnej). Co więcej, tradycyjnie już druga część roku jest zdecydowanie lepsza dla branży informatycznej, co według nas powtórzy się w roku bieżącym.

mln PLN	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	244,0	407,3	341,2	376,4	415,8
EBITDA	-31,4	22,6	36,0	43,1	55,5
marża EBITDA	-12,9%	5,6%	10,5%	11,5%	13,3%
EBIT	-49,1	14,5	28,9	38,2	50,4
Zysk netto	-55,1	22,8	30,7	33,6	44,2
P/E	-9,7	23,4	17,4	15,9	12,1
P/CE	-14,3	17,3	14,2	13,9	10,9
P/BV	4,9	3,0	2,6	2,3	2,0
EV/EBITDA	-16,3	20,7	11,8	9,2	6,5
DYield	0,0%	0,0%	0,9%	1,1%	2,5%

## Wyniki za 2Q06

### Wyniki poniżej oczekiwań

Wyniki spółki w drugim kwartale wypadły nieco poniżej naszych oczekiwań, jak też konsensusu rynkowego. Wysokie przychody (+4% powyżej naszej prognozy) to efekt dużego kontraktu z Ministerstwem Edukacji na dostawy sprzętu komputerowego do szkół. W rezultacie marża brutto na sprzedaży spadła w 2Q06 do 18% (z ponad 45% w 1Q06), co wraz z wyższymi niż prognozowaliśmy kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu miało wpływ na niższy zysk operacyjny. Dużo niższy zysk netto (42% poniżej naszych prognoz) to skutek zaksięgowania odroczonego podatku od osób prawnych w kwocie ponad 1,7 mln PLN. Zwracamy uwagę, że wyniki za pierwsze półrocze 2006 r. nie są porównywalne z rokiem ubiegłym (połączenie ABG i Ster-Projektu miało miejsce w połowie 2005 roku), wobec czego nie uwzględniamy ich w porównaniu. Po 1H06 spółka zrealizowała 44% naszej całorocznej prognozy przychodów, 22% zysku operacyjnego i 19% zysku netto. Jesteśmy jednak przekonani, że drugie półrocze będzie zdecydowanie lepsze, w związku z czym naszą obecną prognozę całorocznych wyników uważamy za wykonalną, tym bardziej, że w dalszej części roku ABG zaksięguje zysk ze sprzedaży nieruchomości (ok. 6 mln PLN), czyli prawie tyle samo, ile wyniósł zysk operacyjny po pierwszych dwóch kwartałach br.

### Skonsolidowane wyniki ABG Ster-Projekt

(mln PLN)	2Q2006	2Q2006P	odchylenie od prognozy DIBRE	konsensus rynkowy*	odchylenie od konsensusu	1H2006	2006P	2005	zmiana
Przychody	109,3	105,0	4%	97,0	13%	150,5	341,2	407,3	-16%
EBITDA	4,8	5,5	-12%	6,5	-26%	9,5	36,0	22,6	59%
marża (%)	4,4%	5,3%		6,7%		6,3%	10,5%	5,6%	
EBIT	3,3	4,0	-18%	4,8	-31%	6,4	28,9	14,5	100%
Zysk brutto	4,0	4,5	-10%			7,8	34,4	24,3	41%
Zysk netto	2,3	4,0	-42%	5,4	-57%	5,9	30,7	22,8	35%

Źródło: ABG Ster-Projekt, P – prognoza DI BRE Banku, \* - konsensus opracowany przez PAP

## Perspektywy na 2006

### Prognoza Zarządu na 2006 rok podtrzymana

Przy okazji publikacji wyników za 2Q06 Zarząd ABG Ster-Projektu podtrzymał prognozę wyników finansowych na 2006 rok, zgodnie z którą na poziomie jednostkowym spółka planuje osiągnąć 311,1 mln PLN przychodów, 19,5 mln PLN zysku ze sprzedaży, 25,9 mln PLN zysku operacyjnego i 27,4 mln PLN zysku netto. Powyższa prognoza zawiera jednorazowy zysk ze sprzedaży (najprawdopodobniej w trzecim kwartale br.) nieruchomości przy ul. Magazynowej (+6 mln PLN).

### Portfel zamówień na 2006 r.

W bieżącym roku spółka planuje osiągnąć jednostkowe przychody na poziomie 311 mln PLN, z czego ok. 124 mln PLN z oprogramowania i ok. 187 mln PLN z integracji. Z tego na koniec drugiego kwartału spółka miała już ok. 85% podpisanych kontraktów w zakresie oprogramowania i ok. 60% w przypadku działalności integracyjnej. Niższa zakontraktowana wartość umów integracyjnych to efekt sezonowości. Tradycyjnie większość takich kontraktów zostaje zawierana w końcówce roku, co będzie miało miejsce również w 2006 r.

### Drugie półrocze będzie lepsze

Utrzymujemy nasze prognozy na dalszą część roku. Podtrzymujemy stwierdzenie z poprzedniego raportu, że większa część całorocznego wyniku zostanie zrealizowana w trzecim i czwartym kwartale. W pierwszym półroczu na rynku publicznym, głównej domenie ABG Ster-Projekt, nie widać było większych przetargów. Wciąż sądzimy jednak, że druga połowa roku przyniesie wyraźniejsze ożywienie, chociaż długie procedury i możliwe opóźnienia prawdopodobnie przesuną rozstrzygnięcia przynajmniej części przetargów na kolejny rok.

### Aktualizacja prognoz

W nowym modelu wyceny wprowadziliśmy jedynie niewielkie zmiany w stosunku do poprzedniego raportu z maja 2006 r. Przede wszystkim, podwyższyliśmy stopę wolną od ryzyka z 5,359% do 5,583%, odzwierciedlającą oprocentowanie 10-letnich obligacji. Przesunęliśmy również naszą wycenę „do przodu” tak, aby uzyskać docelową cenę za 9 miesięcy.



## Wycena

Wycenę ABG Ster-Projekt SA przeprowadziliśmy dwoma metodami: metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Ostateczna wycena jest średnią z powyższych metod.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na akcję (PLN)	Cena docelowa za 9 m-cy (PLN)
Wycena DCF	50%	612	9,5	
Wycena porównawcza	50%	394	6,1	
<b>Średnia z wycen</b>		<b>503</b>	<b>7,8</b>	<b>8,5</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Na podstawie powyższych wycen szacujemy bieżącą wartość godziwą jednej akcji ABG Ster-Projekt SA na 7,8 PLN, co odpowiada cenie docelowej (w perspektywie 9 miesięcy) na poziomie 8,5 PLN. W zestawieniu z dzisiejszym kursem akcji, równym 8,3 PLN, widzimy 2% potencjał wzrostowy. Na tej podstawie wydajemy rekomendację TRZYMAJ dla akcji ABG Ster-Projekt SA.

Zwracamy jednocześnie uwagę na dużą rozbieżność w wycenie metodą DCF a metodą porównawczą, wynikającą naszym zdaniem z oczekiwanej dalszej poprawy rentowności w latach 2008-2009 (efekt rosnącego udziału wysokorentownej sprzedaży oprogramowania w całkowitych przychodach), czego nie uwzględnia metoda porównawcza, bazująca na wynikach z okresu 2005-2007.



## Wycena DCF

### Model DCF wyceny akcji ABG Ster-Projekt SA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>341</b>	<b>376</b>	<b>416</b>	<b>455</b>	<b>484</b>	<b>502</b>	<b>521</b>	<b>541</b>	<b>561</b>	<b>582</b>	
<i>zmiana</i>	16,2%	10,3%	10,5%	9,5%	6,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>36,0</b>	<b>43,1</b>	<b>55,5</b>	<b>68,3</b>	<b>72,4</b>	<b>75,0</b>	<b>77,7</b>	<b>80,4</b>	<b>83,3</b>	<b>86,2</b>	
<i>marża EBITDA</i>	10,5%	11,5%	13,3%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%	
Amortyzacja	7,1	4,9	5,1	5,2	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,7	
<b>EBIT</b>	<b>28,9</b>	<b>38,2</b>	<b>50,4</b>	<b>63,1</b>	<b>67,0</b>	<b>69,5</b>	<b>72,1</b>	<b>74,8</b>	<b>77,6</b>	<b>80,5</b>	
<i>marża EBIT</i>	8,5%	10,1%	12,1%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
Opodatkowanie EBIT	3,0	7,3	9,6	12,0	12,7	13,2	13,7	14,2	14,7	15,3	
<b>NOPLAT</b>	<b>25,9</b>	<b>30,9</b>	<b>40,8</b>	<b>51,1</b>	<b>54,3</b>	<b>56,3</b>	<b>58,4</b>	<b>60,6</b>	<b>62,8</b>	<b>65,2</b>	
CAPEX	13,9	11,4	-5,6	-5,7	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,9	-5,7	
Kapitał obrotowy	1,9	-1,0	-1,1	-1,1	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
<b>FCF</b>	<b>48,8</b>	<b>46,2</b>	<b>39,2</b>	<b>49,5</b>	<b>53,1</b>	<b>55,6</b>	<b>57,7</b>	<b>59,8</b>	<b>62,1</b>	<b>64,6</b>	<b>67,2</b>
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
<i>współczynnik dyskonta</i>	1,07	1,19	1,33	1,48	1,65	1,84	2,06	2,30	2,56	2,86	3,19
PV FCF	45,8	38,9	29,5	33,4	32,1	30,1	28,0	26,1	24,2	22,6	
<b>WACC</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	10,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	1,7%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wzrost FCF po okresie prognozy	4,0%										
Wartość rezydualna (TV)	883,9										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	277,1										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	310,8										
Wartość firmy (EV)	587,8										
Dług netto	-24,4										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Wartość firmy	612,2										
Liczba akcji (mln)	64,4										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>9,5</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,6%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>10,3</b>										

Źródło: DI BRE Banku S.A.



## Wycena porównawcza

Porównaliśmy działalność ABG Ster-Projekt z konkurentami krajowymi i zagranicznymi, opierając się na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E na lata 2005, 2006 i 2007.

Porównanie z polskimi konkurentami daje wycenę 1 akcji ABG Ster-Projekt w wysokości 7,6 PLN, a z zagranicznymi – 5,0 PLN, co daje średnią wycenę na poziomie 6,2 PLN.

### Użyte do porównań krajowe spółki informatyczne

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P
COMARCH **	143,0	24,8	18,3	13,6	49,5	28,9	21,7
COMPUTERLAND	99,0	10,5	7,9	5,8	59,6	16,5	11,2
PROKOM SOFTWARE ***	135,5	12,6	8,5	7,3	23,4	16,3	14,2
SOFTBANK *	40,4	20,3	13,3	11,3	33,1	19,6	16,1
Maksimum		24,8	18,3	13,6	59,6	28,9	21,7
Minimum		10,5	7,9	5,8	23,4	16,3	11,2
<b>Mediana</b>		<b>16,4</b>	<b>10,9</b>	<b>9,3</b>	<b>41,3</b>	<b>18,0</b>	<b>15,1</b>
<b>Średnia</b>		<b>17,0</b>	<b>12,0</b>	<b>9,5</b>	<b>41,4</b>	<b>20,3</b>	<b>15,8</b>
<b>ABG Ster-Projekt</b>	8,3	22,6	15,0	9,8	23,4	21,1	15,9
(premia / dyskonto)		37,5%	37,8%	6,1%	-43%	17,0%	5,2%
<b>Implikowana wycena</b>							
Waga wskaźnika			50,0%			50,0%	
Waga roku		20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%
Uzasadniona premia / dyskonto	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### Wartość firmy na akcję (PLN)

**7,5**

Źródło: DI BRE Banku S.A., \* - wyniki Softbanku w 2005 skorygowane o 11,4 mln PLN zwrotu podatku, a w 2006P o zysk ze sprzedaży spółki zależnej Mediabank, \*\* - wyniki ComArchu skorygowane o aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego, zysk ze sprzedaży akcji Interii oraz zysk spółek zależnych konsolidowanych metodą praw własności (Interia, Net-Brokers), \*\*\* - wskaźniki Prokom Software obliczone na podstawie proporcjonalnej konsolidacji wyników spółek zależnych (Softbank, ABG Ster-Projekt, Spin),



## Użyte do porównań europejskie spółki informatyczne

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P
LogicaCMG	1,6	13,2	8,1	7,1	27,9	16,9	13,3
CapGemini	38,9	11,0	7,2	6,0	50,9	22,5	15,5
TietoEnator	18,1	6,6	7,2	6,6	11,7	13,3	11,0
IDS Scheer	17,0	13,0	11,1	9,3	26,6	22,2	18,3
Atos Origin	33,6	5,0	4,9	4,4	9,0	10,2	8,5
Getronics	5,0	4,9	4,3	3,8	11,4	10,0	7,0
EDB	48,5	7,3	6,4	5,8	20,0	14,8	11,5
<b>Maksimum</b>		13,2	11,1	9,3	50,9	22,5	18,3
<b>Minimum</b>		4,9	4,3	3,8	9,0	10,0	7,0
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>20,0</b>	<b>14,8</b>	<b>11,5</b>
<b>Średnia</b>		<b>8,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>22,5</b>	<b>15,7</b>	<b>12,2</b>
<b>ABG Ster-Projekt</b>	8,3	22,6	15,0	9,8	23,4	21,1	15,9
(premia / dyskonto)		209,7%	109,7%	63,6%	17,2%	42,4%	38,3%
<b>Implikowana wycena</b>							
Waga wskaźnika			50,0%			50,0%	
Waga roku		20,0%	40,0%	40,0%	20,0%	40,0%	40,0%
Uzasadniona premia / dyskonto	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Wartość na akcję (PLN)</b>					<b>5,0</b>		

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg/IBES, EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2005

## Wycena porównawcza – podsumowanie

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na akcję (PLN)
Wycena porównawcza do spółek polskich	60%	443	6,9
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	40%	322	5,0
<b>Średnia z wycen</b>		<b>394</b>	<b>6,1</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Sprawozdania finansowe (wg MSSF)

### Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>244,0</b>	<b>407,3</b>	<b>341,2</b>	<b>376,4</b>	<b>415,8</b>
<i>zmiana</i>		66,9%	-16,2%	10,3%	10,5%
Koszt własny sprzedaży	-198,1	-324,0	-257,5	-273,5	-294,0
Zysk brutto na sprzedaży	45,9	83,3	83,6	102,9	121,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	18,8%	20,5%	24,5%	27,3%	29,3%
Koszty sprzedaży	41,7	25,5	21,4	23,6	26,1
Koszty ogólnego zarządu	35,3	44,0	39,5	41,3	45,5
Zysk na sprzedaży	-31,1	13,8	22,8	38,0	50,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-18,0	0,7	6,1	0,2	0,2
<b>EBIT</b>	<b>-49,1</b>	<b>14,5</b>	<b>28,9</b>	<b>38,2</b>	<b>50,4</b>
<i>zmiana</i>		-129,4%	99,9%	32,2%	32,0%
<i>marża EBIT</i>	-20,1%	3,6%	8,5%	10,1%	12,1%
Wynik na działalności finansowej	1,0	9,9	5,5	3,5	4,3
<b>Zysk brutto</b>	<b>-56,4</b>	<b>24,3</b>	<b>34,4</b>	<b>41,7</b>	<b>54,7</b>
Podatek dochodowy	-0,8	1,4	3,5	7,9	10,4
Udziałowcy mniejszościowi	-0,5	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Zysk netto</b>	<b>-55,1</b>	<b>22,8</b>	<b>30,7</b>	<b>33,6</b>	<b>44,2</b>
<i>zmiana</i>		-141,4%	34,6%	9,4%	31,3%
<i>marża</i>	-22,6%	5,6%	9,0%	8,9%	10,6%
Amortyzacja	17,7	8,2	7,1	4,9	5,1
<b>EBITDA</b>	<b>-31,4</b>	<b>22,6</b>	<b>36,0</b>	<b>43,1</b>	<b>55,5</b>
<i>zmiana</i>		-172,1%	59,0%	19,9%	28,7%
<i>marża EBITDA</i>	-12,9%	5,6%	10,5%	11,5%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4
EPS	-0,9	0,4	0,5	0,5	0,7
CEPS	-0,6	0,5	0,6	0,6	0,8
ROAE		15,8%	15,9%	15,3%	17,7%
ROAA		11,3%	12,4%	12,2%	14,4%

Źródło: 2004-2005 Spółka, 2006-2008 DI BRE Banku SA

**Skonsolidowany bilans**

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
<b>AKTYWA</b>	<b>164,9</b>	<b>238,1</b>	<b>259,5</b>	<b>289,7</b>	<b>323,5</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>67,1</b>	<b>81,8</b>	<b>81,6</b>	<b>82,1</b>	<b>82,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	24,7	13,8	13,6	14,1	14,6
Wartość firmy jed. podporządkow.	31,7	54,2	54,2	54,2	54,2
Należności długoterminowe	6,4	10,6	10,6	10,6	10,6
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe aktywa z tyt. odroczonego pod. doch.	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Długoterminowe RMK	4,4	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>97,8</b>	<b>156,3</b>	<b>177,8</b>	<b>207,6</b>	<b>240,8</b>
Zapasy	12,4	2,3	2,1	2,2	2,3
Należności krótkoterminowe	33,3	74,7	68,1	71,6	75,6
Inwestycje krótkoterminowe	39,6	74,3	102,7	128,8	158,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,5	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006P</b>	<b>2007P</b>	<b>2008P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>164,9</b>	<b>238,1</b>	<b>259,5</b>	<b>289,7</b>	<b>323,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>111,3</b>	<b>182,9</b>	<b>209,2</b>	<b>236,8</b>	<b>267,6</b>
Kapitał przynależny jedn. dominującej	108,6	180,4	206,6	234,1	264,8
Kapitały mniejszości	2,8	2,4	2,6	2,7	2,9
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>45,4</b>	<b>46,8</b>	<b>41,9</b>	<b>44,5</b>	<b>47,4</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
Pożyczki i kredyty	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Rezerwy	2,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Pozostałe	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>41,1</b>	<b>43,0</b>	<b>38,1</b>	<b>40,7</b>	<b>43,7</b>
Pożyczki i kredyty	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	0,0	5,1	5,1	5,1	5,1
Z tyt. dostaw i usług	0,0	30,3	25,4	28,0	31,0
Pozostałe	39,2	7,6	7,6	7,6	7,6
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>
Dług	3,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Dług netto	-36,2	-72,7	-101,1	-127,2	-156,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-33,4%	-40,3%	-49,0%	-54,4%	-59,1%
(Dług netto / EBITDA)	1,1%	-1,8%	-1,4%	-1,3%	-1,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4
BVPS	1,7	2,8	3,2	3,6	4,1

Źródło: 2004-2005 Spółka, 2006-2008 DI BRE Banku SA



## Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-98,3</b>	<b>14,9</b>	<b>33,8</b>	<b>37,7</b>	<b>48,2</b>
Zysk netto	-55,1	22,8	30,7	33,6	44,2
Amortyzacja	17,7	8,2	7,1	4,9	5,1
Kapitał obrotowy	-47,5	0,9	1,9	-1,0	-1,1
Pozostałe	-13,3	-16,9	-5,9	0,1	0,1
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-58,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>11,4</b>	<b>-5,6</b>
CAPEX	-7,9	-1,9	-7,1	-5,4	-5,6
Inwestycje kapitałowe	-53,2	-11,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,2	8,3	21,0	16,8	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>76,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-13,4</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	35,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	-4,6	-6,1	-13,4
Pozostałe	41,1	-2,7	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-80,3</b>	<b>7,5</b>	<b>43,2</b>	<b>42,9</b>	<b>29,2</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	16,8	24,4	67,6	110,5	139,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
FCF	-128,5	17,8	48,8	46,2	39,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,2%	0,5%	2,1%	1,4%	1,3%

Źródło: 2004-2005 Spółka, 2006-2008 DI BRE Banku SA,

## Wskaźniki rynkowe

	2004	2005	2006P	2007P	2008P
P/E	-10,1	24,4	18,1	16,6	12,6
P/CE	-14,9	18,0	14,8	14,5	11,3
P/BV	5,1	3,1	2,7	2,4	2,1
P/S	2,3	1,4	1,6	1,5	1,3
FCF/EV	-24,1%	3,6%	10,9%	11,1%	10,3%
EV/EBITDA	-17,0	21,7	12,4	9,7	6,9
EV/EBIT	-10,9	33,9	15,5	10,9	7,6
EV/S	2,2	1,2	1,3	1,1	0,9
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	1,1%	2,4%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>8,65</b>				
Liczba akcji na koniec roku (mln)	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4
MC (mln PLN)	557,4	557,4	557,4	557,4	557,4
EV (mln PLN)	533,1	489,9	447,0	417,8	381,7

Źródło: DI BRE Banku SA



#### Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Wicedyrektor  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

#### Analitycy:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42  
[andrzej.lis@dibre.com.pl](mailto:andrzej.lis@dibre.com.pl)  
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41  
[michal.mierzwa@dibre.com.pl](mailto:michal.mierzwa@dibre.com.pl)  
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01  
[krzysztof.radojewski@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.radojewski@dibre.com.pl)  
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszc tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliscz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliscz@dibre.com.pl)  
Handel, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88  
[jacek.borawski@dibre.com.pl](mailto:jacek.borawski@dibre.com.pl)  
Analiza techniczna

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@dibre.com.pl)

#### Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68  
[michal.skowronski@dibre.com.pl](mailto:michal.skowronski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31  
[krzysztof.solus@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.solus@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54  
[joanna.niedziela@dibre.com.pl](mailto:joanna.niedziela@dibre.com.pl)

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69  
[aleksander.mazur@dibre.com.pl](mailto:aleksander.mazur@dibre.com.pl)

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16  
[michal.switakowski@dibre.com.pl](mailto:michal.switakowski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. .

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ABG Ster-Projekt**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2006-04-13	2006-05-17
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	9.00	8.90
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41790.11	45894.55