

SILVANO FASHION GROUP

Nota informacyjna

sektor / branża: handel detaliczny

ISIN: EE3100001751

Ticker: SFG

31 sierpnia 2011

Profil

Silvano Fashion Group jest międzynarodowym dystrybutorem bielizny damskiej zaangażowanym jednocześnie w projektowanie, produkcję oraz reklamę sprzedawanych marek. Ponadto Grupa oferuje usługi krawieckie innym producentom bielizny damskiej.

Silvano Fashion Group - obszar działalności

Silvano Fashion Group (SFG) jest spółką z główną siedzibą w Tallinie (Estonia), której fabryki znajdują się w Tallinie, Mińsku (Białoruś) oraz w Lipawie (Łotwa). Produkowane przez nią marki to Milavista, Alisee, Hidalgo, Lauma Lingerie, Oblicie oraz Laumelle. Główne rynki zbytu to Rosja (marka Oblicie), Białoruś (marka Milavista), Łotwa (marka Lauma), Ukraina oraz kraje bałtyckie. Spółka posiada rozbudowaną sieć sprzedaży, na którą składa się sprzedaż hurtowa (ponad 80% przychodów), sieć własnych sklepów detalicznych pod markami Milavista i Lauma Lingerie oraz sieć sklepów franczyzowych. Spółka notowana jest na dwóch Giełdach Papierów Wartościowych - w Warszawie i w Tallinie.

Dane podstawowe

Kurs (31/8/2011)	13.4 zł/3.23 eur
Liczba akcji (mln)	39.5
Kapitalizacja (mln zł)	529.3

Perspektywy spółki

W najbliższym czasie Spółka planuje skupić się na rozbudowie sieci detalicznej na Białorusi i Łotwie - rok rocznie ma przybywać 10 sklepów detalicznych. Spółka podała, że strategia całej grupy skupia się na wzroście organicznym w 2011 roku, poprawie logistyki, wzmocnieniu detalu i zarządzaniu markami. Oznacza to, że w perspektywie najbliższych lat SFG chce skupić się na utrzymaniu dynamiki przychodów, a dotychczasowe ograniczanie kosztów wskazuje na chęć poprawy rentowności.

Ponadto w 2011 roku podjęta ma być decyzja dotycząca budowy nowego centrum logistycznego, które miałyby zapewnić rozwój logistyczny Grupy na kolejne 5-10 lat. W przypadku podjęcia pozytywnej decyzji w tej kwestii przez Spółkę, projekt byłby opracowany jeszcze w tym roku, a jego realizacja nastąpiłaby w roku 2012. Wybudowanie tego centrum rozwiązałoby problem ograniczonych możliwości logistycznych spółki dominującej.

Pojawiła się także informacja o planowanym przez Spółkę buy-backu na kwotę 3 mln euro. Cena jednej skupionej akcji ma nie przekroczyć 3.5 euro.

Notowania

max. cena 52 tygodnie (zł)	13.34
min. cena 52 tygodnie (zł)	9.35
Średnia obrotów (3 m-ce / tys. zł)	54.27

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
KDPW S.A.	27.1%	27.1%
Pioneer Pekao Investment Management S.A.	9.6%	9.6%
SEB PANK AS	20.5%	20.5%
Toomas Tool	22.8%	22.8%
Pozostali	20.1%	20.1%

Wyniki finansowe

W 2008 roku Grupa zanotowała stratę netto w wysokości 6,4 mln euro. Na wyniku tym zaważyły wysokie, w stosunku do przychodów, koszty sprzedaży, ogólnego zarządu oraz koszty finansowe, gdzie głównym składnikiem tych ostatnich była strata z tytułu różnic kursowych.

W 2009 roku nastąpiła poprawa sytuacji - strata netto na koniec okresu wynosiła niecały milion euro. Należy jednak zwrócić uwagę, że w 2009 roku zaniechano części działalności zajmującej się produkcją odzieży eleganckiej i na specjane okazje, która przyniosła stratę wynoszącą ponad 2 mln euro, co oznacza, że wynik z działalności kontynuowanej był dodatni. Co ciekawe, poprawa wyniku nastąpiła przy jednoczesnym spadku przychodów - ich dynamika w 2009 roku wyniosła -26,7%.

Wyniki roku 2010 pokazują kontynuację poprawy sytuacji finansowej Spółki. Przy wzroście przychodów o 26% zysk netto wyniósł 15 mln euro, a marża brutto skoczyła z 6,6 % do 20,7 %. Zdecydowana większość tego wzrostu została zrealizowana na poziomie operacyjnym, a główną jego przyczyną były dalsze oszczędności w kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu.

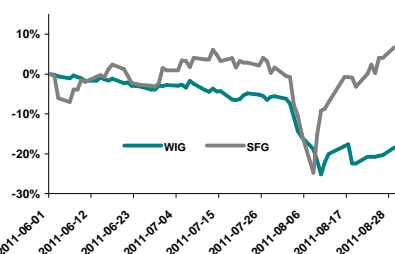
Pierwsza połowa roku 2011 była dla SFG bardzo korzystna. Zysk netto na koniec tego okresu wyniósł 25,3 mln euro, przy marży netto na poziomie 45%. Tak korzystne wyniki są skutkiem dodatnich różnic kursowych, przewyższających 14 mln euro. Nie zmienia to jednak faktu, że zysk i marża na poziomie operacyjnym, czyli nie uwzględniającym przychodów z tytułu różnic kursowych, również kształtują się na wysokim poziomie odpowiednio 17,7 mln euro oraz 31,6%. Przyczyną tak wysokich marż jest z jednej strony wysoka sprzedaż (nie związana z sezonowością, co jest pozytywnym znakiem) oraz niski poziom kosztów zarówno produkcji jak i obsługi działalności.

Prognozy finansowe

Utrzymującą się od trzech lat tendencja wzrostu wyników, plany rozwojowe sieci sprzedaży oraz pozytywne prognozy dotyczące rynków zbytu pozwalają optymistycznie patrzeć na przyszłość SFG. Na wyniki Spółki istotny wpływ mają różnice kursowe. Aby dokonać ostrożnej wyceny wartości pozycji dotyczących różnic kursowych dla 2011 roku przyjęto na poziomie osiągniętym w pierwszym półroczu 2011. Prognozowanie wpływu różnic kursowych jest trudne ze względu na rozbudowany koszyk walutowy Grupy. Zarówno wysokość jak i kierunek wpływu zmian kursów może być różny.

Spółka charakteryzuje się obecnie niskimi wartościami wskaźników P/E oraz EV/EBITDA. Ich wartość w latach prognozy jest jeszcze niższa i wynosi odpowiednio 3.1 i 2.0. Wynika to z wysokiego zysku odniesionego za akcję (dla wskaźnika P/E) oraz wysokiego poziomu EBITDA (dla EV/EBITDA).

Wykres siły relatywnej



Analityk

Anna Puzon

Tomasz Dumala

Doradca Inwestycyjny

tel. (0-22) 329 43 40

e-mail: tomasz.dumala@bgz.pl

(mln euro)	2009	2010	IH 2011	2011P	2012P	2013P
Przychody	74.0	93.3	56.2	112.1	118.7	121.5
zmiana r/r (%)	-	26.0%	-	20.2%	5.9%	2.3%
EBITDA	6.1	19.3	18.5	36.7	31.0	28.2
EBIT	3.9	17.7	17.8	35.4	29.7	26.7
marża EBIT (%)	5.2%	18.9%	31.6%	31.6%	25.0%	22.0%
Wynik netto	-0.9	15.1	25.3	40.7	25.3	22.9
marża netto (%)	-1.2%	16.1%	45.0%	36.3%	21.3%	18.9%
EPS*	-0.02	0.38	0.64	1.03	0.64	0.58
BVPS*	1.01	1.34	1.08	1.65	1.84	2.02
DPS*	0.00	0.05	0.00	0.05	0.45	0.41
P / E*	-139.8	8.5	5.0	3.1	5.0	5.6
P / BV*	3.2	2.4	3.0	2.0	1.8	1.6
EV / EBITDA*	17.4	5.5	5.7	2.9	3.4	3.8

*wskaźniki policzone dla wartości wyrażonych w euro, cena akcji w euro

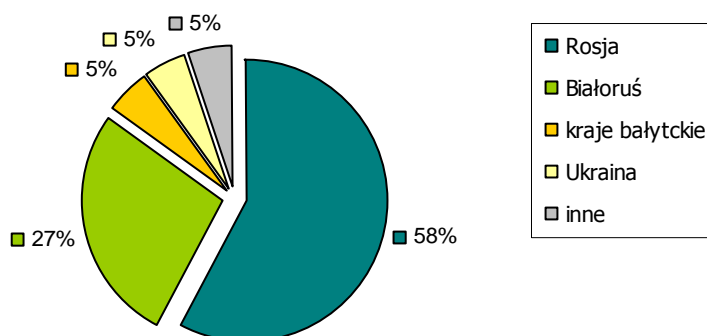
P - prognozy BM BGZ

Charakterystyka Spółki

Działalność operacyjna

Grupa Silvano Fashion to spółka estońska, posiadająca trzy fabryki – w Estonii, na Białorusi oraz na Łotwie zajmująca się projektowaniem oraz dystrybucją i sprzedażą bielizny damskiej. Do rynków zbytu SFG należą: Rosja, Białoruś, Ukraina, kraje bałtyckie oraz inne kraje. Marki produkowane przez SFG to Milavitsa, Alisee, Hidalgo, Lauma Lingerie, Laumelle i Obilice.

Rys. Struktura geograficzna sprzedaży (2010)



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Jak widać na wykresie, największym rynkiem zbytu Grupy jest Rosja i stanowi źródło ponad połowy przychodów. Sytuacja ta wydaje się być pozytywna dla Grupy, ponieważ spośród jej rynków zbytu Rosja ma silną gospodarkę i najlepiej rozwinięty rynek. Także perspektywy jego rozwoju są optymistyczne, przy jednoczesnej zamożności grupy docelowej klientów.

Tabela. Struktura kierunkowa sprzedaży (2010)

Sprzedaż ogółem (mln. euro)	wartość	udział
Hurt	76.5	82%
Detal	16.3	17%
Podwykonawstwo i usługi	0.3	0.33%
Inne	0.1	0.11%
Razem	93.2	100.00%

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Jak widać w tabeli, poza opisaną wyżej działalnością Grupa oferuje także usługi krawieckie innym podmiotom z branży. Działalność ta stanowi jednak niewielki procent całkowitych przychodów. Głównym kanałem dystrybucji jest kanał hurtowy. Ważna jest również sieć detaliczna, na którą składa się ponad 400 sklepów. Zdecydowana większość z nich, bo około 90% to sklepy działające na umowie franczyzowej, pozostałe to sklepy własne pod markami Milavista i Lauma Lingerie.

W najbliższych latach podstawową strategią Grupy będzie rozwój sieci detalicznej – otwieranie nowych sklepów, co ma przełożyć się na wzmocnienie detalu, poprawa logistyki oraz zarządzanie markami. Na poprawę logistyki ma wpłynąć budowa centrum logistycznego, planowana wstępnie na 2012 rok. Zrealizowanie tego planu wystarczyłoby na rozwój logistyki przez kolejne 5-10 lat.

Wyniki finansowe

Rok 2008 był dla SFG rokiem złych wyników finansowych. Zamknął się on stratą netto na poziomie -6,4 mln euro, wysokim poziomem zapasów (27,7 mln euro) oraz wygenerował ujemne przepływy z działalności operacyjnej (5,6 mln euro). Głównymi przyczynami były koszty dystrybucji wynoszące 21,5 mln euro oraz koszty negatywnych różnic kursowych wynoszące prawie 4 mln euro. W kolejnym roku nastąpiła poprawa wyników – w przeciwieństwie do roku 2008, w roku 2009 SFG wypracował zysk brutto, jednak wynik na poziomie netto był już ujemny i wynosił -0.9 mln euro. W tym przypadku strata była skutkiem ujemnego wyniku z segmentu odzieży eleganckiej i na specjalne okazje. Działalności tej zaniechano wraz z końcem roku 2009, co przełożyło się na dalszą poprawę wyników – w 2010 roku zysk netto wyniósł nieco ponad 15 mln euro.

Pierwsza połowa roku 2011 przyniosła zyski na poziomie operacyjnym w wysokości 17,7 mln euro, czyli zrównała się z analogiczną pozycją dla całego roku 2010. Jest to skutkiem z jednej strony wzrostu popytu, z drugiej oszczędności w kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu.

Tabela. Wyniki finansowe

(mln. euro)	2008	2009	2010	IH 2011
Przychody	101	74	93.2	112.1
EBIT	3.3	3.9	17.7	35.4
Wynik brutto	-0.3	4.9	19.4	50.2
Wynik netto	-6.4	-0.9	15.1	40.7

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Prognozy finansowe

Sytuacja Spółki oraz jej perspektywy wydają się być obiecujące. Spółka przewiduje wzrost swoich rynków zbytu, przede wszystkim Rosji, będącej głównym źródłem przychodów (prawie 60%). Prognozy Spółki dotyczące sprzedaży mówią o 12-15% wzroście rynków, jednak pierwsza połowa 2011 roku pokazała wyższy niż prognozowany wzrost popytu. W związku z tym przewidujemy nieco wyższy niż Spółka wzrost przychodów w całym roku 2011, a następnie spadek dynamiki przychodów w kolejnych latach. Przy takich założeniach przychody ze sprzedaży wzrosną od 93,2 mln euro w 2010 roku do 121,5 mln euro w 2013 roku.

Za podstawę prognoz wyniku finansowego przyjęliśmy marżę operacyjną, ponieważ pokazuje ona zyskowność działalności podstawowej, wolnej od zniekształceń z tytułu np. różnic kursowych i jednocześnie kształtuje pożądany poziom kosztu sprzedanych towarów. Dla całego roku 2011 przyjęliśmy marżę EBIT na poziomie marży z pierwszej połowy roku. W następnych latach marża ta wg naszych prognoz będzie stopniowo spadać, a po 10 latach osiągnie poziom z roku 2010. Przy takich założeniach poziom kosztów kształtuje się następująco:

Tabela. Przychody i koszty

(mln. euro)	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	93.2	112.1	118.7	121.5
dynamika	26%	20%	6%	2%
Koszt sprzedanych towarów	56.1	56.5	67	71.6
Udział w przychodach	60%	50%	56%	59%

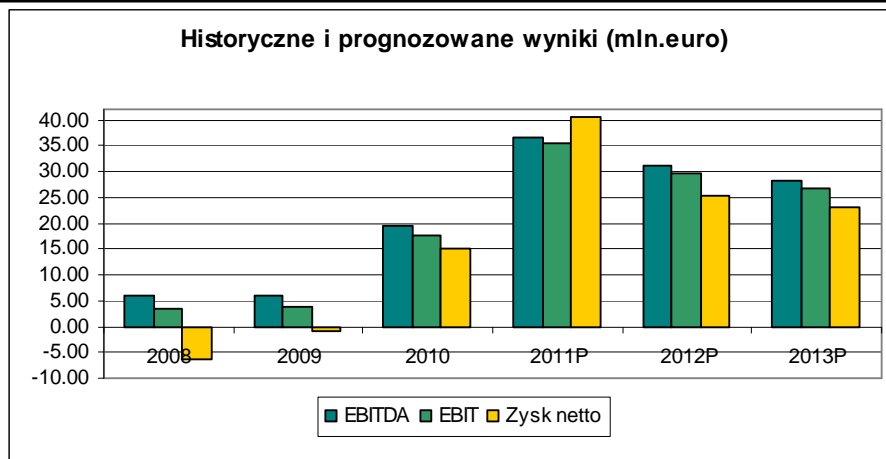
Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

W latach poprzedzających prognozę poziom kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu stopniowo malał. Pomimo tego trendu, przyjęte poziomy tych wielkości na lata prognozy są lekko rosnące w stosunku do przychodów. Przy jednoczesnym wzroście przychodów, pozycje te wydają się być wręcz zawyżone wartościowo. Takie założenie uzasadniamy koniecznością obsługi większej z roku na rok liczby sklepów oraz zaspokojenia

większego popytu, co wiąże się ze zwiększeniem zatrudnienia a także zwiększeniem kosztów wynajmu czy kosztów reklamy.

Prognozy te przekładają się na wynik netto na poziomie 40 mln euro w 2011 (z czego 14 mln to wynik na działalności finansowej będący skutkiem dodatnich różnic kursowych), 25,3 mln euro w 2012, 22,9 mln euro w 2013, a w następnych latach stabilizujący się na poziomie nieco przekraczającym 22,7 mln euro.

Rys. Wyniki finansowe

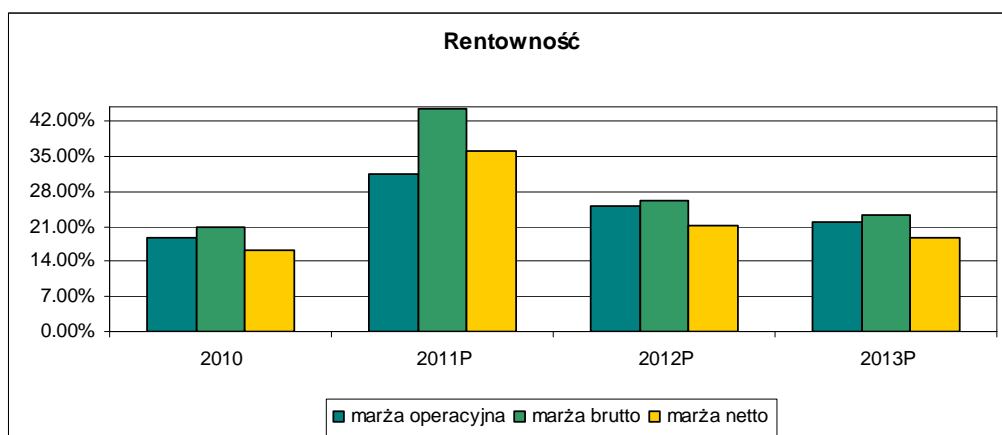


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Rentowność

Ze sprawozdań finansowych Spółki wynika chęć poprawy rentowności, co widać w ograniczanych co roku kosztach sprzedaży i kosztach ogólnego zarządu. Nasze prognozy zakładają ich lekki wzrost, co przekłada się na osiągane marże. Pomimo wyższych kosztów, które wpływają negatywnie na marże, wartości tych wskaźników dla SFG w stosunku do konkurencji są dosyć wysokie. Rok 2011 wg naszych przewidywań będzie znacznie lepszy od poprzedniego, jednak później marże spadają ze względu na koszty oraz brak założeń o przychodach finansowych z tytułu zmian kursów walutowych.

Rys. Rentowność



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Spadek marż jest obecny w prognozie tylko do roku 2013, w kolejnych latach ich poziom stabilizuje się na ok.21% marży operacyjnej oraz 18% marży netto.

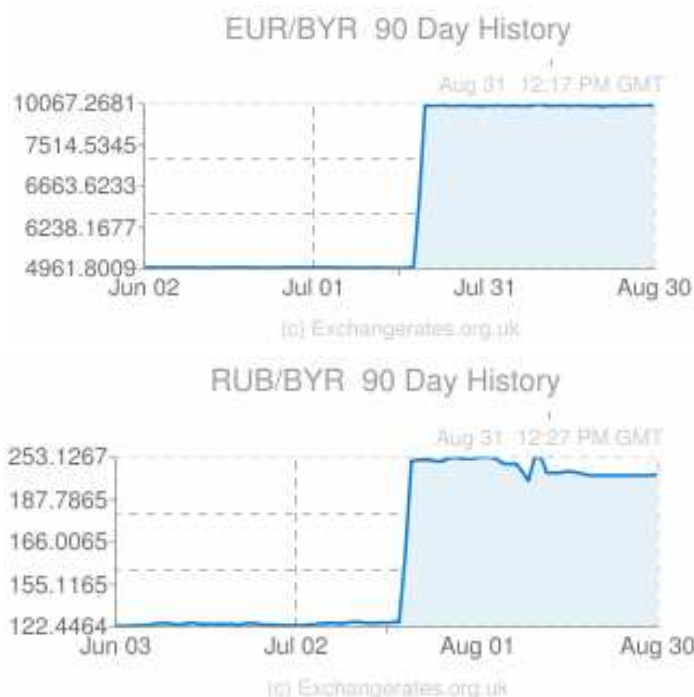
Ryzyko zmian kursów walutowych

SFG jest firmą międzynarodową. Produkuje w trzech różnych państwach, sprzedaje na wielu różnych rynkach, a materiały do produkcji sprowadza z jeszcze innych obszarów. W związku z tym jest narażona na ryzyko zmiany kursów walutowych. W jej koszyku walutowym znajdują się takie waluty jak euro, rubel rosyjski, hrywna ukraińska, łąt łątewski, rubel białoruski a także dolar amerykański. Poszczególne waluty mają większy wpływ na przychody lub wydatki Grupy. I tak większość materiałów potrzebnych do produkcji kupowana jest w krajach Unii Europejskiej – transakcje te są przeprowadzane w euro, koszty te stanowią 35% wszystkich kosztów rodzajowych. 11% kosztów rodzajowych stanowią natomiast koszty wynagrodzeń, które pokrywane są w walutach krajów produkcji, czyli w rublach białoruskich oraz euro (Estonia i Łotwa). Większość transakcji ze sprzedaży hurtowej jest przeprowadzana w rublach rosyjskich, a waluta przychodów ze sprzedaży detalicznej jest zależna od kraju dokonania transakcji. Zmiany kursów walut lokalnych wpływają jednak zarówno na przychody jak i wydatki Grupy. Stąd trudno przewidzieć wysokość różnic kursowych wpływającą na wyniki finansowe SFG, a także kierunek tego wpływu – jak pokazują dane historyczne, z roku na rok może on się diametralnie zmieniać zarówno pod względem wartości jak i kierunku.

Pamiętać należy jednocześnie, że część pozycji walutowych jest w Spółce naturalnie zabezpieczona – odsetki od kredytów są zdenominowane w walutach przepływów pieniężnych związanych z przeznaczeniem tych kredytów. Nie zmienia to faktu, że Grupa ma otwarte pozycje walutowe w rublach rosyjskich, euro i rublach białoruskich.

Poniżej zamieszczono wykresy kursu rubla białoruskiego do euro, a niżej rubla białoruskiego do rubla rosyjskiego.

Rys. Historyczny kurs rubla białoruskiego



Źródło: Spółka, BM BGZ.

W ciągu ostatnich miesięcy nastąpiła skokowa deprecjacja rubla białoruskiego, co pozytywnie wpłynęło na wyniki Grupy. Należy zwrócić uwagę, że kurs rubla białoruskiego nie jest efektem sił rynkowych, a jest ustalany przez władze oficjalnie na podstawie popytu i podaży walut. Trzeba jednak pamiętać, że co innego kurs oficjalny a co innego kurs czarnorynkowy – na Białorusi istnieje większy obrót na czarnym rynku, na

którym kursy walut obcych są znacznie wyższe od oficjalnych. Dodatkowo, 30 sierpnia pojawiła się informacja mówiąca o tym, że w połowie września ponownie zostanie ustalony formalny kurs – spodziewamy się kolejnej dewaluacji waluty białoruskiej.

Kurs rubla rosyjskiego do euro był przez ostatnie miesiące stabilny, większe jego osłabienie nastąpiło w sierpniu. Oznacza to, że nie miał on istotnego wpływu na sytuację finansową Grupy.

Struktura długu w odniesieniu do walut wygląda następująco:

Tabela. Struktura długu

Waluta długu (tys.euro)	Kwota	Udział
Rubel białoruski	252	14%
Euro	1543	85%
Dolar amerykański	21	1%

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Zatem waluty od których Grupa jest najbardziej uzależniona, czy to w pozycjach kosztowych, przychodowych czy dłużnych to: euro, rubel białoruski oraz rubel rosyjski.

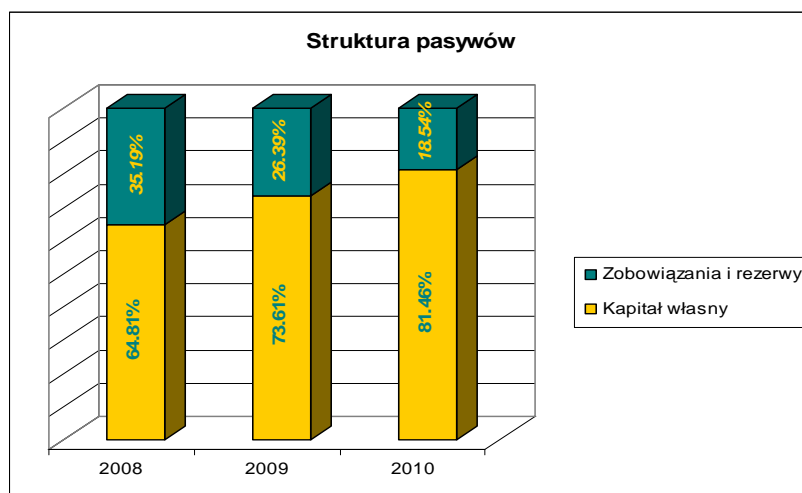
Ryzyko działalności

Poza typowymi ryzykami dla branży sprzedaży detalicznej odzieży, takimi jak ryzyko konkurencji, stopień dostępności nowych lokalizacji, wysoki udział poszczególnych dostawców, ryzyko zmian w popycie lub zmian cen materiałów, SFG narażone jest na ryzyka związane z prowadzeniem działalności w wielu krajach. Do tych ryzyk, oprócz wcześniej wspomnianego ryzyka zmiany kursów walutowych, należą: brak wiarygodnej informacji rynkowej, potrzeba czasu na zbudowanie relacji biznesowych, prawno-polityczna niestabilność poszczególnych krajów czy wpływ Rosji na kraje sąsiadujące.

Jakkolwiek dwa pierwsze z wymienionych czynników ryzyka można w pewnym stopniu zaniedbać, ponieważ Spółka działa już jakiś czas na rynkach i zdobyła odpowiednie doświadczenie, tak dwa pozostałe pozostają w pełni aktualne. Mogą one mieć wpływ bezpośredni na Spółkę (np. zwiększenie podatków) lub pośredni poprzez wpływ na sytuację makroekonomiczną, czyli na popyt.

Struktura finansowania

Rys. Struktura pasywów



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

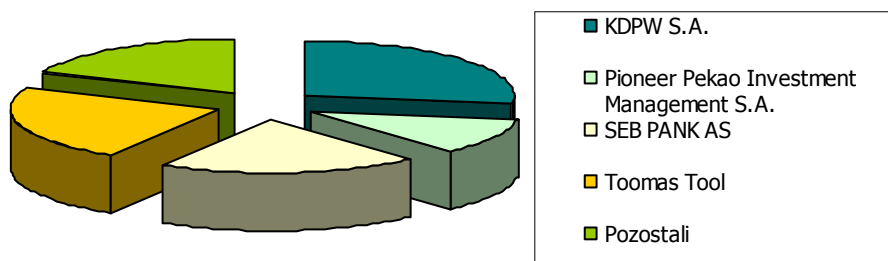
Co najmniej od roku 2006 struktura pasywów SFG wskazuje na strategię samofinansowania Spółki. Jak widać na wykresie, przez ostatnie lata udział kapitału własnego w sumie bilansowej przekraczał 64%. Dodatkowo, zauważalna jest tendencja do wzrostu tego udziału.

Co więcej, największą pozycją w kapitałach obcych Spółki są zobowiązania handlowe, a sumaryczna wartość kredytów i pożyczek, zarówno krótko jak i długoterminowych, nie przekraczała wartości wspomnianych zobowiązań w żadnym analizowanym roku. Takie rozwiązanie ma swoje plusy i minusy. Z jednej strony Spółka jest niezależna od kredytowania, z drugiej koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego.

Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem SFG jest KDWP, innymi akcjonariuszami z istotnym udziałem są fundusz Pioneer Pekao Investment Management S.A., estoński bank SEB PANK AS należący do szwedzkiego banku komercyjnego, oraz Toomas Tool – estoński biznesmen. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie, co przyczynia się do stosunkowo wysokiej płynności walorów SFG (średni wolumen dzienny wynosi prawie 53.000 akcji).

Rys. Struktura akcjonariatu SFG



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). 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 12 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 zmianę.

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.

Doradztwo Inwestycyjne

	telefon	adres email
Tomasz Dumala	22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Krzysztof Koziel	22 329 43 44	krzysztof.koziel@bgz.pl
Adam Kubicki	22 329 43 46	adam.kubicki@bgz.pl

Operacje Brokerskie

	telefon	adres email	
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)

	telefon	adres email	
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	boguslaw.baczyc@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały

	adres	telefon		adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione.