

Yawal

poprzednia rekomendacja: kupuj

akumuluj

Cena (17/08/2006)	20.9
Cena docelowa	23.8

Wyniki kwartalne

Wyniki na poziomie operacyjnym oraz netto opublikowane przez Spółkę były gorsze od naszych oczekiwań, pozytywnie oceniamy natomiast wzrost sprzedaży o 22.3% r/r w II kw. br. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami działalność na Ukrainie rozwija się wolniej niż oczekiwał zarząd Yawalu, cały czas uważamy jednak, że perspektywy dla tego rynku są bardzo dobre. Sprzedaż Spółki charakteryzuje się znaczną sezonowością, dlatego spodziewamy się poprawy wyników w drugiej połowie roku. Uważamy, że opublikowane wyniki potwierdzają zasadność przyjęcia przez nas bardziej konserwatywnych prognoz rocznych (wobec szacunków zarządu).

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	Zysk netto*	EPS	EPS*	CEPS	BVPS	P/E	P/E*	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	349.6	26.5	42.0	19.0	9.9	9.9	2.4	2.4	6.3	1.5	8.6	8.6	13.7	3.3	2.1	159.9
2005	56.2	4.9	7.1	25.2	23.5	6.9	5.8	1.7	6.3	8.0	3.3	12.2	2.4	16.3	11.4	71.9
2006p	65.5	5.1	7.3	6.9	9.9/6.5**	8.3	1.7	2.1	2.2	9.7	11.2	8.9	2.0	15.7	11.0	19.1
2007p	77.9	6.1	9.3	5.0	5.0	6.9	1.2	1.7	2.0	10.9	17.1	12.3	1.9	14.5	9.5	11.9
2008p	92.4	7.2	11.6	6.2	5.3	7.3	1.3	1.8	2.4	12.2	16.0	11.6	1.7	12.2	7.6	11.7

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN *z uwagi na długoterminowy charakter inwestycji skorygowany zysk netto o prognozowane udziały w zyskach Pagedu

**zysk netto w 2006r. nie uwzględnia operacji księgowych; skorygowany zysk netto w 2006r. uwzględnia wynik z działalności aluminiowej oraz udział w zyskach Pagedu

Sezonowość

Działalność Spółki charakteryzuje się znaczną sezonowością. Historycznie najgorszym dla Spółki okresem jest I kwartał. W I półroczu spółka realizuje około 1/3 rocznej sprzedaży, 2/3 przypada na drugą połowę roku. Ostatnie dwa kwartały charakteryzują się też lepszą rentownością.

Przejęcie Finalu, emisja akcji

Spółka podtrzymuje plany poszerzenia grupy kapitałowej o tłocznię profili. Celem przejęcia miałby być Final z Dąbrowy Górniczej, którego właścicielem jest obecnie PBK Inwestycje. Przejęcie Finalu miałoby być finansowane emisją akcji. Plan akwizycji w tym roku nie zostanie wykonany, ponieważ bank nie zamierza na chwilę obecną sprzedać Finalu.

Jednocześnie Yawal buduje nowy zakład w Herbach. Spółka otrzymała już pozwolenie na budowę, prace powinny zakończyć się w lutym 2007r. Uruchomienie zakładu powinno znaleźć pozytywne odzwierciedlenie w rentowności działalności Spółki. Nakłady inwestycyjne związane z nowym zakładem będą wyższe niż wcześniej przewidywaliśmy i wyniosą ok. 20 mln PLN.

Koncentracja wokół Yawalu System

Po zmianie strategii Spółka będzie koncentrowała swoją działalność wokół firm zależnych związanych z przetwórstwem aluminium, głównie Yawalu System. Przewidujemy, że docelowo spółki zostaną połączone, co skutkowałoby redukcją kosztów, ale także poprawą przejrzystości Grupy. Jednocześnie ważnym elementem strategii Spółki pozostaje zaangażowanie kapitałowe w Paged (Yawal posiada akcje odpowiadające 12.6% kapitału zakładowego producenta mebli).

Wycena i rekomendacja

Kurs akcji Spółki wzrósł o 11.2% od momentu wydania naszej pozytywnej rekomendacji w marcu br. Uwzględniając opublikowane wyniki finansowe oraz realizację prognoz rocznych sporządziliśmy wycenę walorów przy wykorzystaniu modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej.

W oparciu o model DCF wyceniamy Yawal na 91 mln PLN, co daje 22.4 PLN na jedną akcję Spółki. Bazując na metodzie porównawczej szacujemy wartość Grupy na 114 mln PLN (28.1 PLN na akcję). Naszą wycenę oparliśmy na modelu DCF (waga 75%), metodzie porównawczej nadałmy wagę 25%. Nasze założenia dają wycenę jednej akcji Spółki na poziomie 23.8 PLN, co skłania nas do wydania rekomendacji akumuluj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	23 / 6,9		
Liczba akcji (mln)	4.063		
Kapitalizacja (mln PLN)	85		
EV (mln PLN)	88		
Free float (mln PLN)	22		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.2		
Główny akcjonariusz	E. Mzyk		
% akcji, % głosów	55.6 / 76.4		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	10.6	6.6	153.3
Zmiana rel. WIG (%)	7.4	4.9	112.8

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 metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniamy Yawal na 91 mln PLN, co daje 22.4 PLN na jedną akcję spółki.

Bazując na metodzie porównawczej szacujemy wartość Grupy na 114 mln PLN (28.1 PLN na akcję).

Z uwagi na brak spółek notowanych na GPW, które swoim profilem działalności odpowiadają Yawalowi wybraliśmy spółki, których wyniki finansowe uzależnione są od koniunktury w budownictwie. Mając na uwadze ten mankament wyceny porównawczej postanowiliśmy oprzeć naszą końcową wycenę Spółki na modelu DCF (waga 75%), a metodę porównawczą traktujemy jako potwierdzenie wskazań modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 25%).

Na podstawie przeprowadzonych szacunków podwyższamy cenę docelową dla walorów Yawalu do 23.8 PLN (wobec 23 PLN w raporcie z marca br.). Wyższa cena jest głównie skutkiem wyższej wyceny metodą porównawczą (28.1 PLN wobec 23.1 PLN w poprzednim raporcie), cena docelowa wynikająca w modelu DCF jest niższa niż w poprzednim raporcie (22.4 PLN wobec 23.0 PLN w poprzednim raporcie).

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Yawalu (mlnPLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	91	22.4
Wycena porównawcza do wybranych spółek	114	28.1
Wycena Yawalu	97	23.8

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wycena spółki metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest niższa niż w poprzednim raporcie, na co wpływ miał głównie wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych, które są bazą do estymacji poziomu stopy wolnej od ryzyka. Zwiększyliśmy także poziom inwestycji w tym oraz kolejnym roku, co jest wynikiem weryfikacji planów spółki dotyczących budowy zakładu w Herbach (Spółka otrzymała już pozwolenie na budowę, inwestycja zakończy się w lutym 2007r.).

Elementem wpływającym pozytywnie na wycenę metodą DCF (w stosunku do raportu z marca br.) była aktualizacja wyceny posiadanego przez Yawal pakietu akcji Pagedu. Wyceniając walory Pagedu przyjęliśmy średnią cenę akcji na GPW z ostatnich sześciu miesięcy (24.20 PLN, wobec 20.30 PLN przyjętych w raporcie z marca).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 >2015	
sprzedaż	65.5	77.9	92.4	105.1	113.2	119.4	125.7	131.8	138.2	145.0	
EBIT (1-T)	5.1	6.1	6.1	6.6	7.2	7.6	8.0	8.3	8.7	9.2	
amortyzacja	2.2	3.2	4.4	4.4	4.1	3.8	3.6	3.5	3.4	3.4	
inwestycje	17.3	5.1	2.5	2.5	2.4	3.0	3.2	3.5	3.4	3.4	
zmiana kap.obrotowego	-4.9	-2.9	-0.5	-1.9	-0.5	-0.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	
FCF	(14.8)	1.3	7.5	6.6	8.4	7.6	7.8	7.7	8.1	8.5	117
zmiana FCF			493.32%	-11.21%	26.43%	-9.61%	3.12%	-2.07%	5.82%	4.40%	2.0%
dlug/kapitał	38.3%	34.6%	31.1%	27.7%	24.5%	21.6%	18.9%	16.4%	14.2%	12.3%	12.3%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	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%	1.0%
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	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	6.0%	6.3%	6.6%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.2%	6.0%
koszt kapitału	9.5%	9.8%	10.1%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.7%	10.0%
WACC	7.7%	8.2%	8.7%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	10.1%	9.4%
PV (FCF)	(14.4)	1.1	6.1	4.9	5.7	4.7	4.3	3.8	3.6	3.4	47.5
wartość DCF (mln PLN)	70.9						48				
gotówka/dług netto	-3.4										
wycena pakietu Pagedu	23.5										
wycena DCF (mln PLN)*	91.0										
Liczba akcji (mln)	4.1										

wycena 1 akcji (PLN) 22.4

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

*z uwzględnieniem średniej ceny rynkowej akcji Pagedu z ostatnich 6 miesięcy (24.2 PLN)

Wycena porównawcza

Wyceniając Spółkę metoda porównawczą oparliśmy się na trzech wskaźnikach, które mają największe znaczenie dla inwestorów: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Szacując wskaźnik P/E uwzględniliśmy zysk z wyłączeniem transakcji jednorazowych, ale zawierający proporcjonalny do zaangażowania udział w zyskach Pagedu (na podstawie naszych prognoz zysku spółki).

Z uwagi na fakt, że nie znaleźliśmy spółek notowanych na GPW, które swoim profilem odpowiadają działalności Yawalu sporządzając wycenę porównaliśmy wskaźniki rynkowe ze wskaźnikami spółek związanych pośrednio i bezpośrednio z branżą budowlaną. Z uwagi na rosnącą pozycję Yawalu na rynkach w regionie staraliśmy się dobrać spółki, które rozwijają eksport w tych kierunkach.

Zauważamy znaczne różnice w działalności prowadzonej przez spółki wyselekcjonowane w celu przeprowadzenia analizy, dlatego wydając rekomendację kierowaliśmy się głównie wyceną sporządzoną przy pomocy metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 75%).

Wycena porównawcza do wybranych spółek

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p
GRUPA KETY	10.1	8.3	7.5	13.9	11.0	10.0	16.1	12.8	11.4
CERSANIT	15.3	12.7	11.5	18.7	15.5	14.1	21.4	17.9	15.9
OPOCZNO SA	7.5	6.2	5.8	14.5	9.8	8.0	15.6	10.6	8.2
POLIMEX MOSTOSTAL SIEDLCE	16.6	14.8	14.2	22.8	19.9	19.3	34.3	25.1	23.7
BUDIMEX	25.7	17.1	12.2	42.5	23.5	15.4	37.0	27.0	23.5
Mediana	15.3	12.7	11.5	18.7	15.5	14.1	21.4	17.9	15.9

Yawal	9.2	8.8	7.0	13.1	12.7	10.6	14.9	13.5	12.3
Premia/Dyskonto	-40.14%	-30.45%	-39.70%	-29.79%	-18.19%	-24.60%	-30.63%	-24.61%	-22.57%

Wycena grupy Yawal przy danym wskaźniku w porównaniu do wybranych spółek

Wycena (mln PLN)	128	113	128	112	99	106	122	113	110
Wagi wskaźników	10%	15%	15%	9%	13%	13%	5%	10%	10%

Wycena ważona (mln PLN)

114

Wycena 1 akcji grupy Yawal (PLN)

28.1

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki II kw., realizacja planów rocznych

Wyniki skonsolidowane Yawalu za II kw. 2006r.

mln PLN	2Q'06	2Q'05	Zmiana	1-2Q'06	1-2Q'05	Zmiana
Sprzedaż	15.1	12.4	22.25%	24.9	20.7	20.48%
EBIT	1.2	1.4	-15.94%	1.3	1.6	-17.50%
Zysk netto	0.9	7.5	-87.77%	3.2	14.3	-77.87%
Marża operacyjna	7.80%	11.34%		5.19%	7.58%	
Marża netto	6.05%	60.48%		12.74%	69.34%	

Źródło: Yawal, raport skonsolidowany wg. MSSF

Wyniki kwartalne opublikowane przez Spółkę były gorsze od naszych oczekiwań.

Satysfakcjonujący jest wzrost przychodów o 20.48% w I półroczu 2006r., który potwierdza zasadność przyjętych przez nas rocznych prognoz sprzedaży Spółki. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami mniejszą niż zakładaną przez zarząd dynamiką sprzedaży charakteryzuje się zakład na Ukrainie, pozytywne tendencje widać natomiast w Yawalu System oraz Yawalu CS (sprzedaż w Czechach i na Słowacji).

Zauważamy spadek marży brutto ze sprzedaży do 28.95% w I półroczu 2006r. z 29.02% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Niższe marża była efektem wyższych kosztów surowców, co wynikało z wzrostu cen metali na rynkach światowych. Spodziewamy się poprawy sytuacji w drugiej połowie roku, co będzie skutkiem wprowadzonej w czerwcu 4-procentowej podwyżki cen produktów Yawalu.

Marża na sprzedaży była wyższa niż w roku ubiegłym (6.25% w I półroczu 2006r. wobec 4.04% w 2005r.), a spadek marży operacyjnej wynikał z ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (-263 tys. PLN w I półroczu 2006r. wobec +732 tys. PLN w roku ubiegłym).

Wynik netto w okresach rocznych nie jest porównywalny, ponieważ w 2005r. spółka wykazała wysoki dodatni wynik na operacjach finansowych związanych rozwiązaniem znacznych rezerw.

Wykonanie prognoz rocznych

mln PLN	1-2Q'06	Prognoza zarządu	Wykonanie prognozy	Prognoza Millennium DM	Wykonanie prognozy
Sprzedaż	24.9	72.8	34.19%	65.5	37.99%
EBIT	1.3			5.1	25.24%
Zysk netto	3.2	11.3	28.05%	9.9	32.13%

Źródło: Yawal, Millennium Dom Maklerski S.A.

Działalność spółek zależnych związanych z przetwórstwem aluminium charakteryzuje się znaczną sezonowością. Sprzedaż Spółki w I półroczu jest generalnie niższa niż przychody osiągnięte w drugiej części roku (historycznie na I półroczu przypada 1/3 sprzedaży, 2/3 realizowane jest w dwóch ostatnich kwartałach).

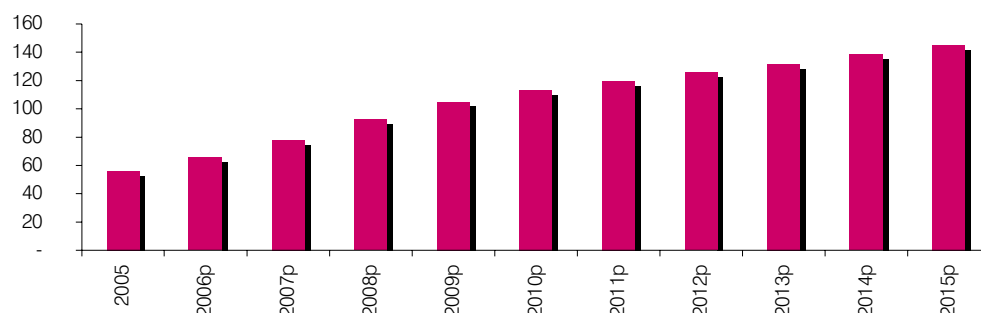
Wahania sezonowe oraz wyniki I półrocza potwierdzają zasadność prognozowanych poziomów rocznej sprzedaży. Podtrzymujemy nasze bardziej konserwatywne prognozy, głównie z powodu mniej dynamicznego wzrostu zakładu na Ukrainie (zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami).

Nie widzimy zagrożeń dla prognozowanego przez zarząd zysku netto Spółki z działalności pozostałej (5.4 mln PLN), uważamy jednak, że wynik z działalności aluminiowej będzie niższy niż prognozowany przez zarząd (zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami).

Historycznie lepsza rentowność osiągnięta w drugiej połowie roku powinna skutkować wykonaniem planu na poziomie operacyjnym, także dzięki wprowadzonej w czerwcu podwyżce cen produktów Yawalu.

Prognozy wyników finansowych

Prognozowana wielkość przychodów Grupy (mln zł)



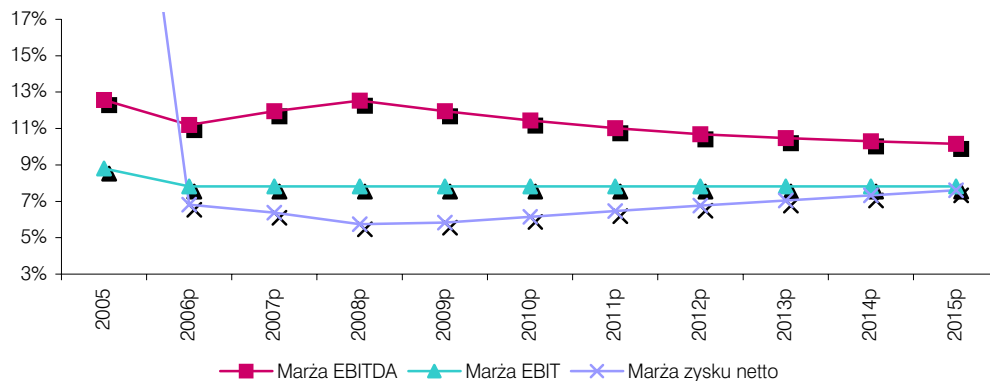
Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognozując przychody przyjęliśmy założenia analogiczne jak w poprzednim raporcie dotyczącym Spółki (z marca br.). Nasze szacunki są bardziej konserwatywne niż prognozy zarządu, czego zasadność potwierdzają opublikowane wyniki kwartalne.

Z uwagi na fakt, iż odbiorcami Yawalu są spółki z sektora budownictwa poziom sprzedaży uzależniliśmy od wzrostu rynku budowlanego. Perspektywy dla budownictwa oceniamy pozytywnie, wzrost produkcji budowlano-montażowej skutkował będzie stopniowym wzrostem przychodów Spółki.

Uważamy, że w średnim terminie sprzedaż na rynkach wschodnich powinna charakteryzować się wyższą dynamiką wzrostu niż sprzedaż krajowa.

Prognozowana wysokość marż

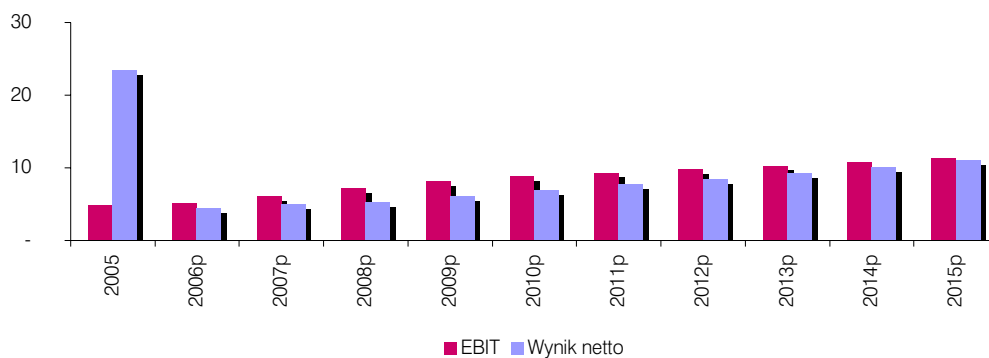


Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W naszej prognozie zakładamy utrzymanie się marży brutto ze sprzedaży na stałym poziomie osiągniętym w 2005r. Nasze założenie implikuje bardziej konserwatywne podejście do marży netto niż prognozy zarządu Yawalu (spółka zakłada osiągnięcie marży na poziomie 10%), co wydaje nam się uzasadnione na podstawie analizy wyników kwartalnych opublikowanych przez Spółkę.

Wzrost marży netto w 2005r. (zgodnie z wykresem) wynikał z zaksięgowania zdarzeń jednorazowych (rozwiązanie rezerw). W naszych prognozach skupiliśmy się na analizie działalności Yawalu w segmencie systemów aluminiowych.

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



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Pozytywny trend w przypadku prognozowanych zysków jest konsekwencją założeń przyjętych dla projekcji przychodów i poziomu marż.

Sprawozdania finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody netto	349.6	56.2	65.5	77.9	92.4	105.1
koszty wytworzenia	239.0	39.7	46.3	55.0	65.3	74.2
zysk brutto na sprzedaży	110.6	16.5	19.2	22.9	27.1	30.8
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	80.2	12.5	14.1	16.8	19.9	22.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3.9	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	42.0	7.1	7.3	9.3	11.6	12.6
EBIT	26.5	4.9	5.1	6.1	7.2	8.2
saldo finansowe	-8.5	20.3	1.4	-1.1	-1.0	-0.6
zysk przed opodatkowaniem	19.0	25.2	6.5	5.0	6.2	7.6
podatek dochodowy	5.9	1.6	0.0	0.0	0.9	1.4
korekty udziałów mniejszościowych	-3.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	9.9	23.5	6.5	5.0	5.3	6.1
zysk netto*	-	-	8.3	6.9	7.3	8.2
EPS	2.4	5.8	1.6	1.2	1.3	1.5
EPS*	-	-	2.1	1.7	1.8	2.0

*z uwzględnieniem udziału w zysku Pagedu

Bilans (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
aktywa trwałe	126.7	35.0	49.2	51.0	49.0	47.2
wartości niematerialne i prawne	0.5	0.0	0.3	0.3	0.2	0.3
rzeczowe aktywa trwałe	111.5	16.7	31.8	33.7	31.8	29.9
inwestycje długoterminowe	13.7	18.3	17.1	17.1	17.1	17.1
aktywa obrotowe	131.1	24.6	32.0	37.4	47.5	57.7
zapasy	51.1	8.5	9.9	11.8	14.0	15.9
należności	54.2	14.1	13.1	17.4	19.6	22.9
inwestycje krótkoterminowe	23.0	1.4	8.4	7.6	13.3	18.3
rozliczenia międzyokresowe	2.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
aktywa razem	257.8	59.6	81.2	88.4	96.5	104.9
kapitał własny	6.2	32.6	39.2	44.1	49.4	55.6
zobowiązania i rezerwy	166.8	26.9	42.1	44.3	47.1	49.4
zobowiązania długoterminowe	13.9	5.3	24.8	23.8	22.8	21.8
zobowiązania krótkoterminowe	138.8	21.5	17.3	20.4	24.2	27.6
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	257.8	59.6	81.2	88.4	96.5	104.9
BVPS	1.5	8.0	9.6	10.9	12.2	13.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	9.9	23.5	6.5	5.0	5.3	6.1
amortyzacja	15.5	2.1	2.2	3.2	4.4	4.4
zmiana kapitału obrotowego	4.3	0.0	-4.9	-2.9	-0.5	-1.9
gotówka z działalności operacyjnej	30.7	-25.3	-1.9	6.4	10.1	9.2
inwestycje (capex)	-31.3	34.6	-12.0	-5.1	-2.4	-2.5
gotówka z działalności inwestycyjnej	-31.3	34.6	-12.0	-5.1	-2.4	-2.5
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-3.9	0.0	19.5	-1.0	-1.0	-1.0
gotówka z działalności finansowej	-0.9	-16.6	20.9	-2.1	-2.0	-1.6
zmiana gotówki netto	-1.5	-7.3	7.0	-0.8	5.7	5.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	6.3	6.3	2.1	2.0	2.4	2.6
FCFPS	-0.4	-1.8	1.7	-0.2	1.4	1.2

Wskaźniki (%)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	6.46	-83.94	16.67	18.91	18.62	13.69
zmiana EBITDA	1.58	-83.20	3.95	26.85	24.29	8.55
zmiana EBIT	-16.82	-81.33	3.52	18.91	18.62	13.69
zmiana zysku netto	362.09	137.26	-72.28	-23.68	6.80	15.41
marża EBITDA	12.02	12.58	11.20	11.95	12.52	11.96
marża EBIT	7.58	8.81	7.81	7.81	7.81	7.81
marża netto	2.83	41.82	9.94	6.38	5.74	5.83
sprzedaż/aktywa (x)	135.63	94.23	80.71	88.13	95.76	100.11
dług / kapitał (x)	225.23	14.71	62.07	52.81	45.12	38.34
odsetki / EBIT	-32.25	409.61	27.19	-18.37	-13.53	-7.89
stopa podatkowa	47.90	6.81	0.00	0.00	15.00	19.00
ROE	159.90	71.95	18.14	11.93	11.34	11.67
ROA	3.84	39.40	9.25	5.86	5.74	6.08
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-5.3	-3.4	-15.9	-15.7	-9.0	-3.0

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

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

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

Łukasz 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

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, o 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 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 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 nie trafne. 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
Yawal	Kupuj	30 mar 06	18.80

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%
Sprzedaj	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		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*