

Ulma

Kontynuacja dobrych wyników

Ulma pokazała dobre wyniki finansowe za III kw. 2007 roku. Co prawda, spółka odnotowała nieco niższy poziom sprzedaży od oczekiwań, ale wyższe marże umożliwiły osiągnięcie wysokich zysków, zgodnych z naszymi prognozami. Utrzymujący się wysoki popyt na produkty Ulmy, który prawdopodobnie zostanie jeszcze wzmocniony nadchodzącymi dużymi inwestycjami infrastrukturalnymi, oraz spodziewana kontynuacja ekspansji zagranicznej spółki, przyczynią się do dalszej poprawy jej wyników. Mając na uwadze powyższe czynniki, podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Ulmy. Cenę docelową podwyższamy nieznacznie z 371.5 PLN na 371.7 PLN za akcję.

poprzednia rekomendacja: kupuj

kupuj

Cena (29/10/2007)	305.0
Cena docelowa	371.7

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2005	98.6	25.4	44.9	22.3	18.2	3.7	7.7	13.9	83.4	22.3	63.7	36.1	26.7
2006	154.3	45.6	74.7	41.1	32.9	6.7	12.7	20.6	46.0	15.0	35.5	21.7	32.7
2007p	223.8	73.8	118.1	68.9	55.8	11.4	20.5	50.7	27.2	6.1	21.9	13.7	22.5
2008p	289.1	95.6	160.4	90.3	73.2	15.0	28.2	65.6	20.7	4.7	16.9	10.1	22.8
2009p	358.5	119.3	202.8	113.6	92.0	18.8	35.9	77.0	16.5	4.0	13.6	8.0	24.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Dobry III kwartał

W III kw. 2007 roku przychody ze sprzedaży Ulmy wyniosły 56.3 mln PLN, co oznacza wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku o 33.6%. W analizowanym okresie zysk operacyjny spółki zwiększył się o 17.2% r/r do poziomu 18.8 mln PLN, a zysk netto osiągnął wartość 14.7 mln PLN (+25.3% r/r).

Marże niższe r/r, ale wyższe kw./kw.

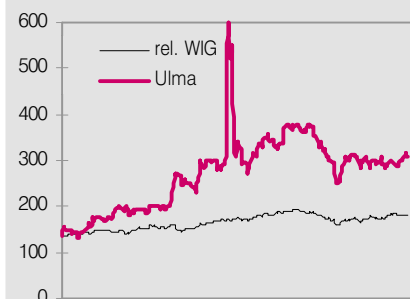
Ulma osiągnęła w II kw. br. marżę brutto na sprzedaży na poziomie 39.9%, co oznacza spadek o 6.4 pp. w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, ale równocześnie wzrost o 0.5 pp. kw./kw. Marża operacyjna wyniosła w III kw. 33.3% (-4.7 pp. r/r oraz +3 pp. kw./kw.), a marża netto ukształtowała się na poziomie 26% (-1.8 pp. r/r oraz +2.8 pp. kw./kw.). Niekorzystna statystyka roczna marż wynika, naszym zdaniem, ze zwiększonej sprzedaży w III kw. 2006 roku już amortyzowanych szalunków, co przyczyniło się do gwałtownego wzrostu marż w tamtym okresie.

Realizowane inwestycje

Ulma w dalszym ciągu inwestuje w modernizację oraz dywersyfikację bazy produktowej. W tym celu w III kw. spółka dokonała zakupów inwestycyjnych szalunków od podmiotu zależnego (42.2% zakupów) oraz hiszpańskiej spółki-matki (57.8%) na kwotę 35.6 mln PLN. Dodatkowo Ulma jest w trakcie budowy nowej sieci logistycznej, która zakłada powstanie 3 centrów dystrybucyjnych. Pierwsze z nich, w Krzesinach pod Poznaniem, już powstaje, a dwa następne są na etapie zakupu gruntów pod ich budowę. Cała inwestycja ma zostać ukończona do końca 2009 roku.

Podtrzymanie rekomendacji

Od naszej rekomendacji cena walorów Ulmy wzrosła o prawie 10%. Uważamy, iż, w odniesieniu do dobrych perspektyw rozwoju spółki, potencjał wzrostu jej akcji nie został jeszcze wyczerpany i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Ulmy. Cenę docelową, która opiera się na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, nieznacznie podwyższamy z 371.5 PLN do 371.7 PLN za akcję. Dla celów poglądowych zamieszczamy także zaktualizowaną wycenę porównawczą do firmy Żurawie Wieżowe.



paź gru sty lut mar maj cze lip sie wrz paź
06 06 07 07 07 07 07 07 07 07

Max/min 52 tygodnie (PLN)	598 / 130
Liczba akcji (mln)	5.3
Kapitalizacja (mln PLN)	1 603
EV (mln PLN)	1 704
Free float (mln PLN)	393
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	2.0
Główny akcjonariusz	ULMA C y E, S. Coop.
% akcji, % głosów	49.40/598
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	0.5 -5.3 129.6
Zmiana rel. WIG (%)	-5.5 -7.5 94.2

Radostaw Łukaszcuk

(022) 598 26 88

radoslaw.lukaszcuk@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki Ulmy za III kwartał 2007r.

mIn PLN	III kwartał 2007	III kwartał 2006	zmiana	I-III kwartał 2007	I-III kwartał 2006	zmiana
Przychody	56.3	42.2	33.6%	160.8	103.5	55.3%
Wynik brutto na sprzedaży	22.5	20.0	12.7%	63.8	43.0	48.3%
EBIT	18.8	16.0	17.2%	51.5	31.2	65.0%
EBITDA	29.6	24.2	22.4%	81.0	52.4	54.6%
Zysk netto	14.7	11.7	25.3%	39.1	22.3	75.0%
Marża brutto na sprzedaży	39.9%	47.3%		39.7%	41.5%	
Marża EBIT	33.3%	37.9%		32.0%	30.1%	

Źródło: Ulma Construcción Polska S.A.

Przychody w III kwartale

Przychody Ulmy w III kwartale 2007 roku osiągnęły poziom 56.3 mln PLN, co oznacza wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku o 33.6%. Na ich wysokość pozytywnie wpłynął utrzymujący się wysoki popyt na produkty spółki, związany ze wzrostem inwestycji budowlanych w Polsce. Sprzedaż wygenerowana na terenie naszego kraju wyniosła 41.2 mln PLN, co oznacza wzrost o 27.5% r/r. Jeszcze bardziej dynamiczne zwiększenie przychodów Ulma odnotowała na rynkach zagranicznych (oprócz Ukrainy) - 91.2% r/r. Z kolei negatywnie na wyniki spółki wpłynęła niska sprzedaż (1.6 mln PLN) wygenerowana na rynku ukraińskim (spadek o 41.5% r/r).

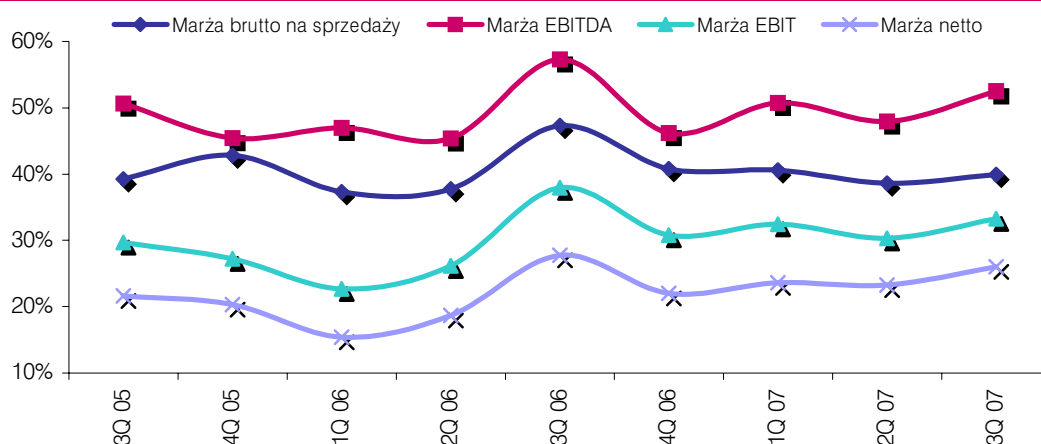
Marże niższe r/r, ale wyższe kw./kw.

Ulma osiągnęła w II kw. br. marżę brutto na sprzedaży na poziomie 39.9%, co oznacza spadek o 6.4 pp. w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, ale równocześnie wzrost o 0.5 pp. kw./kw. Marża operacyjna wyniosła w III kw. 33.3% (-4.7 pp. r/r oraz +3 pp. kw./kw.), a marża netto ukształtowała się na poziomie 26% (-1.8 pp. r/r oraz +2.8 pp. kw./kw.). Niekorzystna statystyka roczna marż wynika, naszym zdaniem, ze zwiększonej sprzedaży w III kw. 2006 roku już zamortyzowanych szalunków ("czysty zysk"), co przyczyniło się do gwałtownego wzrostu marż w tamtym okresie. Niekorzystnie na marże spółki osiągnięte w III kw. wpłynęła także strata wypracowana przez podmiot zależny na Ukrainie.

Ekspansja zagraniczna

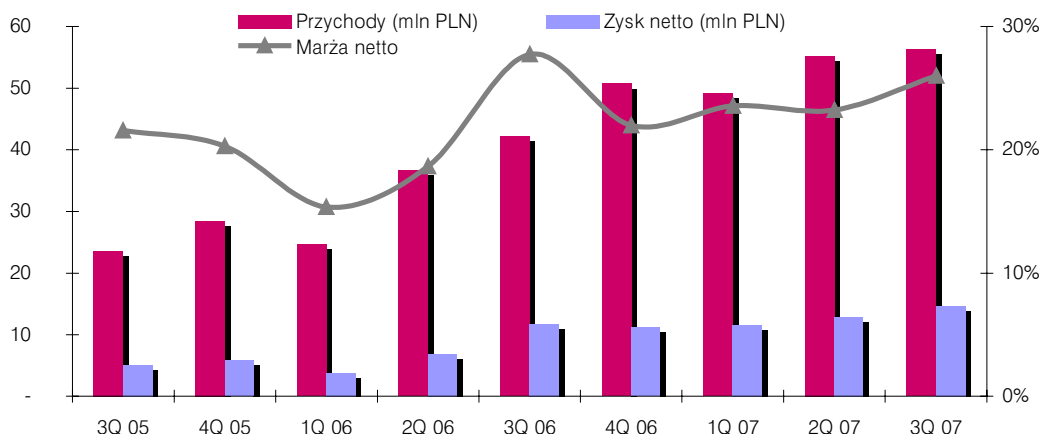
Oprócz dynamicznego rozwoju na rynku krajowym, Ulma realizuje ekspansywną strategię rozwoju na rynkach zagranicznych. W tym celu 9 października 2007 roku spółka podpisała akt założycielski podmiotu handlowego Ulma Cofraje Sp. z o.o. z siedzibą w Rumunii. Ulma objęła w nowo utworzonym podmiocie 30% udziałów (reszta została objęta przez Ulma C y E, S. Coop.). Przedmiotem działalności w/w podmiotu będzie wydzierżawianie i sprzedaż deskowań i rusztowań budowlanych, w tym również na zasadach leasingu.

Wysokość marż Ulmy w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ulma Construcción Polska S.A.

Wyniki finansowe Ulmy w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ulma Construcción Polska S.A.

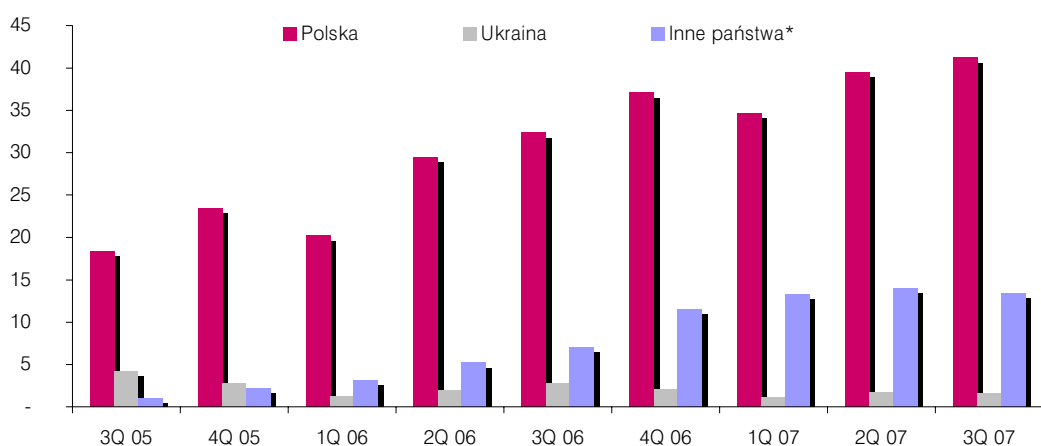
Realizowane inwestycje

Ulma w dalszym ciągu inwestuje w modernizację oraz dywersyfikację bazy produktowej. W III kw. 2007 roku spółka dokonała zakupów inwestycyjnych szalunków od podmiotu zależnego (42.2% zakupów) oraz hiszpańskiej spółki-matki (57.8%) na kwotę 35.6 mln PLN. Dodatkowo Ulma jest w trakcie budowy nowej sieci logistycznej, która zakłada powstanie 3 centrów dystrybucyjnych. Pierwsze z nich, w Krzesinach pod Poznaniem, już powstaje, a dwa następne są na etapie zakupu gruntów pod ich budowę. Cała inwestycja ma zostać ukończona do końca 2009 roku.

Przyjęte założenia

W naszym modelu założyliśmy, iż przychody ze sprzedaży Ulmy wzrosną w 2007 roku o ponad 45% do poziomu 223.8 mln PLN (obniżyliśmy prognozowane przychody w stosunku do ostatniej rekomendacji o 7 mln PLN), z czego obrót spółki na rynku polskim wyniesie ok. 160 mln PLN. Ponadto po publikacji wyników kwartalnych podnieśliśmy nieznacznie marże spółki na najbliższe lata.

Segmentacja geograficzna przychodów Ulmy w poszczególnych kwartałach (mln PLN)



* m.in. Rosja, Kazachstan, Litwa, Białoruś, Bułgaria, Niemcy i Hiszpania

Źródło: Ulma Construcción Polska S.A.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Końcowej wyceny Ulmy dokonaliśmy wyłącznie w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, która naszym zdaniem w sposób najwłaściwszy i najbardziej zbliżony określa fair value spółki. Wycenę porównawczą do polskich spółek sporządziliśmy wyłącznie dla celów poglądowych, gdyż jedyną polską spółką notowaną na GPW w Warszawie, której działalność jest podobna do działalności Ulmy, jest firma Żurawie Wieżowe. Zrezygnowaliśmy natomiast całkowicie z wyceny porównawczej do spółek zagranicznych, gdyż żaden z głównych konkurentów Ulmy na rynku krajowym nie ma statusu spółki publicznej, a spółki notowane na zachodnioeuropejskich i amerykańskich giełdach o profilu biznesowym zbliżonym do Ulmy prowadzoną działalność w zdecydowanej większości na rynkach i w otoczeniach rynkowych o bardzo dobrze rozwiniętej i utrwalonej strukturze, co sprawia, że ich dynamika rozwoju jest zdecydowanie niższa od obszarów, na których koncentruje swoją działalność operacyjną Ulma. Bazując na metodzie DCF, szacujemy wartość Ulmy na 1953 mln PLN, czyli 371.7 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Ulmy (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1953	371.7
Wycena spółki Ulma	1953	371.7

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- ☐ średnioroczny wzrost produkcji budowlano-montażowej w Polsce latach 2007-2012 na poziomie 19%, a w latach 2013-2016 na poziomie 6%,
- ☐ spadek kursu EUR/PLN z 3.82 PLN w 2007 roku do 3.80 PLN w 2008 i dalej jego stabilizacja na tym poziomie, a kursu USD/PLN z 2.80 PLN w 2007 roku do 2.60 PLN w 2008 i dalej także jego stabilizacja,
- ☐ długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5% (założona stopa procentowa jest konserwatywna z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej),
- ☐ premia rynkowa za ryzyko - 5%
- ☐ współczynnik *Beta* na poziomie 1.0.
- ☐ długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 3%.

Wycena DCF

Metoda ta pozwala w najlepszy sposób uwzględnić wszystkie czynniki kształtujące wartość firmy. Wolne przepływy gotówkowe (free cash flow to firm) obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników spółki do roku obrotowego za okres 2007-2016. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużyliśmy się rentownościami obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	<2016
Sprzedaż	223.8	289.1	358.5	432.4	509.5	588.3	649.9	707.1	754.9	795.9	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	59.7	77.4	96.6	115.1	134.9	155.3	170.6	184.4	196.5	206.9	
Amortyzacja	44.4	64.8	83.6	90.8	96.6	101.2	103.0	102.4	101.9	101.5	
Inwestycje	-150.0	-140.0	-120.0	-120.0	-120.0	-120.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	
Zmiana kap.obrotowego	-14.6	-15.8	-16.9	-17.8	-18.6	-19.0	-14.8	-13.8	-11.5	-9.9	
FCF	(60.5)	(13.6)	43.3	68.1	92.8	117.5	158.7	173.0	186.9	198.5	3 337
Zmiana FCF				57.3%	36.3%	26.6%	35.1%	9.0%	8.0%	6.2%	3.0%
Dług/Kapitał	29.5%	27.8%	24.7%	21.9%	19.3%	18.7%	18.3%	17.9%	17.6%	17.3%	17.0%
Stopa wolna od ryzyka	5.2%	5.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	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	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	4.9%
Koszt kapitału	10.2%	10.4%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.0%
WACC	8.7%	9.0%	9.3%	9.4%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.1%
PV (FCF)	(60.1)	(12.4)	36.0	51.6	63.9	73.8	90.9	90.5	89.3	86.5	1454.9
Wartość DCF (mln PLN)	1964.9	w tym wartość rezydualna					1455				
(Dług) Gotówka netto	-101.4										
Emisja akcji	89.9										
Wycena DCF (mln PLN)	1953.4										
Liczba akcji (mln)	5.3										
Wycena 1 akcji (PLN)	371.7										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny Ulmy na przyjęte założenia po okresie prognozy								
PLN		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_f rezydualna		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	4.0%	296.7	327.2	367.6	423.6	506.6	642.2	903.4
	4.5%	285.4	312.5	347.7	395.4	463.7	569.5	755.4
	5.0%	275.3	299.5	330.5	371.7	428.9	513.8	653.1
	5.5%	266.2	288.0	315.5	351.4	400.1	469.9	578.3
	6.0%	258.0	277.7	302.4	333.9	375.9	434.3	521.2

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą porównawczą do polskich spółek

Do grupy porównawczej polskich spółek zakwalifikowaliśmy tylko firmę Żurawie Wieżowe, gdyż jest to jedyna spółka notowana na GPW w Warszawie, której działalność (dzierżawa żurawi wieżowych) jest podobna do działalności operacyjnej prowadzonej przez Ulmę. Zarówno jedna, jak i druga zajmują się dzierżawą urządzeń (produktów) wykorzystywanych przy prowadzeniu prac budowlanych i są narażone na podobne rodzaje ryzyk. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
EFH ŻURAWIE WIEZOWE	ZUR	Polska	27.6	16.3	14.2	33.7	19.7	16.8	39.4	25.1	21.6
			27.6	16.3	14.2	33.7	19.7	16.8	39.4	25.1	21.6
Dług netto											
Wyniki spółki Ulma (mln PLN)		101.4	118.1	160.4	202.8	73.8	95.6	119.3	55.8	73.2	92.0
Emisja akcji		89.9									
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			3253	2601	2864	2474	1869	1998	2198	1839	1989
Wagi				40%			30%			30%	
Wycena						2399					
Wycena na 1 akcję						456.5					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	98.6	154.3	223.8	289.1	358.5	432.4
koszty wytworzenia	60.0	90.5	131.1	168.9	208.8	253.5
zysk brutto na sprzedaży	38.6	63.7	92.8	120.1	149.7	178.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	12.8	17.7	19.0	24.6	30.5	36.8
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.4	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	44.9	74.7	118.1	160.4	202.8	232.9
EBIT	25.4	45.6	73.8	95.6	119.3	142.1
saldo finansowe	-3.1	-4.6	-4.9	-5.2	-5.7	-5.4
zysk przed opodatkowaniem	22.3	41.1	68.9	90.3	113.6	136.8
podatek dochodowy	4.1	8.1	13.1	17.2	21.6	26.0
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	18.2	32.9	55.8	73.2	92.0	110.8
EPS	3.7	6.7	10.6	13.9	17.5	21.1

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	114.7	181.6	287.2	362.5	398.9	428.2
wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
rzeczowe aktywa trwałe	113.9	180.7	286.4	361.6	398.0	427.2
inwestycje długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa obrotowe	39.2	61.7	112.0	138.2	165.9	211.2
zapasy	9.9	15.3	21.6	27.9	34.4	41.8
należności	27.8	44.2	61.3	79.2	98.2	118.5
inwestycje krótkoterminowe	1.4	2.3	29.0	31.2	33.2	51.0
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	153.9	243.3	399.2	500.7	564.8	639.4
 kapitał własny	 68.1	 100.8	 247.8	 321.0	 376.4	 441.2
zobowiązania i rezerwy	85.8	142.6	151.4	179.7	188.4	198.2
zobowiązania długoterminowe	44.9	90.1	90.1	110.1	110.1	110.1
zobowiązania krótkoterminowe	40.9	52.5	61.3	69.6	78.3	88.1
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rezerwy na zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	153.9	243.3	399.2	500.7	564.8	639.4
BVPS	13.9	20.6	47.2	61.1	71.6	83.9

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	18.2	32.9	55.8	73.2	92.0	110.8
amortyzacja	19.5	29.0	44.4	64.8	83.6	90.8
zmiana kapitału obrotowego	-6.5	-15.0	-14.6	-15.8	-16.9	-17.8
gotówka z działalności operacyjnej	40.7	65.5	90.4	127.4	164.4	189.1
inwestycje (capex)	-55.5	-108.4	-150.0	-140.0	-120.0	-120.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-55.3	-108.2	-150.0	-140.0	-120.0	-120.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-36.6	-46.0
emisja akcji	0.0	0.0	91.3	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	24.6	53.1	0.0	20.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	16.6	44.3	89.9	14.8	-42.3	-51.4
zmiana gotówki netto	2.0	1.6	30.3	2.1	2.1	17.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	8.8
CEPS	7.7	12.7	19.1	26.2	33.4	38.3
FCFPS	0.4	0.3	5.8	0.4	0.4	3.4

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	20.19	56.46	45.12	29.14	24.02	20.60
zmiana EBITDA	56.46	66.47	58.20	35.75	26.49	14.83
zmiana EBIT	101.44	79.73	61.66	29.57	24.81	19.16
zmiana zysku netto	67.38	81.11	69.47	31.11	25.72	20.43
marża EBITDA	45.50	48.41	52.77	55.47	56.58	53.87
marża EBIT	25.75	29.58	32.95	33.06	33.27	32.87
marża netto	18.44	21.35	24.93	25.31	25.66	25.62
sprzedaż/aktywa	64.08	63.40	56.07	57.73	63.47	67.62
dług / kapitał	42.98	50.70	29.49	27.81	24.73	21.89
odsetki / EBIT	12.38	9.45	7.23	6.59	5.74	4.82
stopa podatkowa	18.44	19.81	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	26.69	32.68	22.52	22.79	24.44	25.11
ROA	11.82	13.53	13.98	14.61	16.29	17.32
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-49.9	-101.4	-74.6	-92.5	-90.4	-72.7

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Millennium

dom maklerski

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki i finanse, handel
Michał Buczyński +22 598 26 58 michal.buczynski@millenniumdm.pl	Analityk telekomunikacja, przemysł chemiczny
Radosław Łukaszczuk +22 598 26 88 radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl	Analityk przemysł drzewny i materiałów budowlanych, motoryzacja, energetyka
Łukasz Kołaczkowski +22 598 26 59 lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl	Analityk media, farmaceutyka przemysł spożywczy, elektromaszynowy
Marcin Palenik, CFA +22 598 26 71 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk paliwa i surowce, przemysł metalowy
Konrad Księżopolski +22 598 26 05 konrad.ksiezopolski@millenniumdm.pl	Asystent
Bartosz Szymański bartosz.szymanski@millenniumdm.pl +22 598 26 91	Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Krzysztof Solus +22 598 26 66/7 krzysztof.solus@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Robert Wiaderny +22 598 26 79 robert.wiaderny@millenniumdm.pl	
Marek Przytula +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	

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 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 (zyskowność, 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: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark 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 Nadzoru Finansowego. 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. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za 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 nieaktualne. 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
Ulma	Kupuj	18 Oct 07	287.7
Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2007 roku			
		Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj		7	13%
Akumuluj		14	25%
Neutralnie		23	41%
Redukuj		11	20%
Sprzedaj		1	2%
Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*			
Kupuj		2	50%
Akumuluj			
Neutralnie		2	50%
Redukuj			
Sprzedaj			

*ostatnie 12 miesięcy**