

Internet Group

Ticker: IGR

sektor / branża: Media

ISIN: PLARIEL00046

Profil spółki

Internet Group działa w segmencie reklamy, oferując usługi związane z doradztwem oraz pośrednictwem w zakupie powierzchni reklamowej. Oferta obejmuje również reklamę internetową. Spółka prowadzi także obsługę call center.

Dane podstawowe

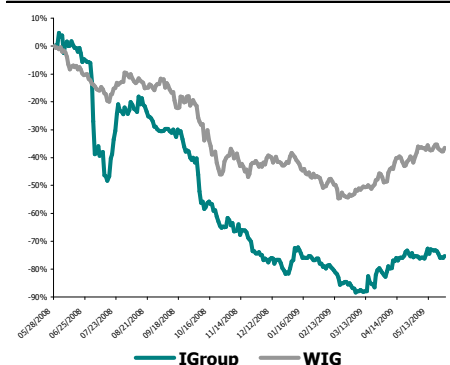
Kurs (27/05/09)	1,65
Wycena porównawcza	1,38
Liczba akcji (tys.)	32 756
Kapitalizacja (mln zł)	54,0
EV (mln zł)	151,2

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	7,19
min cena 52 tygodnie (zł)	0,78
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	459,0

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
ClearRange Media	26,3%	26,3%
BCEF Investment	14,9%	14,9%
Józef Jędrzejczyk	6,5%	6,5%
ING TFI	5,3%	5,3%
KBC TFI	5,2%	5,2%
free float	41,8%	41,8%



Analityk:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2009 r. i wyniki finansowe

W pierwszym kwartale bieżącego roku przychody Spółki znacznie spadły w porównaniu do 2008 r., co jest efektem pogorszenia koniunktury gospodarczej, które ma swoje bezpośrednie przełożenie na wydatki przedsiębiorstw na marketing. Segment marketingowego wsparcia sprzedaży (obejmujący usługi reklamowe), który ma dominujący udział w przychodach IGroup zanotował spadek sprzedaży o 31%. Pozostałe segmenty osiągnęły niewielki wzrost przychodów.

Mimo spadku sprzedaży w Grupie o 22%, zysk operacyjny został utrzymany na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego i wyniósł 1,9 mln zł. Jest to efekt wzrostu marży, który zawdzięczany jest sprzedaży wysokomarżowych produktów i usług segmentu Media On-Line. Istotnym czynnikiem jest fakt, że koszty generowane przez działalność marketingową są proporcjonalne do osiąganych przychodów, w związku z czym nie pogarszają one uzyskiwanej marży.

Obciążeniem, które wywiera istotny wpływ na wynik netto IGroup, jest wysokie zadłużenie. Koszty finansowe ponoszone z tego tytułu są bardzo wysokie i w poprzednim roku wyniosły 12 mln zł, natomiast w samym pierwszym kwartale było to ponad 2,5 mln. Wartość zobowiązań odsetkowych wynosi prawie 100 mln, a pogarszające się wyniki Spółki powodują, że wskaźniki zadłużenia niebezpiecznie rosną. W celu zmniejszenia tych obciążeń Spółka zdecydowała się na emisję akcji. Ponieważ powodzenie emisji jest niepewne, nie uwzględniamy jej skutków w naszej prognozie.

Po uwzględnieniu kosztów finansowych, strata netto IGroup za pierwszy kwartał 2009 r. wyniosła 0,3 mln zł, co jest wynikiem lepszym od ubiegłorocznego. Obecnie głównym katalizatorem dla Spółki jest call center, którego wyniki operacyjne znacznie się poprawiają. Pozostałe segmenty miały wyniki podobne lub gorsze niż w 2008 r.

Emisja akcji z prawem poboru

Obecnie prowadzona jest emisja akcji z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Prawa poboru zostały przyznane już na początku 2008 r., jednak emisja była wielokrotnie przesuwana, co wiązało się z niskimi notowaniami akcji Spółki. Ostatecznie cena akcji w nowej emisji została ustalona na poziomie 1,80 zł, czyli powyżej bieżących notowań na rynku. W związku z tym wydaje się, że zapis na akcje nowej emisji nie ma swojego uzasadnienia w sytuacji, kiedy na rynku można nabyć akcje po niższej cenie.

Celem emisji jest pozyskanie kapitału z przeznaczeniem na zmniejszenie zadłużenia, w szczególności na wykup obligacji mezzanine, które są bardzo niekorzystne dla IGroup. Powodzenie tej emisji znacznie poprawiłoby sytuację finansową Spółki oraz zmniejszyłoby obciążenie wyniku netto kosztami finansowymi, które obecnie są bardzo wysokie. Wysoka cena emisyjna nie gwarantuje jednak powodzenia emisji.

Rynek reklamy i perspektywy na przyszłość

W pierwszym kwartale widoczny był drastyczny spadek na rynku reklamy. Rynek reklamy prasowej skurczył się w tym czasie o 20% w stosunku do ubiegłego roku, natomiast rynek reklamy internetowej zanotował tylko niewielki wzrost, co jest słabym rezultatem po wielu latach dwucyfrowego tempa wzrostu. Jest to zły prognostyk na przyszłość, ponieważ kryzys przeniósł się do gospodarki realnej dopiero na przełomie 2008 i 2009 r., w związku z czym spadki prawdopodobnie będą kontynuowane. W takich warunkach trudno będzie o poprawę wyniku IGroup z ubiegłego roku, ponieważ jedynie call center wykazuje pewną poprawę.

mln zł	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P*	2010P*
Przychody ze sprzedaży	248,5	325,6	77,7	60,7	286,5	300,8
zmiana r/r (%)	55,0%	31,0%	-	-	-12,0%	5,0%
EBITDA	12,9	20,6	2,7	3,2	17,7	18,7
EBIT	11,4	15,4	1,7	1,9	12,3	14,7
marża EBIT (%)	4,6%	4,7%	2,2%	3,1%	4,3%	4,9%
Zysk netto	9,8	3,6	-1,1	-0,3	2,6	5,1
marża netto (%)	3,9%	1,1%	-1,4%	-0,5%	0,9%	1,7%
EPS (zł)	0,30	0,11	-0,03	-0,01	0,08	0,16
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	5,5	15,0	-	-	20,9	10,6
EV / EBITDA	11,7	7,3	56,0	47,2	8,5	8,1

* prognoza nie uwzględniająca emisji akcji

P - prognozy BM BGZ

Wyniki finansowe

W 2008 r. IGroup zanotował bardzo dużą dynamikę przychodów na poziomie 31%. Wzrost ten wynikał głównie z włączenia w strukturę Grupy przejętych spółek, ponieważ podmioty skupione wokół przejętej Call Center Poland były konsolidowane dopiero od listopada 2007 r. Zwiększenie dywersyfikacji przychodów pozwoliło jednocześnie na osiągnięcie większej marży operacyjnej i na znaczne zwiększenie zysku EBIT. Również wielkość zysku EBITDA zwiększyła swoją wartość ze względu na większe odpisy amortyzacyjne związane z odpisami spółek zależnych.

Tab. Wyniki finansowe IGroup

(mln PLN)	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2009P*
Przychody ogółem	248,5	325,6	77,7	60,7	286,5	286,5
<i>zmiana r/r</i>	<i>55,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>100,4%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-12,0%</i>
EBIT	11,4	15,4	1,7	1,9	12,3	12,3
<i>marża operacyjna</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>
EBITDA	12,9	20,6	2,7	3,2	17,7	17,7
Zysk brutto	12,0	4,6	-1,6	-0,5	3,2	5,0
Zysk netto	9,8	3,6	-1,1	-0,3	2,6	4,0
<i>marża netto</i>	<i>3,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,4%</i>
Dług/kapitał własny	0,52	0,54	0,55	0,57	0,51	0,40
Dług/EBITDA	6,95	4,52	34,70	30,91	5,09	4,32
Odsetki/EBIT	0,04	0,52	1,75	1,15	0,75	0,45
Przepływy z działalności operacyjnej	5,7	28,1	2,5	-0,4	16,7	16,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-200,8	-19,9	-5,3	-3,2	-4,0	-4,0
Przepływy z działalności finansowej	193,0	-10,1	2,2	3,0	-12,2	-9,6

* Przy założeniu objęcia wszystkich akcji nowej emisji po cenie 1,80 PLN

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Lepszy wynik operacyjny nie przełożył się jednak na poprawę wyniku netto. Jest to efekt znacznego wzrostu zadłużenia Spółki, które spowodowało, że koszty finansowe wzrosły z 1,5 mln zł 2007 r. do 12 mln zł w 2008 r. Zadłużenie zostało zaciągnięte w formie obligacji mezzanine o bardzo wysokim kuponie odsetkowym, do czego dołożyły się jeszcze jednorazowe koszty związane z tą umową. W rezultacie zysk netto wyniósł jedynie 3,6 mln zł, czyli aż o 60% mniej niż rok wcześniej.

Również pierwszy kwartał bieżącego roku nie był zbyt udany dla Spółki. Pogorszenie koniunktury w branży reklamowej spowodowało, że znacznie spadł popyt na usługi IGroup. W konsekwencji przychody spółki spadły o prawie 22% w stosunku do ubiegłego roku, przy czym cały ten spadek zawdzięczany jest platformie marketingowego wsparcia sprzedaży (spadek z 54,2 do 37,0 mln). Natomiast pozostałe segmenty działalności odnotowały niewielki wzrost przychodów.

Spadek sprzedaży nie spowodował jednak uszczerbku na osiągniętej marży. Większość kosztów jest tu proporcjonalna do wypracowanych przychodów, dlatego marża operacyjna wzrosła w stosunku do pierwszego kwartału 2008 r. o 1 p.p. Dzięki temu, mimo mniejszej sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej pozostał

na zbliżonym poziomie. Dodatkowo poprawa jest zawdzięczana wypracowaniu zysku przez wysokomarżowy sektor, jakim jest Media On-Line, oraz przychodom z dystrybucji rozwiązań technologicznych (Halonet i Imapa).

Jednak na Spółce nadal ciążyą wysokie koszty finansowe, pogarszające wynik netto. W ostatnim kwartale wyniosły one ponad 2,5 mln (rok wcześniej 3,6 mln), co spowodowało, że kwartał został zamknięty ze stratą netto na poziomie 0,3 mln zł (rok wcześniej było 1,1 mln zł straty).

Wysoki poziom zadłużenia pozostaje wciąż bolączką IGroup. W celu jego zmniejszenia przeprowadzana jest obecnie emisja akcji z prawem poboru (o czym niżej), by zastąpić dług odsetkowy kapitałem własnym w strukturze finansowania (ze względu na niepewność odnośnie powodzenia tej emisji nie uwzględniamy jej w prognozie). Jest to niezbędne szczególnie w sytuacji pogarszających się wyników Spółki, ponieważ wskaźniki obrazujące stosunek zadłużenia do zysku EBITDA oraz wielkości odsetek w stosunku do zysku operacyjnego wykazują niebezpieczne poziomy. Może to w konsekwencji zagrozić płynności Spółki.

Natomiast w przypadku działalności operacyjnej wyniki wyglądają dobrze i poprawiają się w każdym roku. IGroup wykazuje dodanie wartości przepływów operacyjnych, które w ubiegłym roku wyniosły 28 mln zł, głównie dzięki korzystnym zmianom w kapitale obrotowym. Natomiast ujemny wynik w pierwszym kwartale bieżącego roku pochodzi przede wszystkim ze zmian w rozliczeniach międzyokresowych.

W ubiegłych latach IGroup ponosił spore nakłady inwestycyjne, które wiązały się z akwizycjami. Wysoka wartość przepływów z działalności inwestycyjnej w 2007 r. wiązała się głównie z przejęciem Call Center Poland, w 2008 r. włączone były do Grupy mniejsze podmioty. Finansowanie dla tych transakcji zapewniły emisja akcji oraz emisja obligacji, a po części również kredyty, co jest widoczne w przepływach z działalności finansowej.

W ubiegłym roku Spółka przygotowała prognozę wyników na 2008 i 2009 r., która zakładała, że w 2008 r. przychody wyniosą 416 mln, EBIT 24 mln, a zysk netto 14 mln zł. Na ten rok prognozowano odpowiednio 461 mln, 46 mln i 34 mln. Jednak w listopadzie prognoza została odwołana ze względu na trudną sytuację gospodarczą i zmianę warunków funkcjonowania firmy oraz kilka czynników wewnętrznych.

Najważniejszym czynnikiem było pogorszenie koniunktury gospodarczej oraz osłabienie dynamiki rynku reklamy, które spowodowały znaczny spadek zapotrzebowania na usługi oferowane przez IGroup. Początkowe założenia 8% wzrostu rynku reklamy w 2009 r. zostały zrewidowane i obecnie zakłada się nawet ujemną dynamikę w tym segmencie.

Kolejnym aspektem są kursy walutowe oraz koniunktura w państwach, w których operują spółki zależne IGroup. Waluty mają duży wpływ na wyniki IGroup, ponieważ kilka spółek zależnych funkcjonuje za granicą, przez co ich wynik bezpośrednio zależy od notowań złotego w stosunku do waluty danego kraju, a te w ostatnim czasie znacznie się osłabiły (chodzi głównie o kraje nadbałtyckie). Zdecydowanie większy kryzys poza granicami Polski powoduje jednocześnie, że wyniki osiągnięte w tych rejonach uległy znacznie większemu pogorszeniu.

Natomiast czynnikiem wewnętrznym jest aspekt finansowania. Spółka liczyła na to, że jeszcze w ubiegłym roku uda się przeprowadzić emisję z prawem poboru, a uzyskane w ten sposób środki zmniejszą zadłużenie i w konsekwencji niższe będą koszty finansowe obciążające wynik netto. Jak wiadomo, emisja przeprowadzana jest dopiero teraz, a jej powodzenie nie jest przesądzone.

Wszystkie czynniki wymienione powyżej spowodowały, że prognozowany wynik w zeszłym roku nie został zrealizowany, a szacunki na ten rok straciły uzasadnienie ze względu na zmianę warunków funkcjonowania. Trudno obecnie przewidzieć, na ile spowolnienie gospodarcze uderzy w sektor reklamy. Po pierwszym kwartale widać, że spadek ten był dość silny i może się nasilać także w kolejnych miesiącach. W okresie styczeń-marzec rynek reklamy prasowej skurczył się o 20%, natomiast rynek reklamy internetowej wzrósł tylko nieznacznie, co oznacza duże spowolnienie w stosunku do dwucyfrowych wzrostów w poprzednich latach.

Emisja akcji z prawem poboru

IGroup przygotowuje emisję akcji z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Mimo że prawo poboru zostało przydzielone już dosyć dawno, zapisy na akcje trwają dopiero teraz, ponieważ były wielokrotnie przesuwane. Powodem przesunięcia zapisów za każdym razem była zbyt niska cena rynkowa akcji w stosunku do oczekiwań Zarządu Spółki. Licząc na poprawę notowań w przyszłości, Zarząd zdecydował się zmieniać harmonogram zapisów, by przeprowadzić emisję po jak najwyższej cenie. Ostatecznie cena emisyjna akcji serii G została ustalona na poziomie 1,80 zł, co jest poziomem znacznie niższym niż pierwotnie oczekiwał Zarząd (emisja miała być przeprowadzona po cenie wyższej niż 2 zł). Na każdą akcję przypada jedno prawo poboru, natomiast 3 prawa poboru uprawniają do zapisu na jedną akcję nowej emisji.

Tab. Harmonogram oferty publicznej akcji z prawem poboru IGroup

Dzień ustalenia prawa poboru	22.01.2008
Pierwszy dzień zapisów	20.05.2009
Ostatni dzień zapisów	12.06.2009
Przydział akcji	17.06.2009

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Potrzeby kapitałowe Spółki spowodowały, że emisja w końcu dojdzie do skutku. Pozyskanie kapitału akcyjnego ma obecnie dla Spółki bardzo duże znaczenie. Celem pozyskania tych środków jest spłata zadłużenia pochodzącego z obligacji mezzanine w wysokości 19 mln zł. Obligacje te, stanowiące mieszankę finansową długu i kapitału, wyemitowane były na bardzo niekorzystnych warunkach. Umowa zakłada bowiem, że posiadacz obligacji poza odsetkami otrzymał prawo do nabycia akcji spółki zależnej obsługującej call center po cenie nominalnej. Obecna wartość tych akcji jest znacznie większa, dlatego Spółce zależy na jak najszybszej spłacie tego zadłużenia i zapobieżeniu rozwodnienia kapitału. W związku z tym pozyskanie z rynku prawie 20 mln zł (przy założeniu, że cała emisja zostanie objęta przez inwestorów) pozwoli na spłatę tego długu.

Emisja nowych akcji będzie miała zatem bardzo duże znaczenie dla struktury kapitału Spółki. Obecny stosunek długu do kapitałów własnych wynosi 57%, natomiast po emisji i wykupie obligacji stosunek ten zmniejszy się do ok. 40%. Ważniejsze jest jednak to, że pozbycie się części zobowiązań odsetkowych zmniejszy również obciążenie wyniku netto odsetkami od długu. Ma to tym większe znaczenie, że pogarszające się od ubiegłego roku wyniki spowodowały wzrost wskaźników długu do osiąganego zysku operacyjnego lub EBITDA do bardzo wysokich poziomów (odpowiednio 6,0 i 4,5 dla wyniku za poprzedni rok). W związku z tym zmniejszenie zadłużenia stało się bardzo pożądane w obecnej sytuacji.

Otwarta pozostaje natomiast kwestia powodzenia tej emisji. Cena ustalona przez Spółkę przewyższa bieżące notowania IGroup na GPW, co może zniechęcać do objęcia akcji z nowej emisji. Z drugiej strony jest to działanie jak najbardziej na korzyść Spółki, ponieważ pozyskane środki znacznie poprawia jej sytuację finansową. Zmniejszenie zadłużenia spowoduje spadek kosztów finansowych. Efekt spadku kosztów powinien być silniejszy od efektu rozwodnienia kapitału, w związku z czym zysk na akcję mógłby nawet nieznacznie wzrosnąć.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla spółki IGroup dokonaliśmy na podstawie popularnych wskaźników – EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa w stosunku do zysku operacyjnego), EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa w stosunku do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację) oraz P/E (kapitalizacja w stosunku do zysku netto) w oparciu o wartości z ostatnich czterech kwartałów (2Q 2008 – 1Q 2009). Spółkę zestawiliśmy z innymi podmiotami działającymi w branży reklamy (głównie internetowej) oraz obsługujące call center. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka tych spółek.

Arteria prowadzi swoją działalność w kilku segmentach. Są to telekomunikacja i telewizja cyfrowa (pośrednictwo w sprzedaży pre-paid oraz w zawieraniu umów z klientami), finanse (wykonywanie outsourcingu sprzedaży kart kredytowych), wydawnictwo oraz call center będące najważniejszym elementem działalności.

K2 Internet oferuje szeroki zakres usług, zawierający wszystkie aspekty wykorzystania nowych mediów (internet i mobile) w marketingu, sprzedaży i obsłudze klienta. Przekłada się to na takie działania jak planowanie i realizacja kampanii marketingowych, budowa serwisów internetowych, czy wdrażanie systemów wspierających proces obsługi klienta.

Netmedia jest spółką z segmentu nowych technologii, specjalizującą się w nowatorskich systemach informatycznych oraz szeroko pojętym e-commerce. Model biznesowy tej spółki opiera się na dwóch filarach – dostarczaniu specjalistycznych rozwiązań dla firm oraz bezpośredniej sprzedaży usług i produktów klientom.

Tab. Wycena porównawcza IGroup (ostanie cztery kwartały narastająco)

Spółka	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Arteria	7,6	6,2	9,2
K2 Internet	6,1	4,9	8,7
Netmedia	11,8	10,3	13,9
Średnia	8,5	7,1	10,6
IGroup			
Wartość wskaźnika	9,6	7,2	11,6
Implikowana cena 1 akcji	1,11	1,58	1,46
Wagi dla wskaźników	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena 1 akcji	1,38 zł		

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza oparta o powyższe wskaźniki wskazuje na przewartościowanie IGroup na tle innych spółek. Cena otrzymana w procesie wyceny wyniosła 1,38 zł i jest znacznie niższa od bieżących notowań. Czynnikiem obniżającym wycenę IGroup może być wysoki poziom zadłużenia w stosunku do porównywanych spółek, gdzie dług jest na znikomym poziomie. Dodatkowo pogarszające się perspektywy dla branży reklamy mogą powodować uwzględnianie w cenie akcji gorszych wyników w kolejnych kwartałach.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans IGroup

(mln PLN)	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2010P
AKTYWA	382,4	390,2	392,5	389,5	380,0	379,5
Aktywa trwałe	280,5	291,7	287,5	292,8	290,2	287,3
Wartości niematerialne i prawne	254,8	262,4	256,0	263,4	262,4	262,4
Rzeczowe aktywa trwałe	16,7	19,6	18,4	19,2	15,4	12,5
Aktywa obrotowe	101,9	98,5	104,9	96,7	89,7	92,1
Zapasy	0,2	0,6	0,3	0,8	0,5	0,6
Należności krótkoterminowe	92,4	87,6	93,9	86,9	78,5	82,4
Inwestycje krótkoterminowe	2,5	0,5	2,3	0,2	0,5	0,5
Środki pieniężne	5,1	3,2	4,4	2,6	3,7	2,1
PASYWA	382,4	390,2	392,5	389,5	380,0	379,5
Kapitał własny	173,0	174,0	171,5	173,5	176,5	181,6
Kapitał zakładowy	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3
Inne kapitały	118,3	115,5	118,4	115,5	115,5	115,5
Zyski zatrzymane	14,8	18,0	13,6	17,7	20,6	25,6
Zobowiązania i rezerwy	209,4	216,2	221,0	215,9	203,4	197,8
Zobowiązania długoterminowe	45,7	85,9	39,8	83,3	71,9	53,8
Zobowiązania krótkoterminowe	163,4	130,2	180,9	132,5	131,4	143,9
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>89,7</i>	<i>93,1</i>	<i>95,1</i>	<i>99,7</i>	<i>90,1</i>	<i>81,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat IGroup

(mln PLN)	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2010P
Przychody ogółem	248,5	325,6	77,7	60,7	286,5	300,8
<i>zmiana r/r</i>	<i>55,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>100,4%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>5,0%</i>
Zysk brutto na sprzedaży	11,3	16,3	1,6	2,2	12,3	14,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>
EBIT	11,4	15,4	1,7	1,9	12,3	14,7
EBITDA	12,9	20,6	2,7	3,2	17,7	18,7
<i>marża operacyjna</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>
Saldo z działalności finansowej	0,6	-10,9	-3,3	-2,4	-9,1	-8,5
Zysk (strata) brutto	12,0	4,6	-1,6	-0,5	3,2	6,3
<i>marża brutto</i>	<i>4,8%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,1%</i>
Podatek dochodowy	2,2	1,0	-0,5	-0,2	0,6	1,2
Zysk (strata) netto	9,8	3,6	-1,1	-0,3	2,6	5,1
<i>marża netto</i>	<i>3,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,7%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych IGroup

(mln PLN)	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2010P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,7	28,1	2,5	-0,4	16,7	17,2
Zysk netto	9,8	3,6	-1,1	-0,3	2,6	5,1
Amortyzacja	1,5	5,2	1,1	1,4	5,4	4,0
Odsetki i udziały w zyskach	-0,1	12,4	2,6	2,7	9,2	8,6
Zmiana kapitału obrotowego	-16,8	10,4	1,0	5,4	-0,5	-0,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-200,8	-19,9	-5,3	-3,2	-4,0	-1,1
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	7,2	10,0	2,1	0,4	1,2	1,1
Wydatki na aktywa finansowe	200,6	2,3	3,3	2,8	2,8	0,0
Przepływy z działalności finansowej	193,0	-10,1	2,2	3,0	-12,2	-17,7
Emisja akcji	114,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	39,2	-21,0	0,0	0,0	0,0	-18,9
Kredyty	49,2	23,6	4,7	5,8	-3,0	9,7
Odsetki	-0,4	-8,0	-2,0	-1,6	-9,2	-8,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,0	-1,9	-0,7	-0,6	0,5	-1,6
Środki pieniężne:						
na początek okresu	7,1	5,1	5,1	3,2	3,2	3,7
na koniec okresu	5,1	3,2	4,4	2,6	3,7	2,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe IGroup

	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2010P
marża EBIT	4,6%	4,7%	2,1%	3,1%	4,3%	4,9%
marża EBITDA	5,2%	6,3%	3,5%	5,3%	6,2%	6,2%
marża netto	3,9%	1,1%	-1,5%	-0,6%	0,9%	1,7%
ROA	2,6%	0,9%	-0,3%	-0,1%	0,7%	1,3%
ROE	5,7%	2,1%	-0,7%	-0,2%	1,5%	2,8%
dług/aktywa	32,0%	31,9%	33,1%	34,0%	31,1%	28,2%
dług/kapitał własny	51,9%	53,5%	55,5%	57,5%	51,1%	44,6%
dług/EBITDA	7,0	4,5	34,7	30,9	5,1	4,3
EBIT/odsetki	26,1	1,9	0,8	1,2	1,3	1,7
płynność bieżąca	0,62	0,76	0,58	0,73	0,68	0,64
płynność szybka	0,62	0,75	0,58	0,72	0,68	0,64
płynność gotówkowa	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03	0,01

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ
Tab. Wskaźniki IGroup dla ceny bieżącej

	2007	2008	1Q 2008	1Q 2009	2009P	2010P
EPS	0,34	0,11	-0,03	-0,01	0,08	0,16
DPS	-	-	-	-	-	-
BVPS	6,03	5,31	5,24	5,30	5,39	5,54
P/E	4,84	15,06	-	-	20,90	10,63
P/BV	0,27	0,31	-	-	0,31	0,30
P/S	0,22	0,17	-	-	0,19	0,18
EV/EBIT	13,28	9,79	-	-	12,31	10,26
EV/EBITDA	11,71	7,34	-	-	8,54	8,07
EV/S	0,61	0,46	-	-	0,53	0,50

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmiany.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**