

## Magellan

sektor / branża: usługi finansowe

Ticker: **MAG**

ISIN: **PLMGLAN00018**

### Profil spółki

Spółka jest dynamicznie rozwijającą się instytucją finansową wyspecjalizowaną w oferowaniu produktów i usług finansowych dla podmiotów działających na rynku medycznym oraz jednostek samorządu terytorialnego.

### Dane podstawowe

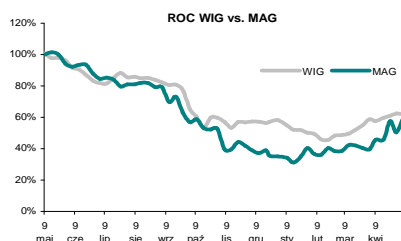
Kurs (14/05/09)	15,80
Liczba akcji (tys.)	6 514
Kapitalizacja (mln zł)	102,9
EV (mln zł)	174,1

### Notowania **MAG**

max cena 52 tygodnie (zł)	26,60
min cena 52 tygodnie (zł)	7,85
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	24,8

### Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Enterprise Investors	76,0%	76,0%
PKO TFI	5,0%	5,0%
Pozostali akcjonariusze	19,0%	19,0%



### Analitik:

**Grzegorz Kujawski** tel. (0-22) 329 43 46  
e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

### Bardzo dobre wyniki finansowe za 1 kw. br.

Przychody Magellana wyniosły 10,2 mln zł, co oznacza wzrost o 12,7 % r/r. W okresie tym Spółka ujęła wpływy i prowizje od klientów w wysokości 60 mln zł (wzrost o 14% r/r), a KWS wyniósł 49,6 mln zł (wzrost o 14,2% r/r). Koszty finansowania portfela aktywów Spółki, mimo istotnego wzrostu kosztu pieniądza wzrosły zaledwie o 7%, dzięki zmniejszeniu zadłużenia o 20 mln zł, czyli o 20% r/r. Wzrosły również o 27% r/r świadczenia pracownicze, co jest efektem wzrostu płac począwszy od 2 kw. 2008r. W rezultacie EBITDA osiągnęła wartość 5,2 mln zł (+0,6 mln zł r/r) i zysk netto na poziomie 4,6 mln zł, co implikuje marżę netto na poziomie 45,3% (+5,6 p.p. r/r). Kontrybucja w wyniku netto zawiązanych w 2008r. spółek zależnych zlokalizowanych w Czechach i na Słowacji wyniosła 0,6 mln zł, czyli ok. 13%. Spółka zamierza przeznaczyć cały zysk na zasilenie kapitałów własnych w związku z planowanym wzrostem kontraktacji w kolejnych kwartałach.

### Spadek kontraktacji, wzrost rentowności produktów

Portfel aktywów finansowych Spółki na koniec 1 kw. br. był warty 211,4 mln zł (-35,8 mln zł kw./kw.). Analizując strukturę czasową wymagalności aktywów Spółki, 161 mln zł (ok. 76% wartości portfela) powinno zasilić Spółkę w przeciągu 12 m-cy, a kolejne 50 mln zł w okresie dłuższym. Począwszy od 3 kw. 2008 r. Zarząd dopasowuje działalność do warunków na rynku finansowym, czego efektem jest obserwowany spadek kontraktacji, która w 1kw. 2009r. wyniosła 38,1 mln zł (spadek o 54,8% r/r). Według Zarządu Spółki niższa kontraktacja była również przyczyną zapadalności ok. 30 mln zł długu w 1 kw. 2009 i niepewnością dotyczącą możliwości jego rolowania ze względu na sytuację na rynkach finansowych. Jednocześnie Spółka obserwowała większy niż przed rokiem popyt na własne produkty, co powinno przełożyć się na wzrost kontraktacji w kolejnych kwartałach. Tym bardziej, że Magellan posiada możliwość ze skorzystania z ok. 72 mln zł w postaci otwartych limitów kredytowych i niezrealizowanego limitu w ramach programu emisji obligacji.

### Finansowanie - 100 mln zł w ramach 2 programów emisji obligacji,

Finansowanie zewnętrzne Magellana stanowią zobowiązania w tytułu zawartych umów oraz zobowiązania oprocentowane, których wartość w postaci kredytów i wyemitowanych obligacji wynosi 80 mln zł. Spółka posiada również wolne limity kredytowe w wysokości 27 mln zł oraz możliwość dodatkowej emisji 45 mln zł długu, czyli łącznie potencjalnie dysponuje ok. 72 mln zł środków na działalność operacyjną.

W 1 kw. 2009r. Spółka wyemitowała obligacje za ok. 60 mln zł w ramach dwóch programów emisji obligacji w Raiffeisen Banku (obligacje dyskontowe o okresie zapadalności do 12 m-cy z limitem 30 mln zł) oraz w BRE Banku (obligacje kuponowe o okresie zapadalności do 2 lat z limitem 70 mln zł). Analizując zapadalność tych instrumentów, połowa z nich będzie wymagalna w ciągu najbliższych 6 m-cy, a reszta w okresie kolejnych 6 m-cy. Zdaniem Zarządu Magellana, Spółka nie ma obecnie problemu z plasowaniem nowych obligacji w ramach wspomnianych programów emisji długu i będzie korzystać z tego rozwiązania w miarę wzrostu wartości portfela.

### Podsumowanie - otoczenie rynkowe i kapitał kluczem do progresji wyników

Spółka zakończyła bardzo udany kwartał odznaczający się wzrostem przychodów jak również poziomu marży netto, w rezultacie czego, zysk netto Grupy wyniósł 4,6 mln zł (0,73 zł na 1 akcję), co daje otwarte pole do poprawy rezultatów osiągniętych w 2008r., kiedy Spółka wygenerowała 16 mln zł zysku netto. Szczególnie, że spodziewamy się dalszego wzrostu kontraktacji spółek zagranicznych.

Wyklarowała się również w bieżącym roku sytuacja dotycząca finansowego portfela aktywów Spółki, choć odczuwalnie wzrósł jego koszt.

Tym samym, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E, który dla prognozy na 2009r. wynosi 5,6, Spółka wydaje się atrakcyjna fundamentalnie.

mln zł	2007	2008	1 kw. 08	1kw. 09	2009	2010
Przychody ze sprzedaży	32,5	40,8	9,1	10,2	46,5	51,3
EBITDA	17,0	20,5	4,6	5,2	23,1	27,0
EBIT	16,6	20,2	4,5	5,1	22,7	26,6
marża EBIT (%)	51,1%	49,4%	49,7%	50,0%	48,8%	51,9%
Zysk netto	13,2	16,6	3,6	4,6	18,3	21,4
marża netto (%)	40,6%	40,7%	39,7%	45,1%	39,3%	41,8%
EPS (zł)	2,0	2,6	0,6	0,7	2,8	3,3
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	7,8	6,2	7,4	5,8	5,6	4,8
EV / EBITDA	10,2	8,5	9,2	8,3	8,7	7,4

P - prognozy BM BGZ

## Profil działalności

Magellan od ponad 11 lat zajmuje się oferowaniem produktów i usług finansowych dla podmiotów działających na rynku medycznym oraz dla jednostek samorządu terytorialnego, zwiększając dynamicznie skalę prowadzonej działalności i generowane zyski. Spółce sprzyja fatalny stan Służby Zdrowia oraz jej zadłużenie sięgające niemal 10 mld zł, a w ostatnim czasie obraz finansów publicznych i groźba wysokiego deficytu budżetowego, który również wpłynie na środki napływające do NFZ, który zajmuje się wycenianiem i kontraktowaniem świadczeń medycznych.

Ministerstwo Zdrowia kilka razy przeprowadzało już proces oddłużania szpitali, niestety bez powodzenia, a sytuacji nie poprawia również coroczny wzrost alokowanych przez rząd środków na Służbę Zdrowia. Dla przykładu całkowite zadłużenie szpitali na koniec 2007r. wyniosło 9,5 mld zł i było równe sumie zobowiązań Służby Zdrowia w 2003r., natomiast nakłady na opiekę zdrowotną w 2007r. wyniosły 43,6 mln zł, czyli były większe o ponad 10 mld zł, tj. 33% w stosunku do 2003r.

Bardzo długie rotacje zobowiązań placówek zdrowotnych, sięgające nawet ponad 360 dni, wymuszają zarówno na szpitalach oraz ich klientach, którymi są firmy farmaceutyczne i dostarczające sprzęt medyczny oraz podmioty świadczące usługi outsourcingowe do szpitali i dostarczające media, współpracę z Magellanem, którego produkty i usługi, umożliwiają szpitalom pozyskiwanie kontrahentów, a ich klientom poprawiają strukturę bilansów.

Począwszy od 2008r. Spółka prowadzi również działalność na terenie Czech i Słowacji poprzez Spółki zależne - Med.-Finance Magellan S.r.o z siedzibą w Pradze oraz Magellan Slovakia S.r.o. z siedzibą w Bratysławie, których kontrybucja w wynikach Grupy za 1 kw. 2009r. wyniosła ok. 13% przy portfelu aktywów finansowych na poziomie 18 mln zł.

## Wyniki finansowe za 1 kw. 2009r. – 13% dynamika przychodów, wzrost rentowności

Tabela 1. Wyniki za 1 kw. 2009r.

mln zł	1 kw. 2009	1 kw. 2008	zmiana (%) r/r	mln zł	1 kw. 2009	udział (%)	1 kw. 2008	udział (%)	zmiana (%) r/r
Wpływy, prowizje i zrównane z nimi	59,8	52,5	14,0%	<b>Przychody ogółem</b>	<b>10,2</b>		<b>9,0</b>		<b>13,4%</b>
Koszt własny zrealizowanych wpływów	49,6	43,4	14,2%	Przychody odsetkowe	5,1	50,0%	4,1	45,6%	24,4%
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>12,7%</b>	Pozostałe przychody i prowizje	5,1	49,7%	5,0	55,6%	1,4%
Koszty finansowania portfela	2,3	2,1	7,0%	Finansowanie należności	2,1	20,6%	1,0	11,1%	110,0%
Koszty świadczeń pracowniczych	1,5	1,2	27,2%	Pożyczki	2,0	19,6%	2,4	26,7%	-16,7%
Pozostałe koszty	1,3	1,2	5,4%	Refinansowanie zobowiązań	0,4	4,3%	0,3	3,3%	46,7%
<b>EBITDA</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>12,5%</b>	Usługi faktoringu	0,2	2,0%	0,1	1,3%	66,7%
marża EBITDA (%)	50,9%	51,0%	-0,2%	Usługi poręczenia	0,2	1,5%	0,6	6,7%	-75,0%
<b>EBIT</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>13,6%</b>	Inne	0,2	1,8%	0,6	6,4%	-69,0%
marża EBIT (%)	50,2%	49,8%	0,8%						
<b>Zysk brutto</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>28,0%</b>						
marża brutto (%)	56,1%	49,4%	13,6%						
<b>Zysk netto</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>28,5%</b>						
marża netto (%)	45,3%	39,7%	14,0%						
EPS (zł)	0,71								
P/E kontynuacyjne	5,82								

Źródło: Magellan S.A.

Źródło: Magellan S.A.

Przychody Spółki finansującej sektor opieki zdrowotnej w 1 kw. wyniosły 10,2 mln zł, co oznacza wzrost o 12,7 % r/r. W okresie tym, Spółka ujęła wpływy i prowizje od klientów w wysokości 60 mln zł (wzrost o 14% r/r), a KWS wyniósł 49,6 mln zł (wzrost o 14,2% r/r). Koszty finansowania portfela aktywów Spółki, mimo istotnego wzrostu ceny pieniądza (dla kredytów i emitowanych obligacji wzrost odpowiednio o 1 p.p. do 9,9% oraz o 2,5 p.p. do 10,4%) wzrosły zaledwie o 7%, dzięki zmniejszeniu zadłużenia o 20 mln zł, czyli o 20% r/r. Wzrosły również o 27% r/r świadczenia pracownicze, których udział w kosztach rodzajowych wynosi

obecnie 30%, co jest efektem wzrostu płać począwszy od 2 kw. 2008r. W rezultacie EBITDA osiągnęła wartość 5,2 mln zł i jest większa o 0,6 mln zł w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku.

Ostatecznie Magellan zrealizował zysk netto na poziomie 4,6 mln zł, co implikuje marżę netto na poziomie 45,3% (wzrost o 5,6 p.p. r/r). Kontrybucja w wyniku netto zawiązanych w 2008r. spółek zależnych zlokalizowanych w Czechach i na Słowacji wyniosła 0,6 mln zł, czyli ok. 13%. Spółka zamierza przeznaczyć cały zysk na zasilenie kapitałów własnych w związku z planowanym wzrostem kontraktacji w kolejnych kwartałach.

W strukturze przychodów wciąż dominujące znaczenie mają odsetki z tyt. realizowanych umów (ok. 50% wartości przychodów). Ponadto rosną na znaczeniu przychody z segmentu finansowania należności dostawców sprzętu medycznego, firm outsourcingowych oraz koncernów farmaceutycznych, kosztem mniejszej skłonności Spółki do udzielania pożyczek szpitalom, co jest efektem przyjętej przez Zarząd Spółki strategii ograniczenia produktów o zapadalności dłuższej niż rok, w związku z obserwowanymi obecnie trudnościami w dostępie do średnio i długoterminowego pieniądza na rynku. W rezultacie zmiany oferowanego mixu produktowego wzrósł udział segmentu finansowania należności do 20,6% w strukturze przychodów (wzrost o 9,5 p.p. r/r) oraz spadł udział segmentu udzielanych pożyczek do 19,6% w strukturze przychodów (spadek o 7,1 p.p. r/r).

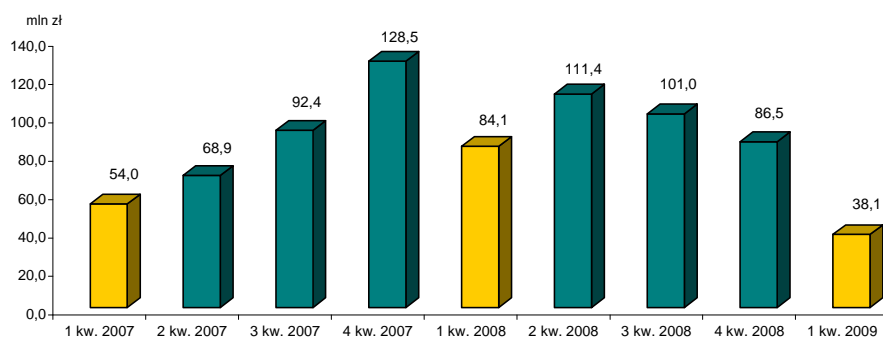
Dodatkowo w związku raportowaniem przychodów Spółki (prowizje, opłaty, dyskonta) proporcjonalnie w okresie zapadalności umów, przychody do zrealizowania w przyszłych okresach, bez uwzględnienia przyszłych przychodów odsetkowych, wynoszą 17,7 mln zł (8,37% wartości portfela), z czego do wykazania w bieżącym roku przypada ok. 10 mln zł.

### **Bieżąca kontraktacja, portfel aktywów – znaczący spadek kontraktacji w 1 kw., wzrost rentowności aktywów**

Portfel posiadanych aktywów finansowych Spółki na koniec 1 kw. miał wartość 211,4 mln zł i był niższy w stosunku do końca 2008r. o 35,8 mln zł. Analizując strukturę czasową wymagalności aktywów Spółki, 161 mln zł (ok. 76% wartości portfela) powinno zasilić Spółkę w przeciągu 12 m-cy, a kolejne 50 mln zł w okresie dłuższym.

**Tabela 2. Wartość portfela, struktura czasowa zapadalności aktywów**

mln zł	1 kw. 2009 (%)		4 kw. 2008 (%)		1 kw. 2008 (%)	
Wartość portfela umów	211,4		247,2		212,43	
Wymagalność < 1 rok	161,0	76,2%	181,8	73,5%	175,93	82,8%
Wymagalność > 1 rok	50,4	23,8%	65,4	26,5%	36,5	17,2%
Gotówka i ekwiwalenty	8,1	3,8%	5,0	2,0%	3,6	1,7%



Źródło: Magellan S.A.

Począwszy od 3 kw. 2008 r. Zarząd dopasowuje działalność do warunków na rynku finansowym, czego efektem jest obserwowany spadek kontraktacji, która w 1kw. 2009r. wyniosła 38,1 mln zł (spadek o 54,8% r/r). Według Zarządu Spółki niższa kontraktacja była również przyczyną zapadalności ok. 30 mln zł długu w 1 kw. 2009 i niepewnością dotyczącą możliwości jego rolowania ze

względu na sytuację na rynkach finansowych. Jednocześnie Spółka obserwowała większy niż przed rokiem popyt na własne produkty, co powinno przełożyć się na wzrost kontraktacji w kolejnych kwartałach. Tym bardziej, że Magellan posiada możliwość ze skorzystania z ok. 70 mln zł w postaci otwartych limitów kredytowych i niezrealizowanego limitu w ramach programu emisji obligacji. W strukturze kontraktacji w 1 kw. br. ok. 45% pozyskanych aktywów dotyczy segmentu finansowania należności, 37,4% związana jest z segmentem gwarancji w ramach przyznawanych limitów klientom, 12,3% z segmentu pożyczek. W stosunku do poprzedniego roku, znacząco spadła kontraktacja w segmencie pożyczek na korzyść dwóch wcześniej wspomnianych segmentów, co jest efektem presji na rentowność realizowanych projektów (wyższa rentowność w segmencie należności) oraz ograniczeniem finansowania projektów średnioterminowych (utrudniona dostępność finansowania).

Zmiana oferowanego mixu produktowego, wpłynęła istotnie na zmianę struktury klientów. Ograniczenie produktów w segmencie pożyczek i refinansowania zobowiązań wpłynęła na 90% spadek kontraktacji od strony szpitali, a ich udział w nabytych aktywach spadł z 56% w 1 kw. 2008r. do 11,7% w 1 kw. 2009r. Ponadto w 1 kw. 2009 udział dostawców sprzętu medycznego, firm outsourcingowych oraz koncernów farmaceutycznych w strukturze klientów wyniósł ok. 80%, a w analogicznym okresie poprzedniego roku oscylował w granicach 42%.

### Finansowanie – 100 mln zł w ramach 2 programów emisji obligacji, 72 mln zł wolnych limitów

Portfel aktywów wart 211 mln zł jest w połowie finansowany z kapitałów własnych. Na finansowanie zewnętrzne składają się zobowiązania z tytułu zawartych umów, których rotacja wynosi 4 do 5 m-cy oraz zobowiązania oprocentowane, których wartość w postaci kredytów i wyemitowanych obligacji wynosi 80 mln zł. Spółka posiada również wolne limity kredytowe w wysokości 27 mln zł oraz możliwość dodatkowej emisji 45 mln zł długu, czyli łącznie potencjalnie dysponuje ok. 72 mln zł środków na działalność operacyjną.

**Tabela 3. Źródła pozyskiwania finansowania zewnętrznego**

mln zł	1 kw. 2009	wolny limit	efektywny koszt finansowania
<b>Finansowanie zewnętrzne</b>	<b>108,1</b>		
jako % wartości portfela	51,2%		
Zobowiązania z tyt. zawartych umów ( rotacja od 4 do 5 m-cy)	28,3		
<b>Finansowanie oprocentowane</b>	<b>79,8</b>		
jako % wartości portfela	37,8%		
Kredyty bankowe, w tym	24,8	27,2	9,9%
Zapadalność < 180 dni	24,8		
Zapadalność > 180 dni < 360 dni	0,0		
Obligacje, w tym:	55,0	45,0	10,4%
Zapadalność < 180 dni	29,0		
Zapadalność > 180 dni < 360 dni	26,0		

Źródło: Magellan S.A.

W 1 kw. 2009r. Spółka wyemitowała obligacje za ok. 60 mln zł w ramach dwóch programów emisji obligacji w Raiffeisen Banku (obligacje dyskontowe o okresie zapadalności od 1 do 12 m-cy z limitem 30 mln zł) oraz w BRE Banku (obligacje kuponowe o okresie zapadalności do 2 lat z limitem 70 mln zł). Z podanej powyżej wartości ok. 20 mln zł dotyczyło rolowania obligacji wyemitowanych w poprzednim roku, dla których BRE Bank posiadał opcję put dotyczącą 10 mln zł, której nie zrealizował ustalonym terminie.

Analizując zapadalność tych instrumentów, połowa z nich będzie wymagalna w ciągu najbliższych 6 m-cy, a reszta w okresie kolejnych 6 m-cy. Stąd też dopasowanie zapadalności oferowanych produktów Spółki do krótko i średnioterminowego pieniądza. Efektywny koszt finansowania aktywów z tego źródła wynosi 10,4 p.p. i wzrósł w porównaniu do ubiegłorocznej emisji o 2,5 p.p.,

natomiast koszt obsługi zadłużenia kredytowego w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku wzrósł o 1 p.p. do ok. 10%.

Zdaniem Zarządu Magellana, Spółka nie ma obecnie problemu z plasowaniem nowych obligacji w ramach wspomnianych programów emisji długu i będzie korzystać z tego rozwiązania w miarę wzrostu wartości portfela.

### Program motywacyjny

W Spółce na mocy uchwały WZA z dnia 06.05.2009r. wdrożony został nowy program motywacyjny na lata 2009-2012, który zakłada emisję 97 710 warrantów subskrypcyjnych rocznie, czyli łącznie 390 840 sztuk. Spółka prawdopodobnie wyemituje wszystkie przypadające na 2009 warranty, natomiast w latach 2010 – 2012 liczba wyemitowanych warrantów uzależniona będzie od dynamiki EPS (kryterium o wadze 90%) oraz relacji kursu do indeksu WIG (kryterium o wadze 10%). Cena, po której będą nabywane akcje w ramach programu menażerskiego, będzie wartością wyższą ze średniej ceny notowań z 6 m-cy za okres 01.01. – 30.06 oraz ze średniej ceny z 2 m-cy za okres 01.05 – 30.06. Zakładając, że zostaną objęte wszystkie wyemitowane akcje, rozwodnienie zysku wzrośnie nieznacznie (z tytułu emisji maksymalnej liczby akcji dotychczasowa liczba akcji wzrosłaby o 6%). Natomiast zarząd nie wyklucza skupu akcji własnych w celu realizacji ww. programu menażerskiego, co oznaczałoby brak rozwodnienia.

### Prognoza wyników

**Tabela 4. Prognoza wyników na lata 2009 – 2010**

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E
<b>Przychody netto</b>	<b>32,5</b>	<b>40,8</b>	<b>46,5</b>	<b>51,3</b>
zmiana r/r	-	25,8%	14,0%	10,2%
Koszty finansowania portfela	5,7	9,7	11,7	10,8
Koszty wynagrodzeń	5,1	6,0	6,7	7,7
Amortyzacja	0,4	0,3	0,4	0,4
Pozostałe koszty	4,6	4,6	5,0	5,7
<b>EBITDA</b>	<b>17,0</b>	<b>20,5</b>	<b>23,1</b>	<b>27,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>16,6</b>	<b>20,2</b>	<b>22,7</b>	<b>26,6</b>
marża operacyjna	51,2%	49,4%	48,8%	51,9%
<b>Zysk brutto</b>	<b>16,4</b>	<b>20,6</b>	<b>22,7</b>	<b>26,6</b>
marża brutto	50,7%	50,4%	48,8%	51,9%
Podatek dochodowy	3,3	4,0	4,4	5,2
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	19,4%	19,4%	19,4%
<b>Zysk netto</b>	<b>13,2</b>	<b>16,6</b>	<b>18,3</b>	<b>21,4</b>
marża netto	40,6%	40,7%	39,3%	41,8%

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Mimo niskiej kontraktacji w 1 kw. br. i obniżeniu wartości portfela aktywów do 211 mln zł na koniec marca, w całym roku zakładamy wzrost kontraktacji do poziomu 260 mln zł na koniec 2009r. (wzrost o 5% % r/r) oraz do poziomu 275 mln zł w 2010r. (wzrost 6% r/r). Choć wzrost ten wydaje się niewielki, to w stosunku do 1 kw. br. oznacza wzrost zapotrzebowania na finansowanie aktywów w wysokości 50 mln zł. W rezultacie, Spółka będzie musiała skorzystać z finansowania zewnętrznego (wolne limity w bankach wynoszą 72 mln zł). Wsparciem będą również środki własne, gdyż Spółka powinna generować ok. 5 – 6 mln zł zysku EBITDA kwartalnie oraz nie zamierza wypłacać w tym roku dywidendy. Udział kosztów operacyjnych z wyłączeniem kosztów finansowania portfela aktywów powinien utrzymać się w tym roku na poziomie ok. 26% przychodów (niższa presja płacowa, kontrola wydatków), a efektywny koszt

obsługi zadłużenia przyjęliśmy na poziomie z 1 kw. br., tj. 10,2%. Uwzględniając powyższe, spodziewamy się rentowności netto nieco niższej niż w poprzednim roku (ok. 39%) oraz zysku netto w wysokości ok. 18,5 mln zł (2,81 zł na 1 akcję). Tym samym, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E, który dla prognozy na 2009r. wynosi 5,6, oraz sprzyjające otoczenie rynkowe, Spółka wydaje się atrakcyjna fundamentalnie.

**Tabela 5. Analiza wrażliwości zysku netto w 2009r. na koszt finansowania i wielkość portfela aktywów**

		efektywny koszt pozyskania finansowania (%)						
		9,0%	9,5%	10,0%	10,4%	11,0%	11,5%	12,0%
średnioroczna wartość portfela (mln zł)	200	14,9	14,6	14,3	14,0	13,7	13,3	13,0
	215	16,5	16,2	15,8	15,5	15,1	14,8	14,4
	230	18,1	17,7	17,3	17,0	16,6	16,2	15,8
	245	19,4	19,0	18,6	18,3	17,8	17,4	17,0
	260	20,6	20,1	19,7	19,3	18,8	18,3	17,9
	285	22,4	21,9	21,4	21,0	20,3	19,8	19,3
	300	23,4	22,8	22,2	21,8	21,1	20,5	19,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

**Tabela 6. Prognoza bilansu**

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E
<b>AKTYWA</b>	<b>206,3</b>	<b>255,5</b>	<b>271,1</b>	<b>296,1</b>
Aktywa trwałe	25,4	68,1	70,1	89,5
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,5	0,5	0,5
Rzeczowe aktywa trwałe	0,5	0,5	0,6	0,6
Aktywa finansowe	23,1	64,9	67,4	76,3
Aktywa obrotowe	187,4	180,9	201,0	206,6
Aktywa finansowe	177,1	181,3	192,0	196,2
Środki pieniężne	1,8	5,0	9,0	10,4
<b>PASYWA</b>	<b>206,3</b>	<b>255,5</b>	<b>271,1</b>	<b>296,1</b>
Kapitał własny	91,4	108,0	126,3	147,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	114,9	147,5	144,8	148,3
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	39,7	4,8	6,7	8,0
Kredyty i pożyczki	0,0	4,7	6,2	7,4
Obligacje	39,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	75,3	142,7	138,1	140,3
Pozostałe zobowiązania finansowe	22,4	43,1	35,5	37,3
Kredyty i pożyczki	30,5	47,7	45,0	40,0
Obligacje	19,9	50,0	55,0	60,0

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

**Tabela 7. Prognoza rachunku cash flow**

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E
<b>Przepływy netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-62,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>
Zysk brutto	16,5	20,6	22,7	26,6
Amortyzacja	0,4	0,3	0,4	0,4
Zmiana stanu aktywów finansowych	-70,6	-46,0	-12,4	-13,1
Zmiana stanu zobowiązań finansowych	-6,7	21,0	7,6	-1,8
<b>Przepływy netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>Przepływy netto z działalności finansowej</b>	<b>61,8</b>	<b>11,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-8,8</b>
Wpływy netto z emisji akcji	16,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia z tyt. zaciągniętych kredytów	14,7	22,1	-1,2	-3,8
Zmiana zadłużenia z tyt. emisji obligacji	30,8	-9,8	-5,0	-5,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,1	3,2	4,0	1,4
Środki pieniężne na początek okresu	2,9	1,8	5,0	9,0
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,4</b>

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

**Tabela 8. Prognoza wskaźników rynkowych dla ceny bieżącej**

	2007	2008	2009E	2010E
EPS	2,02	2,55	2,81	3,29
DPS	-	-	-	-
BVPS	14,02	16,58	19,39	22,68
P/E	7,8	6,2	5,6	4,8
P/CE	7,6	6,1	5,5	4,7
P/BV	1,1	1,0	0,6	0,6
P/S	3,2	2,5	2,2	2,0
EV/EBITDA	11,2	9,8	8,7	7,4
EV/EBIT	11,5	9,9	8,8	7,5
EV/S	5,9	4,9	4,3	3,9
Cena bieżąca (zł)	15,80	15,80	15,80	15,80
Liczba akcji (mln)	6,51	6,51	6,51	6,51
MC (mln zł)	102,9	102,9	102,9	102,9
EV (mln zł)	191,1	200,4	200,1	199,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

**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.

**BIURO MAKLESKIE 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](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgz.pl](http://www.bgz.pl)

**Obsługa klientów  
instytucjonalnych**

Wydział Operacji Brokerskich

**Obsługa klientów  
indywidualnych**

tel.

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

e-mail

[makler@bmbgz.pl](mailto:makler@bmbgz.pl)

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis  
transakcyjny

**bmBGZ.net**