

Eurofilms

Oferta publiczna

Rosnący rynek rozciągliwej folii

Eurofilms jest drugim w Polsce pod względem wielkości producentem folii stretch (stosowanej głównie do zabezpieczania towarów na paletach). Jest to podstawowy produkt spółki, którego udział sięga 89.2% w łącznych przychodach. Dodatkowo spółka produkuje folię termokurczliwą PVC oraz konfekcjonuje folię polipropylenową BOPP. Wyroby oferowane są w różnych wymiarach (grubość, szerokość) i właściwościach. Eksport stanowi około 22.8% sprzedaży. Wysoka jakość oferowanych produktów oraz dogłębna znajomość rynku to główne źródła sukcesu spółki.

| | |
|--------------------|-----|
| Wycena DCF | 5.6 |
| Wycena porównawcza | 5.3 |

| | Przychody | EBIT | EBITDA | Zysk brutto | Zysk netto | EPS | CEPS | BVPS | P/E | P/BV | EV /EBIT | EV /EBITDA | ROE (%) |
|-------|-----------|------|--------|-------------|------------|-----|------|------|------|------|----------|------------|---------|
| 2004* | 91.5 | 5.0 | 8.4 | 5.9 | 5.2 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 6.9 | 3.75 | 9.4 | 5.6 | - |
| 2005 | 99.7 | 6.8 | 11.3 | 6.4 | 6.2 | 0.5 | 0.8 | 1.3 | 9.5 | 3.36 | 10.3 | 6.2 | 45.8% |
| 2006P | 124.7 | 6.5 | 12.8 | 5.8 | 5.2 | 0.3 | 0.7 | 2.3 | 14.8 | 1.93 | 12.3 | 6.3 | 18.1% |
| 2007P | 146.5 | 10.1 | 15.9 | 9.3 | 7.5 | 0.4 | 0.8 | 2.8 | 10.3 | 1.61 | 7.1 | 4.5 | 17.1% |
| 2008P | 149.1 | 10.7 | 16.2 | 10.3 | 8.3 | 0.5 | 0.8 | 3.0 | 9.4 | 1.50 | 8.2 | 5.4 | 16.6% |

prognozy wyników Millennium DM, mln PLN, wskaźniki przy cenie akcji 4.5 PLN, * dane za 2004 rok pro forma

Szybko rosnący popyt w kraju

Folia stretch to popularna nazwa dla różnych rodzajów rozciągliwych folii polietylenowych używanych przede wszystkim do owijania produktów na paletach. Pojawiła się ona na rynku na początku lat 80 i została szybko doceniona ze względu na jej cechy użytkowe - jest najbardziej efektywnym opakowaniem palet, stąd jej rosnąca popularność. Jej dynamiczny wzrost zużycia wynika przede wszystkim z rozwoju gospodarczego oraz zmian sposobu dystrybucji produktów, związanego z rozwojem sieci hipermarketów, wymagających od dostawców owijania ładunków zbiorczych folią stretch. Także w przypadku folii termokurczliwej PVC siłą napędową wzrostu rynku jest handel detaliczny, w tym zwłaszcza sieci hipermarketów preferujące wyroby pakowane po kilka sztuk w opakowaniach zbiorczych. W obu przypadkach zużycie krajowe w najbliższych latach powinno rosnąć w tempie przewyższającym ogólny wzrost gospodarczy.

Silna pozycja na rynku krajowym

Udział spółki w krajowym rynku folii stretch wynosił w 2005 roku około 23%, natomiast w krajowych zdolnościach produkcyjnych 24% (drugi producent w Polsce). W przypadku folii termokurczliwej spółka posiadała mniejszy, choć także znaczący udział w krajowym rynku na poziomie 9.4%. W wyniku zwiększenia mocy produkcyjnych w latach 2006-2007 udziały spółki w rynku krajowym (zwłaszcza w przypadku folii termokurczliwej) powinny ulec zwiększeniu.

Program inwestycyjny

Głównym celem emisji akcji serii D jest pozyskanie środków na współfinansowanie programu inwestycyjnego, którego apogeum będzie miało miejsce w roku bieżącym. Dzięki nowym inwestycjom Eurofilms zwiększy moce produkcyjne (w zakresie folii stretch z 18 tys. do 27 tys. ton, a w zakresie folii termokurczliwej z 720 do 1 440 ton). Biorąc pod uwagę osiągnięte obecnie przez Eurofilms stosunkowo wysokie marże na ich produkcji oraz dobre perspektywy dla wzrostu popytu, oceniamy że program inwestycyjny pozytywnie wpłynie na wartość spółki dla akcjonariuszy.

Kalendarium publicznej oferty akcji

| | |
|--------------------------------|---------------------------|
| 26 maja | Widelki cenowe |
| 29-30 maja | Book building |
| 30 maja | Publikacja ceny emisyjnej |
| 31 maja - 2 czerwca | Zapisy na akcje |
| 1 poł. czerwca | Debiut akcji spółki |

| | |
|-------------------------|------|
| Liczba akcji (mln) | 17.0 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 76.6 |
| EV (mln PLN) | 80.2 |
| Free float (mln PLN) | 36.2 |

| | |
|---------------------|------------|
| Główny akcjonariusz | ERGIS S.A. |
| % akcji, % głosów | 52.7/52.7 |

po emisji, dla ceny akcji 4.5 PLN, przy założeniu emisji 4 026 653 szt. akcji serii D po cenie 4.5 PLN oraz zbycia wszystkich akcji w ramach Oferty Sprzedaży

Michał Buczyński

(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

SPIS TREŚCI

| | |
|--|----|
| Podsumowanie inwestycyjne | 3 |
| Wycena spółki | 5 |
| <i>Wycena metodą DCF</i> | 5 |
| <i>Wycena metodą porównawczą</i> | 7 |
| Cele emisji i akcjonariat | 7 |
| Charakterystyka branży | 10 |
| <i>Koniunktura gospodarcza na głównych rynkach</i> | 10 |
| <i>Rynek folii stretch na świecie i w Polsce</i> | 11 |
| <i>Rynek folii termokurczliwej PVC w Polsce</i> | 13 |
| Charakterystyka spółki | 14 |
| <i>Historia spółki</i> | 14 |
| <i>Produkty, towary, sprzedaż</i> | 15 |
| <i>Koszty</i> | 20 |
| <i>Nakłady inwestycyjne</i> | 21 |
| <i>Sytuacja finansowa i prognozy</i> | 23 |
| Analiza SWOT | 26 |
| Sprawozdania finansowe | 27 |

Eurofilms

Jeden z największych w kraju producentów folii stretch

Eurofilms S.A. jest drugim co do wielkości producentem w Polsce folii stretch (stosowanej głównie do zabezpieczania towarów na paletach). Produkcja obejmuje folię "jumbo" (przeznaczoną do dalszego przetwarzania), folię maszynową (przeznaczoną do owijania ładunków przy pomocy automatów pakujących) oraz folię ręczną (do owijania ręcznego). Dodatkowo spółka produkuje folię termokurczliwą PVC oraz handluje folią polipropylenową BOPP. Eksport stanowi 22.8% sprzedaży. Wysoką jakość oferowanych produktów potwierdzają liczne certyfikaty jakości (ISO 9001:2000, 14001:1994).

Optymistyczne prognozy wzrostu popytu na główne produkty spółki

Folia stretch to popularna nazwa dla różnych rodzajów rozciągliwych folii polietylenowych używanych przede wszystkim do owijania produktów na paletach. Pojawiła się ona na rynku na początku lat 80 i została szybko doceniona ze względu na jej cechy użytkowe - jest najbardziej efektywnym sposobem opakowania palet. Dynamiczny wzrost jej zużycia wynika przede wszystkim z rozwoju gospodarczego oraz zmian sposobu dystrybucji produktów, związanego z rozwojem sieci hipermarketów wymagających od dostawców owijania ładunków zbiorczych folią stretch. W krajach Europy Środkowej i Wschodniej rynek tej folii znajduje się nadal we wczesnym stadium rozwoju, na co wskazuje przeszło dwukrotnie niższe jej zużycie na mieszkańca. Według naszych ostrożnych szacunków w okresie najbliższych lat wolumen sprzedaży folii stretch w Polsce będzie rósł 6% rocznie. Siłą napędową wzrostu rynku folii termokurczliwej PVC jest także handel detaliczny, w tym zwłaszcza sieci hipermarketów preferujących wyroby pakowane po kilka sztuk w opakowaniach zbiorczych. Zużycie opakowań z tworzyw sztucznych w Polsce jest nadal dużo mniejsze niż w krajach Europy Zachodniej. Podobnie jak w poprzednim przypadku uważamy, że rynek folii termokurczliwej będzie rósł w tempie 6% rocznie.

Silna pozycja na rynku krajowym

Udział spółki w krajowym rynku folii stretch wynosił w 2005 roku około 23%. Natomiast w krajowych zdolnościach produkcyjnych 24% (drugi producent w Polsce). Udział spółki w europejskich zdolnościach produkcyjnych wynosi 1.2%, natomiast po uruchomieniu trzeciej linii produkcyjnej wzrośnie do około 1.7%. W przypadku folii termokurczliwej spółka posiadała mniejszy, choć także znaczący udział w krajowym rynku na poziomie 9.4%. W wyniku zwiększenia mocy produkcyjnych w latach 2006-2007 udziały spółki w rynku krajowym (zwłaszcza w przypadku folii termokurczliwej) powinny ulec zwiększeniu.

Wysoka efektywność

Analizując wyniki spółki na uwagę zasługuje wysoki wskaźnik zwrotu na kapitale własnym (w roku 2005 na poziomie 45.8%), który świadczy o bardzo efektywnym wykorzystaniu zasobów kapitałowych. W latach 2004-2005 spółka generowała stosunkowo wysokie przepływy na działalności operacyjnej, których głównym źródłem był zysk netto oraz w nieco mniejszym stopniu amortyzacja. W 2005 roku przychody ze sprzedaży spółki zwiększyły się o niemal 9% w porównaniu do roku poprzedniego, natomiast koszty wzrosły zaledwie o 7.4%. Na poprawę rentowności i wzrost przychodów w 2005 roku wpłynęły głównie: wzrost wolumenu sprzedaży folii stretch PE o około 9%, wzrost cen folii stretch PE średnio o 3% oraz korzystne zmiany w strukturze sprzedaży spółki.

Aprecjacja PLN względem EURO w średnim terminie ma korzystny wpływ na wyniki spółki (wartość importu zaopatrzeniowego jest wyższa od eksportu denominowanego w EURO). W dłuższym okresie ze względu na wpływ taniego importu na ceny krajowe jest to czynnik lekko niekorzystny. Z analizy zmian marż

w ostatnich latach wynika, że wzrost kosztów podstawowego surowca (pomimo jego dużego udziału w kosztach operacyjnych) spółka stosunkowo łatwo przenosi na rosnące ceny produktów.

Program inwestycyjny

Głównym celem emisji akcji serii D jest pozyskanie środków na współfinansowanie programu inwestycyjnego, którego apogeum będzie miało miejsce w roku bieżącym. Dzięki nowym inwestycjom Eurofilms zwiększy w latach 2006 i 2007 posiadane moce produkcyjne (w zakresie folii stretch z 18 tys. do 27 tys. ton, a w zakresie folii termokurczliwej z 720 do 1 440 ton). Biorąc pod uwagę osiągnięte obecnie stosunkowo wysokie marże na produkcji oraz dobre perspektywy dla wzrostu rynków głównych wyrobów, oceniamy że program inwestycyjny pozytywnie wpłynie na wartość spółki dla akcjonariuszy. Prognozujemy, że dzięki realizacji zaplanowanych inwestycji spółka osiągnie w roku 2007 sprzedaż większą o 46.9% w porównaniu z rokiem 2005.

Ekspansja sprzedaży zwiększy zyski spółki

W roku bieżącym spodziewamy się przejściowego spadku rentowności spółki oraz poziomu wyniku netto. Niższy zysk netto to zarówno efekt zawyżonej bazy w 2005 roku (zysk ze zbycia inwestycji 0.9 mln PLN oraz niska efektywna stawka podatkowa). Na poziomie działalności podstawowej spodziewamy się, że po uruchomieniu drugiej linii do produkcji folii stretch w maju bieżącego roku, z jednej strony wystąpi wzrost odpisów amortyzacyjnych, a z drugiej wolniejszy wzrost (o 0.5%) cen sprzedaży (w pozostałych latach wzrost rocznie o 1%). Sądzymy bowiem, że spółka będzie musiała obniżyć nieco cenę sprzedaży w stosunku do konkurencji, żeby znaleźć nabywców. W latach następnych wzrost marż spółki to rezultat stopniowego uzyskiwania relatywnie wyższych cen zbytu.

Wycena

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy dwie metody: dochodową i porównawczą. Na podstawie metody dochodowej jedną akcję spółki wyceniamy na 5.63PLN. Metoda ta w większym stopniu niż porównawcza uwzględnia długookresowe perspektywy i ryzyka związane z dynamicznym rozwojem spółki oraz wzrostem konkurencji na rynku. Wadą tej metody jest duża liczba założeń przyjętych przy konstruowaniu modelu wyceny. W oparciu o metodę porównawczą jedną akcję spółki wyceniamy na 5.27PLN. Metoda ta daje bardziej miarodajną wycenę w krótkim okresie i w dużym stopniu jest odbiciem sentymentu panującego obecnie na rynku.

Czynniki ryzyka

Ryzyko wynikające z małej dywersyfikacji produkcji

Produkcja spółki jest słabo zdywersyfikowana. Około 89.2% łącznych przychodów w 2005 roku pochodziło ze sprzedaży folii stretch. Pomimo optymistycznych prognoz wzrostu popytu na ten rodzaj folii, nie można wykluczyć pojawienia się w przyszłości jej substytutów, bądź wejścia na rynek silnego konkurenta, co zachwiałoby w niekorzystny sposób równowagę popytowo-podażową na rynku i odbiło się negatywnie na wynikach spółki.

Ryzyko wzrostu konkurencji w sektorze

Największym zagrożeniem dla spółki w dłuższym okresie są naszym zdaniem stosunkowo niskie bariery wejścia na rynek folii produkowanych przez spółkę. W Polsce funkcjonuje znaczna liczba podmiotów zajmujących się przetwórstwem tworzyw sztucznych. W miarę jak rynek folii stretch i termokurczliwej będzie dojrzał nie można wykluczyć, że coraz to nowe podmioty będą wchodzić na ten rosnący i wysoce rentowny rynek.

Wycena spółki

Wycena metodą DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji o stałym oprocentowaniu. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 2%, czyli na poziomie niższym od prognozowanego długoterminowego wzrostu PKB powiększonego o inflację.

| Założenia do modelu wyceny Eurofilms S.A. | | | | | | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P |
| założenia ogólne i dla rynku | | | | | | | | | | | |
| Zmiana PKB | | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| Średnioroczna inflacja | | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Średnioroczny kurs EUR/PLN | 4.03 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 | 3.90 |
| Krajowy rynek folii stretch (tys. t) | 55.0 | 58.3 | 61.8 | 65.5 | 69.4 | 73.6 | 78.0 | 82.7 | 87.7 | 92.9 | 98.5 |
| Udział Eurofilms | 22.6% | 24.0% | 23.6% | 23.0% | 23.9% | 23.8% | 23.3% | 22.7% | 23.2% | 23.5% | 23.0% |
| Krajowy rynek folii termokurczliwych PVC (tys. t) | 6.4 | 6.7 | 7.1 | 7.6 | 8.0 | 8.5 | 9.0 | 9.6 | 10.1 | 10.7 | 11.4 |
| Udział Eurofilms | 9.4% | 9.1% | 13.0% | 12.8% | 12.7% | 12.3% | 13.9% | 13.8% | 13.4% | 13.0% | 12.6% |
| założenia odnośnie przychodów dla Eurofilms S.A. | | | | | | | | | | | |
| Folia stretch | | | | | | | | | | | |
| Łączne moce produkcyjne (tys. t) | 18.0 | 24.0 | 27.0 | 27.0 | 36.0 | 36.0 | 36.0 | 36.0 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| Wykorzystanie mocy produkcyjnych | 93% | 89% | 91% | 91% | 88% | 91% | 91% | 91% | 88% | 91% | 91% |
| Wolumen produkcji (tys. t) | 16.7 | 21.4 | 24.6 | 24.6 | 31.7 | 32.8 | 32.8 | 32.8 | 39.6 | 41.0 | 41.0 |
| średnia cena (tys. PLN/t) | 5.3 | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.5 | 5.5 | 5.6 | 5.6 | 5.7 | 5.7 |
| Przychody (mln PLN) | 89.0 | 113.7 | 131.8 | 133.2 | 172.0 | 179.7 | 181.6 | 183.6 | 222.5 | 232.6 | 235.1 |
| Udział eksportu | 24.9% | 33.7% | 39.7% | 37.7% | 46.6% | 45.6% | 43.6% | 41.6% | 47.6% | 45.6% | 43.6% |
| Folia termokurczliwa | | | | | | | | | | | |
| Łączne moce produkcyjne (tys. t) | 0.72 | 0.72 | 1.26 | 1.44 | 1.44 | 1.44 | 2.14 | 2.14 | 2.14 | 2.14 | 2.14 |
| Wykorzystanie mocy produkcyjnych | 92% | 95% | 92% | 90% | 92% | 92% | 90% | 92% | 92% | 92% | 92% |
| Wolumen produkcji (tys. t) | 0.66 | 0.68 | 1.16 | 1.30 | 1.32 | 1.32 | 1.93 | 1.97 | 1.97 | 1.97 | 1.97 |
| średnia cena (tys. PLN/t) | 7.4 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.6 | 7.7 | 7.7 | 7.8 | 7.8 | 7.9 | 8.0 |
| Przychody (mln PLN) | 4.9 | 5.1 | 8.6 | 9.7 | 10.1 | 10.2 | 14.8 | 15.3 | 15.4 | 15.6 | 15.8 |
| Udział eksportu | 9.6% | 9.6% | 19.3% | 24.2% | 22.2% | 20.3% | 34.0% | 32.0% | 30.1% | 28.1% | 26.1% |
| Pozostałe | | | | | | | | | | | |
| Przychody ze sprzedaży BOPP (mln PLN) | 5.4 | 5.5 | 5.6 | 5.7 | 5.8 | 5.9 | 6.1 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 6.6 |
| Pozostałe przychody (mln PLN) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Łączna sprzedaż | 99.7 | 124.7 | 146.5 | 149.1 | 188.3 | 196.3 | 202.9 | 205.5 | 244.7 | 255.1 | 257.9 |
| Udział eksportu | 22.7% | 31.1% | 36.8% | 35.2% | 43.8% | 42.8% | 41.5% | 39.6% | 45.2% | 43.3% | 41.4% |

Źródło: szacunki i prognozy Millennium DM

W modelu założyliśmy planowane inwestycje spółki prezentowane w prospekcie emisyjnym. Dodatkowo założyliśmy zakup w latach 2008 i 2012 oraz uruchomienie na początku lat 2009 i 2013 po jednej dodatkowej linii do produkcji folii stretch. W roku 2010 założyliśmy zakup, a w 2011 uruchomienie trzeciej linii do produkcji folii termokurczliwej. Analogicznie do inwestycji przeprowadzanych w latach 2006-2007, w latach na które przewidziane jest uruchomienie nowych linii założyliśmy spowolnienie wzrostu cen do 0.5% (1% w pozostałych latach), co skutkowało przejściowym spadkiem rentowności.

Największym zagrożeniem dla spółki w dłuższym okresie są naszym zdaniem stosunkowo niskie bariery wejścia na ten rynek. W Polsce funkcjonuje znaczna liczba podmiotów zajmujących się przetwórstwem tworzyw sztucznych. W miarę jak rynek folii stretch będzie dojrzewał nie można wykluczyć, że coraz to nowe podmioty będą wchodzić na ten rosnący i wysoce rentowny rynek. Nasze prognozy (spadek marży EBITDA w długim okresie) częściowo uwzględniają taki scenariusz.

Do prognoz na lata 2006-2015 wykorzystanych w modelu wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- w latach, w których następuje znaczny wzrost mocy produkcyjnych założyliśmy mniej korzystne ceny sprzedaży (wzrost o 0.5% wobec 1% w pozostałych latach),
- wzrost cen surowców założyliśmy na poziomie 1% rocznie,
- spadek marży EBITDA osiąganą przez spółkę w dłuższym okresie to rezultat rosnących kosztów pracy (wzrost płac w warunkach wzrostu gospodarczego), zwiększenia udziału mniej rentownego eksportu oraz wspomnianego wyżej oczekiwanego wzrostu konkurencji.

Model wyceny spółki Eurofilms metodą DCF

| (mln PLN) | 2006P | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | >2015 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| sprzedaż | 124.7 | 146.5 | 149.1 | 188.3 | 196.3 | 202.9 | 205.5 | 244.7 | 255.1 | 257.9 | |
| zmiana sprzedaży | 25.1% | 17.4% | 1.8% | 26.3% | 4.2% | 3.4% | 1.3% | 19.1% | 4.2% | 1.1% | |
| marża EBIT | 5.2% | 6.9% | 7.2% | 6.0% | 6.2% | 7.1% | 7.1% | 6.5% | 6.3% | 6.2% | |
| EBIT | 6.5 | 10.1 | 10.7 | 11.4 | 12.2 | 14.5 | 14.6 | 15.9 | 16.0 | 15.9 | |
| stopa podatkowa | 11.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | |
| amortyzacja | 6.2 | 5.8 | 5.6 | 7.9 | 7.1 | 6.9 | 6.5 | 7.2 | 7.1 | 6.8 | |
| inwestycje | -17.9 | -1.7 | -23.5 | -2.5 | -5.7 | -4.1 | -28.5 | -6.6 | -6.8 | -6.9 | |
| zmiana kap.obrotowego | -3.8 | -3.3 | -1.5 | -3.8 | -0.8 | -0.6 | -0.3 | -3.8 | -1.0 | -0.3 | |
| FCF | -9.7 | 9.0 | -10.7 | 10.8 | 10.5 | 13.9 | -10.5 | 9.6 | 12.3 | 12.5 | 170.7 |
| zmiana FCF | - | - | - | - | -3% | 33% | - | - | 28% | 2% | 2.0% |
| dlug/kapitał | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| stopa wolna od ryzyka | 4.07% | 4.27% | 4.59% | 4.80% | 4.91% | 4.99% | 5.06% | 5.14% | 5.15% | 5.17% | 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 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| koszt długu | 4.5% | 4.3% | 4.5% | 4.7% | 4.8% | 4.8% | 4.9% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 4.9% |
| koszt kapitału | 9.1% | 9.3% | 9.6% | 9.8% | 9.9% | 10.0% | 10.1% | 10.1% | 10.1% | 10.2% | 10.0% |
| WACC | 8.6% | 8.8% | 9.1% | 9.3% | 9.4% | 9.5% | 9.5% | 9.6% | 9.6% | 9.6% | 9.5% |
| PV (FCF) | -8.9 | 7.6 | -8.2 | 7.6 | 6.7 | 8.1 | -5.5 | 4.6 | 5.4 | 5.0 | 68.0 |
| wartość DFCF (mln PLN) | 90 | | | | | | | | | | |
| dlug (gotówka) netto | 11.6 | | | | | | | | | | |
| wpływ z emisji akcji serii D | 17.2 | | | | | | | | | | |
| wycena EUROFILMS S.A. | 95.8 | | | | | | | | | | |
| liczba akcji (mln szt.) | 17.02 | | | | | | | | | | |
| wycena na akcję (PLN) | 5.63 | | | | | | | | | | |

Źródło: Millennium DM

Nasz model zakłada pełne powodzenie emisji akcji serii D na maksymalnym poziomie w ilości 4 026 653 sztuk po cenie 4.5PLN za walor. Jedną akcję spółki wyceniamy na 5.63PLN.

Wycena metodą porównawczą

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest dziewiętnaście spółek reprezentujących branżę chemiczną. W celu uzyskania miarodajnej wyceny z grupy wybraliśmy spółki najbardziej zbliżone do Eurofilms prowadzoną działalnością. Usunęliśmy spółki produkujące chemikalia masowe (BORSODCHEM, Boryszew, Ciech, Dwory, Permedia, Puławy, Police), farmaceutyki i środki antykoncepcyjne (Bioton, Jelfa, Unimil) oraz spółki związane z działalnością hutniczą (Alchemia i Ropczyce). Dodatkowo ze względu na wysokie straty w roku ubiegłym wyłączyliśmy także takie spółki jak Plastbox i Pollena Ewa. Dodatkowo do grupy porównawczej włączyliśmy spółkę Kęty, ze względu na jej częściowe operowanie w branży opakowań.

Wycena porównawcza akcji Eurofilms S.A. do polskich odpowiedników

| Spółka | P/BV 2006 | EV/ EBITDA 2006P | EV/ EBITDA 2007P | EV/ EBIT 2006P | EV/ EBIT 2007P | P/E 2006P | P/E 2007P |
|----------------------------|-------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-----------|-----------|
| Dębica | 1.4 | 7.3 | 5.6 | 11.1 | 8.1 | 15.6 | 12.4 |
| Kęty | 1.9 | 10.4 | 9.1 | 14.2 | 12.4 | 16.0 | 14.1 |
| Sanok | 2.0 | 6.8 | 6.5 | 10.3 | 9.6 | 13.0 | 12.1 |
| Suwały | 1.5 | 5.6 | 5.4 | 9.5 | 9.0 | 12.1 | 11.9 |
| Śnieżka | 2.2 | 7.9 | 7.1 | 9.4 | 8.5 | 14.2 | 12.9 |
| ZTS ERG | 1.8 | 8.1 | 7.4 | 12.8 | 11.7 | 16.9 | 15.7 |
| Mediana | 1.8 | 7.6 | 6.8 | 10.7 | 9.3 | 14.9 | 12.6 |
| Wagi dla wskaźników | 4% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| Wycena EUROFILMS (mln PLN) | 73.0 | 93.0 | 114.1 | 66.4 | 100.0 | 77.0 | 94.9 |
| Na akcję (PLN) | 4.3 | 5.5 | 6.6 | 3.9 | 5.8 | 4.5 | 5.5 |
| Wycena ważona (PLN) | 5.27 | | | | | | |

Źródło: prognozy Millennium DM, raporty spółek, ceny z dnia 10.05.2006

Wycenę porównawczą oparliśmy na czterech wskaźnikach rynkowych: P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Ze względu na prognozowany znaczny wzrost zysków w roku 2007, wyceny uzyskiwane dla tego roku są wyższe niż dla roku bieżącego. Wagi przyjęte dla wskaźników opartych na wynikach finansowych przyjęliśmy na zbliżonym poziomie. Waga dla P/BV jest przyjęta na najniższym poziomie ze względu na małą miarodajność tego wskaźnika. Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę ważoną jednej akcji spółki na poziomie 5.27PLN.

Cele emisji i akcjonariat

W ramach oferty publicznej oferowanych jest:

- 4 026 653 akcji serii D oferowanych przez spółkę w ramach subskrypcji,
- 4 026 653 akcji serii B1 i C oferowanych do sprzedaży przez dotychczasowych akcjonariuszy.

W ramach Oferty Sprzedaży ERGIS S.A. (główny akcjonariusz spółki) oferuje 1 815 019 akcji, natomiast drugi udziałowiec 2 211 634 akcji (wszystkie akcje obecnie posiadane).

Warunkiem dojścia emisji akcji serii D do skutku jest złożenie i prawidłowe opłacenie zapisów na przynajmniej 2 000 000 akcji serii D.

Z emisji akcji serii D spółka planuje pozyskać co najmniej 17 mln PLN (po uwzględnieniu kosztów). Podstawową przyczyną emisji nowych akcji jest potrzeba pozyskania środków na sfinansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych podejmowanych w ramach realizowanej strategii rozwoju spółki, mającej na celu przede wszystkim zwiększenie mocy produkcyjnych w latach 2006-2007 w zakresie wytwarzania folii stretch PE i folii termokurczliwej PVC.

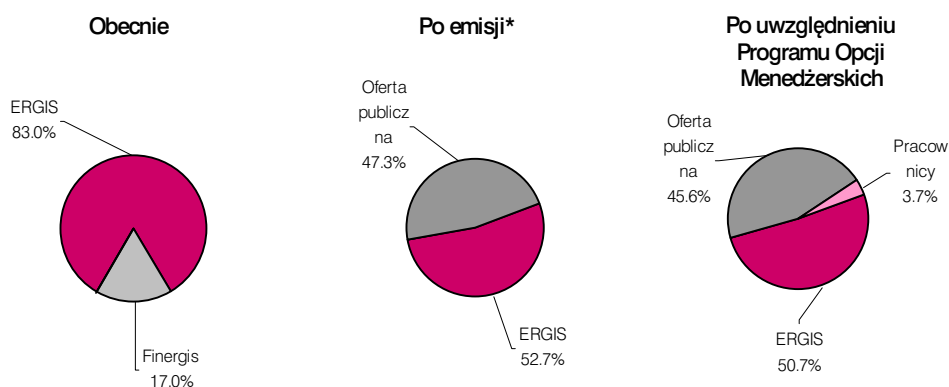
Emisja ma posłużyć sfinansowaniu zakupu i uruchomienia:

- trzeciej linii CAST do produkcji folii stretch PE,
- drugiej linii do produkcji folii termokurczliwej PVC,
- innych urządzeń i wyposażenia związanego z ww. liniami produkcyjnymi,
- refinansowanie wydatków poniesionych w 2005 roku i ponoszonych w 2006 roku związanych z inwestycją w trzecią linię CAST (wydatków na zakup nieruchomości i rozbudowę hali produkcyjnej).

Powyższe inwestycje zostaną zrealizowane w latach 2006-2007 (zdecydowana większość w 2006 roku). Wartość powyższego programu inwestycyjnego przekracza o kilka mln PLN oczekiwaną wartość emisji. Ze względu na wysokie wolne przepływy pieniężne spółka nie powinna mieć problemów z zapewnieniem ich finansowania. Poza celami emisji spółka będzie potrzebować także środków na kapitał obrotowy oraz inwestycje odtworzeniowe. Sądzymy jednak, że ze względu na wysoką prognozowaną wartość EBITDA, nie będzie potrzebowała nawet korzystać z finansowania zewnętrznego i na koniec 2007 roku będzie posiadać dodatni poziom gotówki netto.

W przypadku gdyby wszystkie akcje serii D nie zostały subskrybowane, spółka nie powinna mieć problemu ze sfinansowaniem inwestycji na rynku długu, na co pozwoli korzystna sytuacja finansowa spółki.

Struktura akcjonariatu spółki

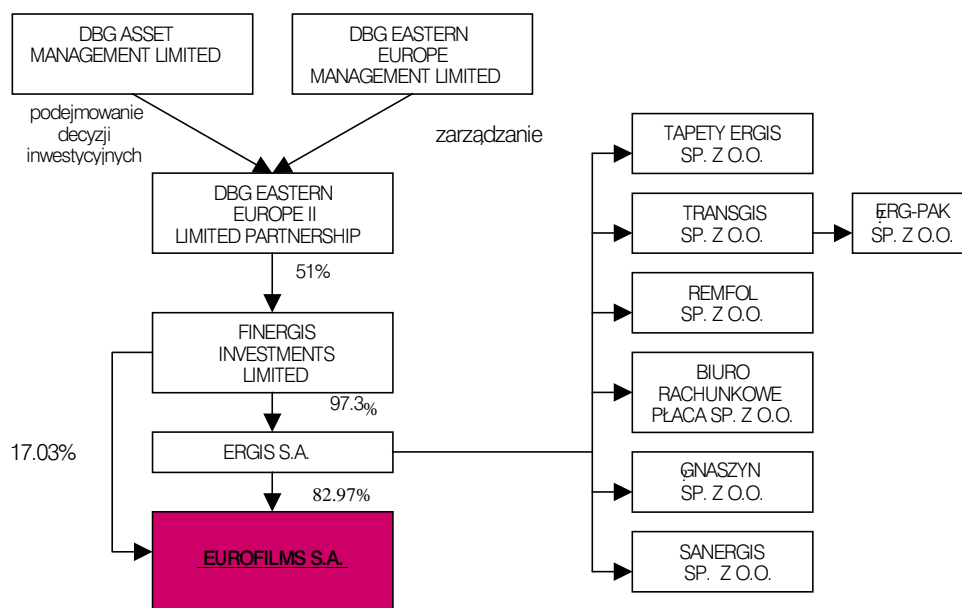


* przy założeniu uplasowania maksymalnej liczby oferowanych i sprzedawanych akcji
Źródło: Eurofilms SA, Millennium DM

W przypadku uplasowania maksymalnej liczby akcji sprzedawanych i oferowanych (akcje serii D), spółka będzie się odznaczała stosunkowo wysokim free float na poziomie około 47%. ERGIS S.A., akcjonariusz który obecnie posiada 82.97% akcji, po emisji zachowa nad nią kontrolę (52.7%). Zamiar zbycia akcji Eurofilms przez dotychczasowych akcjonariuszy wynika z chęci realizacji części zysku z inwestycji w akcje

spółki. ERGIS zobowiązał się, że w terminie do 30 czerwca 2007 roku nie sprzeda swoich pozostałych akcji spółki. Choć ERGIS (producent m.in. folii, tapet i innych wyrobów z PVC) zakłada pozostanie akcjonariuszem większościowym spółki także w dłuższym okresie, biorąc pod uwagę charakter jego głównych akcjonariuszy (fundusz inwestycyjny, a nie inwestor branżowy), to nie wykluczamy, że po zrealizowaniu zakładanych przez spółkę inwestycji zechce w przyszłości zrealizować resztę zysków.

Schemat grupy kapitałowej, do której należy spółka



Źródło: Millennium DM, Eurofilms S.A.

W celu stabilizacji składu osobowego kadry kierowniczej i stworzenia nowych efektywnych mechanizmów motywacyjnych dla osób odpowiedzialnych za zarządzanie, w lutym bieżącego roku WZA spółki uchwaliło Program Opcji Menedżerskich. Program zostanie skierowany do obecnych członków zarządu oraz wskazanych przez Radę Nadzorczą menedżerów. Otrzymają oni prawo do nabycia w przyszłości akcji spółki po cenie z pierwszej oferty publicznej. Łączna pula akcji w tym programie ma wynieść 649 460 akcji serii E, które zostaną wyemitowane w ramach kapitału docelowego.

Pula akcji z Programu Opcji Menedżerskich zostanie podzielona w następujący sposób:

- ❑ Prezes Zarządu Pan Grzegorz Kędzierski - 240 tys. akcji, w tym:
 - 80 tys. akcji w terminie 01.05.2007-01.06.2007
 - 80 tys. akcji w terminie 01.05.2008-01.06.2008
 - 80 tys. akcji w terminie 15.12.2008-15.01.2009
- ❑ Członek Zarządu Pan Andrzej Mielczarek - 120 tys. akcji, w tym:
 - 20 tys. akcji w terminie 01.05.2007-01.06.2007
 - 40 tys. akcji w terminie 01.05.2008-01.06.2008
 - 60 tys. akcji w terminie 15.12.2008-15.01.2009
- ❑ Menedżerowie wskazani przez Radę Nadzorczą - 289 460 akcji w terminie do dnia 15.01.2009 roku.

Nabycie akcji przez menedżerów nastąpi pod warunkiem realizacji przez spółkę prognoz finansowych (opublikowanych w prospekcie emisyjnym) na lata 2006 oraz 2007.

Akcje serii E będą stanowić 3.7% kapitału spółki po podwyższeniu. Nie będą one jednak źródłem podaży w średnim terminie, gdyż obrót nimi na GPW w Warszawie będzie możliwy w przypadku członków zarządu najwcześniej za ponad rok, natomiast w przypadku menedżerów nie wcześniej niż 18 miesięcy od daty ich nabycia, czyli za około cztery lata. Biorąc pod uwagę związanie Programu Motywacyjnego z osiąganymi przez spółkę wynikami finansowymi oraz uzależnienie jego opłacalności od kształtowania się notowań giełdowych naszym zdaniem przyczyni się on do zwiększenia wartości dla pozostałych akcjonariuszy, pomimo nieuniknionego w takich przypadkach rozwodnienia kapitału.

Charakterystyka branży

Koniunktura gospodarcza na głównych rynkach

Popyt na folię stretch oraz folię termokurczliwą, które są podstawowymi produktami spółki w dużym stopniu uzależniony jest od zmian w sposobie pakowania produktów oraz rozwoju nowoczesnych form handlu (hipermarkety, supermarkety itp.). Dodatkowo, zwłaszcza w okresach krótszych (kilkuletnich) istotny wpływ na poziom popytu ma koniunktura (dynamika PKB) na rynku polskim oraz biorąc pod uwagę plany zwiększenia udziału eksportu przez spółkę - także na rynku europejskim.

Zarówno na rynku krajowym (prognozowany na 2006 rok wzrost PKB na poziomie 4.5%), jak i w całej Unii Europejskiej (prognozowany wzrost PKB w 2006 roku na poziomie 2%) mamy obecnie do czynienia z fazą wzrostu gospodarczego, która zdaniem zdecydowanej większości ekonomistów powinna być kontynuowana przez kilka najbliższych lat.

Niebezpieczeństwem dla kontynuacji tych tendencji jest proces podnoszenia stóp procentowych w głównych obszarach światowej gospodarki (USA, Europa Zachodnia i sygnalizowana możliwość pierwszych od lat podwyżek stóp w Japonii). Niebezpieczeństwem dla światowej koniunktury napędzanej głównie przez szybki wzrost krajów Azji Południowo Wschodniej (Chiny i Indie) jest także nie notowana od wielu dziesięcioleci wyżka cen surowców (metali i surowców energetycznych), która z opóźnieniem wpływa na wzrost inflacji i może spowolnić wzrost światowej gospodarki. Trzecim czynnikiem, który może wywrzeć negatywny wpływ na koniunkturę w skali światowej w najbliższych latach jest odnotowana w ostatniej dekadzie dynamiczna wyżka cen nieruchomości mieszkaniowych, przyczyniająca się w wydatny sposób do szybszego wzrostu gospodarczego, jednak stanowiąca także poważne zagrożenie dla tego wzrostu w przypadku zatrzymania lub co gorsza odwrócenia kierunku ruchu cen mieszkań.

W okresie ostatnich dwóch lat złoty uległ znacznemu umocnieniu w stosunku do EUR i naszym zdaniem pomimo krótkoterminowych zawirowań związanych z polityką i przepływami kapitału spekulacyjnego, w długim okresie pozostanie mocny. Przemawia za tym spodziewany napływ funduszy pomocowych z UE, inwestycji i korzystne rezultaty handlu zagranicznego. Umocnienie złotego może spowolnić nieznacznie dynamikę produkcji przemysłowej w Polsce, co przełoży się na wolniejszy wzrost PKB. Może on jednak zostać zrekompensowany rosnącym popytem wewnętrznym (zarówno konsumpcyjnym, jak i inwestycyjnym).

Rynek folii stretch na świecie i w Polsce

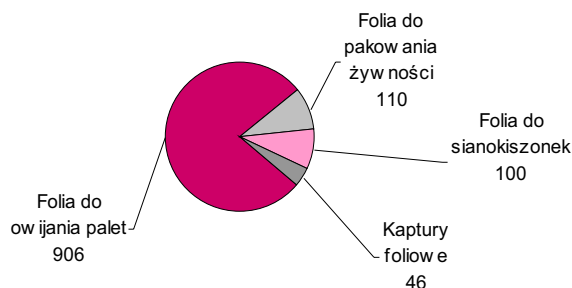
Folia stretch to popularna nazwa dla różnych rodzajów rozciągliwych folii polietylenowych używanych przede wszystkim do owijania produktów na paletach. Pojawiła się ona na rynku na początku lat 80, stanowiąc początkowo alternatywę dla folii termokurczliwej lub taśm metalowych, została szybko doceniona ze względu na jej cechy użytkowe. Umożliwia ona najbardziej efektywne opakowanie palet, stąd jej rosnąca popularność.

Według danych potentatów w branży chemicznej (ExxonMobil i Dow Chemical) w roku 2003 wielkość światowego rynku folii stretch oceniana była na 1 990 tys. ton. Największymi rynkami była Europa (około 900 tys. ton) oraz Ameryka Północna (około 810 tys. ton).

Według Applied Market Information Ltd (AMI Ltd), brytyjskiej firmy konsultingowej specjalizującej się m.in. w badaniu i analizie światowego rynku tworzyw sztucznych, w 2003 roku rynek folii stretch PE w Europie stanowił około 17.5% całego europejskiego rynku folii polietylenowej. O szybkim rozwoju rynku folii stretch PE świadczy także fakt, iż w 1992 roku jej europejskie zużycie wynosiło zaledwie 295 tys. ton.

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej rynek folii stretch znajduje się nadal we wczesnym stadium rozwoju. Według danych firmy Chemical Market Associates, Inc (CMAI), zajmującej się między innymi badaniem rynku chemicznego na świecie, oraz firmy SABIC, jednej z wiodących firm petrochemicznych na świecie i jednej z głównych dostawców surowca do produkcji folii na rynek europejski, zużycie folii stretch PE w Europie Środkowo-Wschodniej wynosi obecnie 0.9 kg na osobę rocznie, podczas gdy w Europie Zachodniej sięga 1.9 kg. Dynamiczny wzrost zużycia folii stretch wynika przede wszystkim z rozwoju gospodarczego oraz zmian sposobu dystrybucji produktów, związany z rozwojem sieci hipermarketów, wymagających od dostawców owijania ładunków zbiorczych (palet) folią stretch.

Struktura produkcji folii z granulatu LLDPE w Europie w 2004 roku [w tys. ton]



Źródło: AMI Ltd, 2005 za Prospekt Emisyjny

Folie produkowane z granulatu LLDPE można podzielić na następujące grupy:

- folia do owijania palet (stretch film)
- kaptury foliowe (stretch hoods)
- folia do sianokiszzonek (silage stretch film)
- folia do pakowania żywności (cling film)

Historyczne i prognozowane zużycie folii stretch w Europie w latach 1998-2010 (w tys. ton)

| | 1998 | 2003 | 2010P |
|-------------------------------------|------|-------|-------|
| Polska | 20 | 50 | 100 |
| Kraje Europy Środkowej i Wschodniej | 54 | 150 | 300 |
| Kraje Europy Zachodniej | 552 | 1 086 | 1 500 |

Źródło: Rynek Tworzyw za Prospekt Emisyjny

Około 60% europejskiej produkcji folii stretch pochodzi z 3 krajów: Włoch, Wielkiej Brytanii i Hiszpanii. Według danych firmy SABIC, w Europie w 2005 roku było 74 jej producentów, posiadających łącznie 195 linii produkcyjnych o łącznych zainstalowanych zdolnościach produkcyjnych wynoszących 1 500 tys. ton rocznie. Wśród europejskich wytwórców folii stretch Polska zajmuje 7 miejsce pod względem wielkości produkcji.

Biorąc powyższe pod uwagę udział Eurofilms w europejskich zdolnościach produkcyjnych wynosił 1.2%, po uruchomieniu trzeciej linii produkcyjnej wzrośnie do około 1.7%.

Według danych szacunkowych (na podstawie AMI Ltd), zużycie folii stretch w Polsce w 2005 roku wyniosło około 55 tys. ton. Polscy producenci, dysponujący zdolnościami produkcyjnymi w wysokości 74 tys. ton rocznie, wyprodukowali w 2005 roku około 60 tys. ton folii, z czego 45 tys. ton przeznaczone zostało do sprzedaży na rynku krajowym, zaś 15 tys. ton stanowił eksport. Pozostałe 10 tys. ton folii sprzedanej na rynku krajowym stanowił import. Udział spółki w krajowych zdolnościach produkcyjnych wynosił w 2005 roku około 24%.

Głównymi konkurentami Eurofilms na rynku polskim są następujące firmy:

- ❑ "Marflex - M.J. Maillis Poland" Sp. z o.o. z siedzibą w Karczewie (zdolności produkcyjne 30 tys. ton),
- ❑ Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe "Folpak Baranowski A.i T." z siedzibą w Mińsku Mazowieckim (zdolności produkcyjne około 7 tys. ton),
- ❑ "Nicator" Fabryka Opakowań L.Uba Spółka Jawna z siedzibą w Karczewie - (zdolności produkcyjne około 7 tys. ton),
- ❑ "Torplast" Zofia Woźniak z siedzibą w Bąkówcze, Głusków (zdolności produkcyjne około 6 tys. ton),
- ❑ "Gruplast" Gruba Spółka Jawna z siedzibą w Kołbieli k. Warszawy (zdolności produkcyjne około 5 tys. ton).

Prognozujemy, że rynek folii stretch w okresie najbliższych dziesięciu lat będzie rósł średnio 6% rocznie. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo rozwoju rynku oraz korzystne perspektywy, założenia te uważamy za konserwatywne.

Rynek folii termokurczliwej PVC w Polsce

Zapotrzebowanie na folię termokurczliwą PVC w Polsce do 1995 roku było w 100% pokrywane przez import, głównie z Włoch i Hiszpanii, w mniejszym zakresie z Izraela, Turcji, Niemiec i Portugalii. Od 1995 roku, pomimo znacznego wzrostu zapotrzebowania na folię termokurczliwą PVC, rola importu stopniowo malała, co spowodowane było znacznym wzrostem produkcji w kraju w latach 1995-2002.

Głównymi konkurentami Eurofilms, który dysponuje zdolnościami produkcyjnymi na poziomie 720 ton/rok, na rynku folii termokurczliwej PVC w Polsce są:

- Dekofilm Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (zdolność produkcyjna 4 200 ton/rok),
- TB Opakowania Sp. z o.o. z siedzibą w Tczewie (2 400 ton/rok).

Porównanie danych statystycznych wskazuje, że zużycie opakowań z tworzyw sztucznych w Polsce jest nadal dużo mniejsze niż w krajach Europy Zachodniej.

Siłą napędową wzrostu rynku folii termokurczliwej PVC jest handel detaliczny, w tym zwłaszcza sieci hipermarketów. Wraz z ich rozwojem, a także na skutek przejmowania przez Polaków wzorców zachodnich w handlu, kreowane są trendy dotyczące pakowania produktów. Coraz większy nacisk kładziony jest na estetykę opakowania, a także na aspekty związane z ochroną przed kurzem i zabrudzeniami. Kolejnym czynnikiem generującym wzrost zapotrzebowania na folie termokurczliwe PVC jest rozwój wielkich sieci handlowych, preferujących wyroby pakowane po kilka sztuk w opakowaniach zbiorczych, co przy wysokiej przezroczystości folii podnosi walory estetyczne produktów. Efektem tego jest systematyczny wzrost w ostatnich latach krajowego zużycia folii termokurczliwych PVC.

Według danych szacunkowych zużycie folii termokurczliwych PVC w Polsce w 2004 roku sięgało około 6 tys. ton rocznie. Zużycie folii termokurczliwej PVC ma tendencję wzrostową. W latach 1996-2002 krajowe zużycie tego typu folii rosło w tempie około 5% rocznie. Ekspertki szacują, że w latach 2005-2007 zużycie będzie nadal rosło i osiągnie w 2007 roku poziom 7.8 tys. ton (źródło: Rynek Tworzyw nr 9/2005). Nasze prognozy zakładają, że podobnie jak w przypadku folii stretch, rynek będzie rósł w ujęciu ilościowym w tempie 6% rocznie.

Charakterystyka spółki

Historia spółki

Eurofilms S.A. jest drugim co do wielkości w Polsce producentem folii stretch (stosowanej głównie do zabezpieczania towarów na paletach). Dodatkowo spółka produkuje folię termokurczliwą PVC oraz handluje folią polipropylenową BOPP.

Obecna działalność operacyjna spółki prowadzona była pierwotnie w spółce Eurofilms Polska Grupa Ergis Sp. z o.o. z siedzibą w Oławie (EPGE), która powstała w 1999 roku jako wspólne przedsięwzięcie (joint venture) brytyjskiej firmy Eurofilms Extrusion Limited z siedzibą w Hortonwood, specjalizującej się w produkcji folii stretch PE i firmy ERGIS S.A., będącej od 2001 roku większościowym udziałowcem EPGE. Celem przedsięwzięcia było podjęcie w Polsce produkcji folii do owijania ładunków na paletach. Źródłem sukcesu było doświadczenie Eurofilms Extrusion Ltd w produkcji i dystrybucji tego produktu na rynku brytyjskim oraz doświadczenie i znajomość rynku polskiego, wsparte infrastrukturą techniczno-biznesową ERGIS S.A. W 2000 roku zakończono montaż i uruchomiono pierwszą linię produkcyjną w Oławie, wytwarzającą około 9 000 ton folii rocznie.

W 2001 roku EPGE certyfikowała swój system zarządzania jakością produkcji folii stretch PE na zgodność z normą ISO 9002-1994, zaś w 2003 roku - na zgodność z normą ISO 9001-2000. W listopadzie 2004 spółka rozszerzyła zakres certyfikacji o normę ISO 14001:1996, zaś w listopadzie 2005 roku - na zgodność z normą ISO 14001:2004. W 2003 roku podjęto decyzję o zwiększeniu mocy produkcyjnych do 18 000 ton rocznie. Montaż i rozruch drugiej linii do produkcji folii stretch PE nastąpił w listopadzie 2003 roku. W styczniu 2004 roku EPGE wykorzystywała już w pełni moce produkcyjne obu linii, czego efektem było podwojenie przychodów ze sprzedaży.

W listopadzie 2004 roku Spółka rozpoczęła wdrażanie zintegrowanego systemu informatycznego MFG/PRO amerykańskiej firmy QAD, rozpoczęcie pracy w nowym systemie nastąpiło w styczniu 2005 roku.

W 2004 roku większościowy udziałowiec EPGE, ERGIS S.A., zdecydował o uporządkowaniu struktury swojej grupy kapitałowej. W sierpniu 2004 roku nastąpiła konsolidacja trzech podmiotów Grupy ERGIS:

- ❑ EPGE z siedzibą w Oławie, zajmującej się produkcją i sprzedażą folii stretch;
- ❑ Delpak Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe Sp. z o.o. z siedzibą w Oławie (Delpak), której przedmiotem działalności były produkcja i sprzedaż folii termokurczliwej PVC oraz dystrybucja folii BOPP;
- ❑ Tapety Gnaszyn S.A. z siedzibą w Częstochowie (nie prowadzącej wówczas działalności operacyjnej).

Połączenie polegało na inkorporacji EPGE i Delpak przez Tapety Gnaszyn S.A. W wymiarze operacyjnym nastąpiło przeniesienie całego majątku i działalności spółek przejmowanych do spółki Tapety Gnaszyn S.A. Jednocześnie nastąpiła zmiana nazwy spółki przejmującej na Eurofilms Polska Grupa Ergis S.A. Połączenie stało się skuteczne w dniu 12 sierpnia 2004 roku. W lutym 2006 roku nazwa spółki została zmieniona na Eurofilms S.A.

W czerwcu 2005 roku Eurofilms Extrusion Ltd zbył 99,6% posiadanych akcji spółki na rzecz Finergis Investments Ltd z siedzibą na Cyprze, spółki będącej głównym akcjonariuszem ERGIS S.A., zaś pozostałe 0,4% akcji zbył na rzecz ERGIS S.A.

W 2005 roku spółka podjęła decyzję o realizacji inwestycji w trzecią linię CAST do produkcji folii stretch PE, mającej zapewnić zwiększenie mocy produkcyjnych z 18 000 ton/rok do 27 000 ton/rok. Uruchomienie nowej linii przewidziano na maj 2006 roku.

W pierwszym etapie działalności spółka bazowała na recepturach uzyskanych od dostawcy pierwszej linii do produkcji folii stretch. W kolejnych latach następowała modyfikacja receptur, przy dużym udziale dostawców głównego surowca: firm SABIC i ExxonMobil.

W 2005 roku spółka uruchomiła własne laboratorium, wyposażając je w specjalistyczne, a według informacji dostawcy jedyne obecnie w Polsce, urządzenie do badania parametrów folii stretch PE. Badania prowadzone przez spółkę we własnym laboratorium pozwalają na opracowywanie nowych receptur i ciągle monitorowanie jakości produktów.

Eurofilms nie tworzy grupy kapitałowej, a produkcja umiejscowiona jest w zakładzie zlokalizowanym w Oławie (Województwo Dolnośląskie). Spółka nie posiada udziałów w innych podmiotach.

Produkty, towary, sprzedaż

Spółka oferuje szeroki asortyment folii stretch z polietylenu, folii termokurczliwej PVC oraz folii polipropylenowej BOPP. Wysoka jakość oferowanych produktów, doświadczony zespół o dogłębnej znajomości rynku, posiadane certyfikaty ISO 9001:2000 i 14001:2004 to główne atuty Eurofilms, które przyczyniły się do osiągnięcia i utrzymania bardzo dobrego wizerunku na rynku.

Podstawowym obszarem działalności Eurofilms jest obecnie produkcja i sprzedaż wyrobów z tworzyw sztucznych, w tym w szczególności:

- produkcja i sprzedaż folii stretch PE,
- produkcja i sprzedaż folii termokurczliwej PVC,
- sprzedaż folii BOPP.

Produkty i towary

Folia stretch PE to powszechnie stosowana nazwa rozciągliwej folii polietylenowej, używanej przede wszystkim do pakowania i zabezpieczania produktów, począwszy od ładunków zbiorczych na paletach po przedmioty jednostkowe o dużych gabarytach. Ze względu na małe grubości i wysoką wytrzymałość, gwarantującą stabilność ładunku, folia stretch jest najbardziej ekonomicznym sposobem pakowania produktów. Folia stretch jest coraz powszechniej używana przez firmy produkcyjne, handlowe i logistyczne do owijania ładunków na paletach. W związku z rozwojem nowoczesnych form dystrybucji towarów rynek odbiorców tego typu folii stale rośnie.

Produkcja odbywa się na w pełni zautomatyzowanych nowoczesnych liniach produkcyjnych. Trzywarstwowa folia produkowana jest metodą wylewu szczelinowego, tzw. metodą "cast".

Podstawowym surowcem do produkcji folii stretch jest liniowy polietylen o niskiej gęstości (LLDPE). Dzięki nowoczesnym liniom produkcyjnym i nowoczesnej technologii, a także dzięki zastosowaniu surowców renomowanych producentów, folia produkowana przez Eurofilms charakteryzuje się bardzo wysoką jakością.

Folię stretch produkowaną przez spółkę można podzielić na 3 główne rodzaje:

- ❑ folię "jumbo", przeznaczoną do dalszego przetwarzania, tzn. konfekcjonowania na folię ręczną; zakres grubości produkowanej folii wynosi od 10 do 40 mikronów, szerokość - 500 mm lub 450 mm, długość nawoju na rolce od 3 000 do 4 500 m; gwarantowany rozciąg - 100%,
- ❑ folię maszynową, przeznaczoną do owijania ładunków przy pomocy automatów pakujących; grubość wytwarzanej folii wynosi od 15 do 40 mikronów, szerokość - 500 mm, długość nawoju na rolce - od 950 do 2 500 m; gwarantowany rozciąg - od 150 do 300%,
- ❑ folię ręczną, przeznaczoną do owijania ręcznego; grubość produkowanej folii - od 10 do 40 mikronów, szerokość - 450 mm lub 500 mm, gwarantowany rozciąg - 100%.

Podane rozmiary produktów są wymiarami standardowymi; na indywidualne zamówienia klientów spółka ma możliwość wyprodukowania folii o niestandardowych wymiarach, z filtrami UV, z dodatkowym poślizgiem, różnokolorowych lub do zastosowań w rolnictwie.

W lutym 2006 roku Eurofilms uruchomił produkcję folii stretch wstępnie rozciągniętej, która umożliwiła obniżenie jednostkowych kosztów pakowania przy równoczesnym uzyskaniu lepszych parametrów jakościowych.

Folia termokurczliwa PVC jest to folia produkowana z mieszanki, której podstawowym składnikiem jest polichlorek winylu (PVC). Dodatkowymi składnikami mieszanki są plastyfikatory, stabilizatory, środki antyblokingowe, poślizgowe i ewentualnie substancje barwiące. Folia termokurczliwa PVC jest szeroko stosowana do pakowania artykułów wytwarzanych przez odbiorców reprezentujących wiele branż, w tym przede wszystkim branżę kosmetyczną, chemiczną, papierniczą, poligraficzną, producentów wyrobów z tworzyw sztucznych (m.in. zabawek), a także przez firmy świadczące usługi pakowania, usługi logistyczne oraz przez hipermarkety. Folia termokurczliwa PVC charakteryzuje się niską temperaturą zgrzewania, dużą wytrzymałością na zrywanie i bardzo wysoką przezroczystością. Pakowanie odbywa się metodą obkurczania termicznego za pomocą odpowiednich maszyn pakujących. Ze względu na bardzo dobrą kurczliwość w stosunkowo niskiej temperaturze (80-120°C) oraz niewielką grubość folia termokurczliwa PVC najczęściej wykorzystywana jest do pakowania produktów o małej masie i małych rozmiarach, takich jak pakiety promocyjne, puzzle, gry planszowe, kosmetyki, artykuły higieniczne, płyty kompaktowe, kasety audio i wideo, książki, artykuły biurowe, albumy fotograficzne, wyroby z tworzyw sztucznych.

Folia termokurczliwa PVC oferowana przez spółkę posiada certyfikat na znak bezpieczeństwa wydany przez Centralny Ośrodek Badawczo-Rozwojowy Opakowań (COBRO).

Spółka nie produkuje folii polipropylenowej BOPP, zajmuje się jej importem, głównie z Niemiec i dystrybucją na terenie kraju. Folia BOPP konfekcjonowana jest przez Eurofilms z użyciem trzech przewijarek (profesjonalnych maszyn do cięcia zwojów folii na taśmy i ich równoczesnego nawijania na różnej szerokości rolki), pozwalających na uzyskanie parametrów produktu zgodnie z zamówieniami klientów.

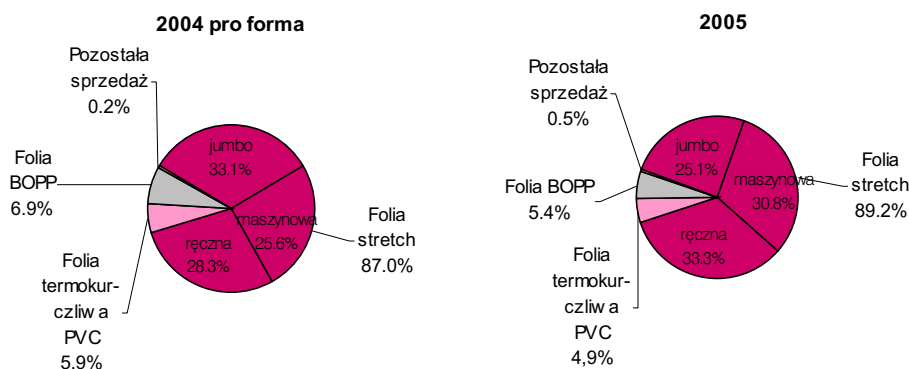
W swojej ofercie Eurofilms posiada następujące folie BOPP:

- ❑ folie transparentne - o grubości od 15 do 50 mikronów, odporne na tłuszcze, oleje, rozpuszczalniki organiczne i kwasy, wykorzystywane przede wszystkim jako monofolie lub części składowe laminatów do pakowania wyrobów spożywczych (wyrobów cukierniczych, makaronów, herbaty, suszonych owoców i warzyw), jak również wyrobów tytoniowych i kosmetyków;
- ❑ folie perlistobiałe - o grubości od 28 do 60 mikronów; najczęściej stosowane do pakowania lodów, kosmetyków oraz wyrobów cukierniczych, w tym głównie czekoladowych i ciast,
- ❑ folie metalizowane - o grubości od 15 do 35 mikronów; najczęściej używane jako składniki laminatu z foliami polipropylenowymi transparentnymi lub polietylenem (PE), stosowane głównie przez producentów zakąsek typu snacks (chipsy) oraz producentów lodów, wafli, batonów itp.; coraz częściej folia metalizowana (jako laminat z PE) zastępuje folię aluminiową stosowaną jako materiał przykrywkowy do termoformalnych pojemników, w które pakowane są jogurty, dżemy, itp.,
- ❑ folie "kwiatowe" - o grubości od 25 do 40 mikronów, najczęściej stosowane do pakowania kwiatów lub wykonywania torebek na np. pocztówki, biżuterię itp.

Wartość sprzedaży

Omawianie przychodów spółki zaczynamy od roku 2004. Wynika to z faktu, że obecna działalność operacyjna spółki prowadzona była w 2003 roku w spółce EPGE (produkcja i sprzedaż folii stretch PE) i w spółce Delpak (produkcja i sprzedaż folii termokurczliwej PVC oraz sprzedaż folii BOPP). Spółki te 12 sierpnia 2004 roku zostały inkorporowane przez spółkę Tapety Gnaszyn poprzednika prawnego Eurofilms, który praktycznie nie prowadził w tym okresie żadnej działalności (jedynym źródłem przychodów była wyprzedaż posiadanych zapasów oraz wynajem powierzchni użytkowych). W analizie wykorzystujemy sprawozdania za 2004 rok pro forma spółki, które przedstawiają wielkość sprzedaży tak, jakby połączenie spółek nastąpiło z dniem 1 stycznia 2004 roku a nie w dniu 12 sierpnia 2004 roku.

Asortymentowa struktura sprzedaży produktów Eurofilms (wartościowo)



Źródło: Eurofilms S.A.; Millennium DM

W sprzedaży Eurofilms dominuje folia stretch (89.2% w 2005 roku), która jest podstawowym produktem spółki. Oferowana jest w trzech odmianach: jumbo, maszynowa i ręczna. Poza folią stretch spółka produkuje także folię termokurczliwą PVC, której udział w przychodach w 2005 roku wyniósł 4.9%. Folia BOPP, której

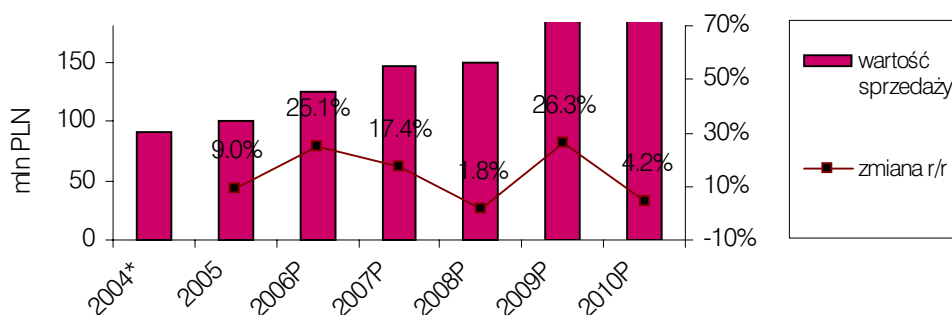
udział w przychodach stanowił w 2005 roku 5.4%, jest towarem, który w spółce podlega jedynie konfekcjonowaniu. Przychody z pozostałej sprzedaży realizowane przez spółkę stanowiły niecałe 1% sprzedaży ogółem. Są to przede wszystkim przychody ze sprzedaży usług na rzecz ERGIS S.A. oraz odpadów poprodukcyjnych.

Przychody ze sprzedaży ogółem spółki wzrosły w 2005 roku o niemal 9% w stosunku do roku 2004. W przypadku folii stretch wzrost wyniósł niemal 12%, co wynikało ze wzrostu wolumenu sprzedaży o około 9% i średniego wzrostu cen tej folii o około 3%.

W strukturze sprzedaży tej folii nastąpił wzrost udziału sprzedaży folii maszynowej i ręcznej, zmniejszył się natomiast udział sprzedaży folii przeznaczonej do dalszego przetwarzania (typu "jumbo").

Przychody ze sprzedaży folii termokurczliwej PVC i folii polipropylenowej BOPP zmniejszyły się odpowiednio o 8.5% i 15% w stosunku do roku poprzedniego, zmniejszył się również udział tych produktów w generowaniu przychodów ze sprzedaży ogółem spółki. Spadek sprzedaży folii termokurczliwej PVC spowodowany był przerwami produkcyjnymi z uwagi na awarię jednego z elementów linii produkcyjnej. Niższa sprzedaż folii BOPP w 2005 roku wynikała z kolei ze spadku cen jednostkowych wyrobu.

Wartość sprzedaży produktów spółki



Źródło: Eurofilms S.A., Millennium DM

Na najbliższe lata zakładamy znaczny wzrost przychodów ze sprzedaży spółki co będzie wynikać ze zwiększenia już w maju 2006 roku mocy produkcyjnych w zakresie folii stretch z 18 tys. do 27 tys. ton oraz w 2007 roku w zakresie folii termokurczliwej z 720 ton do 1440 ton. Wykorzystanie mocy w zakresie folii stretch w roku ubiegłym było wysokie (szacujemy je na 93%). W przypadku folii termokurczliwej, wykorzystanie mocy było niższe, lecz wynikało to głównie z przestoju spowodowanego awarią.

Założyliśmy zakup w latach 2008 i 2012 oraz uruchomienie na początku lat 2009 i 2013 po jednej dodatkowej linii do produkcji folii stretch. W roku 2010 założyliśmy zakup, a w 2011 uruchomienie trzeciej linii do produkcji folii termokurczliwej. Dzięki czemu spółka utrzyma na względnie stabilnym poziomie swój udział w rosnącym rynku krajowym folii stretch i zwiększy udział w rynku folii termokurczliwej, przy jednoczesnym zwiększeniu udziału eksportu w przychodach.

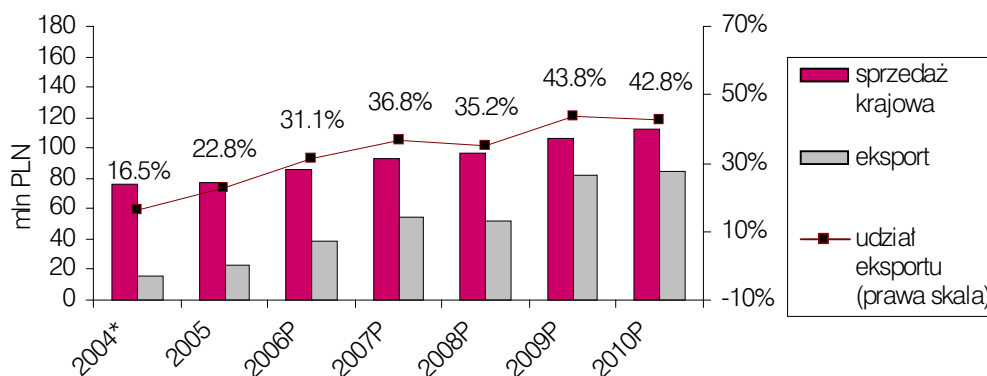
Rynki

Głównym kierunkiem sprzedaży spółki jest rynek krajowy. Tym niemniej w 2005 roku spółka odnotowała wzrost wartości sprzedaży eksportowej o ponad 50% w porównaniu do roku poprzedniego.

Eurofilms eksportuje swoje produkty przede wszystkim do Niemiec, Holandii i Danii, a także Czech i Słowacji. Przedmiotem sprzedaży eksportowej była głównie folia stretch ręczna, w znacznie mniejszym stopniu folia stretch maszynowa i folia termokurczliwa PVC. Folia "jumbo" znajdowała odbiorców przede wszystkim na rynku krajowym, podobnie jak folia BOPP.

Spodziewamy się, że zwiększoną produkcję spółka będzie lokować w najbliższych latach głównie na rynkach zagranicznych. Sądzymy, że większość spółka będzie kierowała na dotychczasowe rynki, to znaczy do krajów Unii Europejskiej. Eurofilms zapowiada także ekspansję do krajów Europy Wschodniej. Sądzymy, że udział eksportu wzrośnie w latach 2006-2007 do odpowiednio 31.1% oraz 36.8% w porównaniu do 22.8% w roku ubiegłym.

Sprzedaż spółki w rozbiciu na eksport i sprzedaż krajową



* dane pro forma

Źródło: Eurofilms S.A.; Millennium DM

Zarówno import zaopatrzeniowy, jak i sprzedaż eksportowa jest denominowana prawie w całości w EUR. Biorąc powyższe pod uwagę przychody eksportowe spółki są w istotnym stopniu uzależnione od kursu EUR/PLN oraz koniunktury gospodarczej w Unii Europejskiej. Wpływ zmian kursu EUR/PLN na rentowność jest w średnim terminie ujemny. Wartość eksportu w EUR jest istotnie niższa od wartości zakupów zaopatrzeniowych. W miarę zwiększania udziału eksportu w sprzedaży relacje te będą się powoli zmieniać, jednak wciąż spółka powinna zachować krótką pozycję w EUR. W długim okresie umacniający się złoty będzie mieć lekko negatywny wpływ na wyniki spółki, gdyż tańszy import przełoży się na ceny na rynku krajowym.

Sprzedaż swoich wyrobów Eurofilms prowadzi do klientów końcowych i pośredników. Użytkownikami końcowymi produktów spółki są przedsiębiorstwa produkcyjne, handlowe i usługowe działające w wielu branżach. Według danych AMI Ltd, ponad 60% folii stretch wytwarzanej w Europie sprzedawane jest przez producentów pośrednikom, a realizowana przez pośredników marża na sprzedaży kształtuje się na poziomie od 12% do 30%. W podobny sposób proporcje te kształtują się w Polsce.

Spółka nie jest uzależniona od pojedynczych klientów. Udział żadnego z nich nie przekroczył 5% wartości przychodów. W 2005 roku spółka sprzedawała swoje wyroby do 470 odbiorców.

Koszty

W strukturze kosztów spółki dominują koszty zużycia materiałów i energii, których udział 2005 roku wyniósł 82.3%. Mniejsze znaczenie mają usługi obce (6.5%), koszty osobowe (5.3%) oraz amortyzacja 5.1%. Pozostałe kategorie kosztów mają marginalne znaczenie. Taka struktura kosztów jest charakterystyczna dla producentów wyrobów niskoprzetworzonych. Spadek udziału usług obcych w porównaniu z rokiem 2004 to rezultat zmniejszenia poziomu kosztów leasingu operacyjnego i kosztów usług transportowych (efekt kupowania surowca od dostawcy, który koszty transportu wliczył w cenę jego sprzedaży). Wzrost znaczenia kosztów materiałów i energii wynikał głównie ze wzrostu cen surowców podstawowych o około 4%. Zwiększony udział amortyzacji nastąpił w rezultacie poczynionych inwestycji. W najbliższych latach nie przewidujemy większych zmian w strukturze kosztów operacyjnych spółki. W dłuższej perspektywie udział amortyzacji będzie spadał, a pozostałych kosztów delikatnie rósł.

| Struktura kosztów według rodzaju Eurofilms S.A. | | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rodzaj kosztów | 2004* | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P |
| Amortyzacja | 4.0% | 5.1% | 5.5% | 4.4% | 4.2% | 4.6% | 4.0% |
| Zużycie materiałów i energii | 80.7% | 82.3% | 82.2% | 83.1% | 83.0% | 83.3% | 83.6% |
| Usługi obce | 9.7% | 6.5% | 6.0% | 6.2% | 6.3% | 6.4% | 6.5% |
| Koszty osobowe | 4.9% | 5.3% | 5.6% | 5.5% | 5.7% | 4.9% | 5.2% |
| Podatki i opłaty | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| Pozostałe | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |

Źródło: Eurofilms SA, Millennium DM

Surowcem używanym do produkcji folii stretch jest polietylen typu LLDPE, który ma największy udział w kosztach materiałów i energii (83.9% w 2005), ale także w kosztach operacyjnych ogółem (70.1%). Jest, on kupowany w krajach Europy Zachodniej. Spółka zaopatruje się obecnie w ten surowiec u trzech głównych dostawców. Są to międzynarodowe koncerny działające w branży chemicznej:

- ❑ SABIC Sales Europe B.V., Holandia
- ❑ ExxonMobil Chemical Central Europe GmbH, Niemcy,
- ❑ Dow Europe GmbH, Niemcy

Na rynku funkcjonuje około 20 firm produkujących LLDPE. W mniejszym zakresie spółka posiłkuje się zakupami LLDPE także od innych dostawców. Sądzymy, że liczba dostawców jest wystarczająco zdywersyfikowana, zapewniając jednocześnie wystarczającą wielkość zakupu u jednego dostawcy z punktu widzenia uzyskania upustów cenowych.

Polichlorek winylu dostarczany jest przez podmiot dominujący wobec spółki - ERGIS S.A. Podmiot dominujący kupuje większe ilości PVC także do własnych celów, dlatego takie rozwiązanie pozwala spółce, zdaniem jej zarządu, na zakup tego surowca po optymalnych cenach, niemożliwych do uzyskania przez Eurofilms u producenta ze względu na stosunkowo niewielkie jego zużycie. Zdaniem zarządu, pomimo rosnących cen surowców, w ostatnich latach spółka nie miała problemów z przerzucaniem ich na ceny

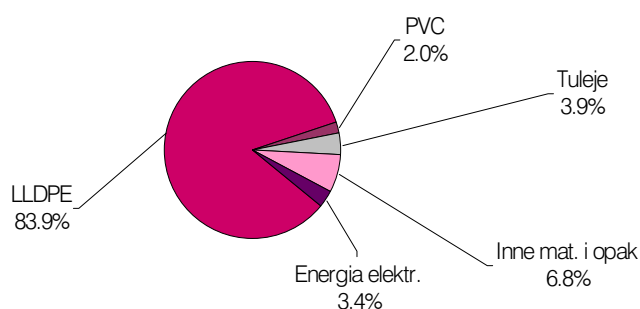
swoich produktów, co umożliwiło osiągnięcie stabilnych marż. Tłumaczymy to dobrą koniunkturą w gospodarce oraz rosnącym popytem na rynku na produkty spółki. W sytuacji nadprodukcji lub stagnacji popytu rosnące ceny surowców przełożyłyby się na zmniejszenie marż.

Największą pozycję w pozostałych materiałach zużywanych do produkcji stanowią tuleje, na które nawijane są folie. Głównymi dostawcami tulei są firmy:

- ❑ Sonoco Poland Sp. z o.o. z siedzibą w Sochaczewie,
- ❑ Abzac Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Świeciu,
- ❑ Barbo Sp. z o.o. z siedzibą w Oleśnicy.

W strukturze zaopatrzenia Eurofilms dominują dostawcy zagraniczni prawie w całości z krajów Europy Zachodniej. W 2005 roku zakupy importowe stanowiły 77.3% zakupów zaopatrzeniowych spółki (wliczając w to zakup usług oraz folię BOPP będącą dla spółki towarem handlowym).

Struktura kosztów materiałów i energii spółki Eurofilms (w 2005 roku)



Źródło: Eurofilms SA, Millennium DM

Koszty osobowe w spółce są na stosunkowo niskim poziomie, co z jednej strony wynika z produkcji wyrobów nisko przetworzonych, jak i z wysokiej wydajności. Na koniec 2004 roku spółka zatrudniała 67 pracowników, natomiast na koniec roku 2005 już 88. Wzrost zatrudnienia w 2005 roku wynikał przede wszystkim z przejęcia od spółki Transgis obsługi logistycznej (11 pracowników w listopadzie 2005 roku) i powiększenia posiadanego parku maszynowego.

Nakłady inwestycyjne

W 2003 roku spółka, działająca wówczas pod nazwą Tapety Gnaszyn S.A., nie prowadziła działalności inwestycyjnej. Znaczne wydatki w tym roku poniosła EPGE Sp. z o.o. - firma inkorporowana w 2004 roku. Były to wydatki związane z uruchomieniem drugiej linii do produkcji folii stretch PE (zakup i uruchomienie linii produkcyjnej, przygotowanie hali produkcyjnej, zakup i uruchomienie urządzeń dodatkowych związanych z linią produkcyjną). Łączne wydatki poniesione przez EPGE w 2003 roku wyniosły 13 072 tys. PLN.

Nakłady inwestycyjne spółki na środki trwałe w 2004 roku poniesione zostały przede wszystkim na:

- ❑ zakończenie inwestycji w drugą linię do produkcji folii stretch PE - kwota 1 213 tys. PLN,
- ❑ zakup prawa wieczystego użytkowania gruntu wraz ze znajdującym się na tym gruncie magazynem

wysokiego składowania za łączną kwotę 2 888 tys. PLN,

- modernizację istniejących budynków i budowli, maszyn i urządzeń za łączną kwotę 538 tys. PLN,
- zakup nowego wyposażenia (m.in. owijarki do palet, sprzętu komputerowego, mebli) za łączną kwotę 135 tys. PLN.

W 2005 roku główne nakłady inwestycyjne spółka poniosła na rozbudowę zakładu produkcyjnego (nakłady związane z uruchomieniem trzeciej linii produkcyjnej CAST do produkcji folii stretch PE).

Plan inwestycyjny, oprócz zakupu i uruchomienia trzeciej linii do produkcji folii stretch, zakładał zakup nieruchomości, rozbudowę istniejącej hali produkcyjnej, budowę rozdzielni elektrycznej 20 kV, modernizację rozdzielni wysokiego napięcia, modernizację magazynów, budowę i modernizację sieci wodno-kanalizacyjnych i ppoż., zakup przewijarek i regranulatora.

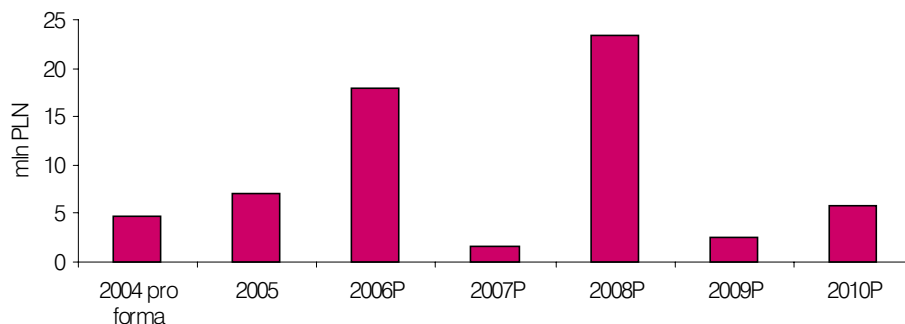
Eurofilms przewiduje, że łączne wydatki inwestycyjne związane z uruchomieniem trzeciej linii do produkcji folii stretch (nakłady na środki trwałe i obrotowe) wyniosą około 27.5 mln PLN. W związku z prowadzoną inwestycją spółka zakupiła nieruchomość, składającą się z trzech działek o łącznej powierzchni 15 414 m² oraz znajdujących się na niej budynków i budowli za cenę 1 202 tys. zł oraz rozpoczęła modernizację budynków i budowli a także posiadanych maszyn i urządzeń. Ponadto spółka zamówiła linię technologiczną CAST i wpłaciła zaliczkę w wysokości 15% jej wartości.

Łączna kwota wydatków związanych z inwestycją w linię do produkcji folii stretch wyniosła w 2005 roku 5 500 tys. PLN (w tym zaliczka na zakup linii do produkcji folii wyniosła 1 370 tys. PLN).

Ponadto w 2005 roku spółka dokonała modernizacji pomieszczeń w celu dostosowania ich do potrzeb tworzonego laboratorium i wyposażyła je w specjalistyczne urządzenie do badania parametrów folii. Łączna kwota poniesionych na ten cel wydatków wyniosła blisko 400 tys. PLN. Pozostała kwota nakładów inwestycyjnych w wysokości 1 617 tys. PLN obejmuje zakup wyposażenia i nowych urządzeń pomocniczych do produkcji, a także modernizację budynków.

Nakłady na wartości niematerialne i prawne były stosunkowo niewielkie i obejmowały w ostatnich latach wyłącznie zakupy oprogramowania komputerowego.

Inwestycje spółki w rzeczowy majątek trwały oraz wartości niematerialne i prawne



Źródło: Eurofilms SA; Millennium DM

Apogeum prowadzonego w ostatnich latach przez spółkę intensywnego programu inwestycyjnego będzie miało miejsce w roku bieżącym. W roku 2007 poziom inwestycji będzie już znacznie niższy. Kolejną dużą inwestycję założyliśmy w roku 2008 (czwarta linia do produkcji folii stretch). Następne okresy intensywnej rozbudowy mocy produkcyjnych to lata 2010 i 2012. W pozostałych latach zakładamy już tylko inwestycje modernizacyjno-odtworzeniowe, które ze względu na starzenie się majątku produkcyjnego będą stopniowo rosły przekraczając w ostatnim roku prognozy poziom odpisów amortyzacyjnych.

| Plan inwestycji spółki w środki trwałe w latach 2006-2007 (tys. PLN) | | |
|---|---------------|--------------|
| | 2006 | 2007 |
| Kontynuacja inwestycji w trzecią linię CAST do produkcji folii stretch | 13 502 | - |
| Zakup i uruchomienie drugiej linii do produkcji folii termokurczliwej PVC | 2 262 | - |
| Zakup przewijarek do folii | 1 035 | 295 |
| Inwestycje odtworzeniowe | 1 127 | 1 382 |
| Razem | 17 926 | 1 677 |

Źródło: Eurofilms SA;

Większość nakładów inwestycyjnych zaplanowanych na 2006 rok będzie związana z kontynuacją inwestycji rozpoczętych w 2005 roku i związanych z instalacją trzeciej linii do produkcji folii stretch. Zakończenie rozbudowy hali produkcyjnej oraz instalacji nowej linii planowane jest na maj 2006 roku.

W marcu bieżącego roku spółka zamówiła też linię technologiczną do produkcji folii termokurczliwej PVC wpłacając zaliczkę w wysokości 336 tys. PLN.

Dzięki przeprowadzonym inwestycjom, poprzez wzrost skali działania, spółka umocni swoją pozycję na rynku krajowym oraz europejskim i zbliży się wielkością swoich mocy produkcyjnych w zakresie folii stretch (27 tys. ton) do największego na krajowym rynku producenta dysponującego mocami na poziomie 30 tys. ton. Wzrost skali działalności powinien zwiększyć pozycję negocjacyjną względem dostawców. Spółka unowocześni także swój park maszynowy, co spowoduje zmniejszenie jego awaryjności i dalszą poprawę jakości wyrobów. Zakładamy, że w wyniku przeprowadzonych inwestycji przychody spółki zwiększą się w 2007 roku o 46.9% w porównaniu z rokiem 2005.

Biorąc pod uwagę osiągnięte obecnie stosunkowo wysokie marże na produkcji folii stretch oraz dobre perspektywy dla wzrostu rynku tego produktu, oceniamy, że inwestycja pozytywnie wpłynie na wartość spółki dla akcjonariuszy. Sądzymy tak pomimo, że spodziewamy się pewnego spadku rentowności osiągnętej przez spółkę ze względu na wzrost mniej rentownego eksportu.

Sytuacja finansowa i prognozy

Omawianie sytuacji finansowej spółki zaczynamy od roku 2004. Dane za rok 2003 choć dostępne w prospekcie emisyjnym nie są miarodajne i porównywalne. Wynika to z faktu, że obecna działalność operacyjna spółki prowadzona była w 2003 roku w spółce EPGE (produkcja i sprzedaż folii stretch PE) i w spółce Delpak (produkcja i sprzedaż folii termokurczliwej PVC oraz sprzedaż folii BOPP). Spółki te 12 sierpnia 2004 roku zostały inkorporowane przez spółkę Tapety Gnaszyn poprzednika prawnego Eurofilms, który praktycznie nie prowadził w tym okresie żadnej działalności (jedynym źródłem przychodów była wyprzedaż posiadanych zapasów oraz wynajem powierzchni użytkowych). W analizie wykorzystujemy sprawozdania za 2004 rok pro forma spółki, które przedstawiają wielkość sprzedaży spółki tak, jakby połączenie tych spółek nastąpiło z dniem 1 stycznia 2004 roku, a nie w dniu 12 sierpnia 2004 roku. Oficjalne wyniki, podobnie jak wyniki za 2003 rok nie są miarodajne, gdyż nie uwzględniają wyników osiągniętych przez spółki inkorporowane do daty 12 sierpnia 2004. Dane finansowe pro forma zostały objęte przeglądem przeprowadzonym przez biegłego rewidenta.

W okresie ostatnich dwóch lat spółka w wysokim stopniu finansowała swoją działalność kapitałami obcymi - pomimo, że w 2005 roku wskaźnik ogólnego zadłużenia zmniejszył się z około 80% w 2004 roku do 66.9%. Spadek w roku 2005 to efekt emisji akcji serii C (3 mln PLN) oraz zachowania całości wypracowanego zysku w spółce, przy jednoczesnym spadku poziomu zobowiązań. Wysoki poziom EBITDA (11.3 mln PLN) pozwolił spółce na finansowanie ekspansji kapitałami własnymi i spłatę części zobowiązań.

Pomimo zakładanej na rok 2006 eskalacji prowadzonego od kilku lat programu inwestycyjnego, w przypadku pozyskania środków z emisji akcji serii D na oczekiwanym przez spółkę poziomie (co najmniej 17 mln PLN) oraz realizacji naszych prognoz finansowych, spółka będzie w stanie w bieżącym roku znacznie zmniejszyć stan zadłużenia, a na koniec roku 2007 uzyskać dług netto na ujemnym poziomie (zadłużenie finansowe mniejsze od stanu gotówki). Wzrost zadłużenia mógłby wystąpić jedynie w przypadku niepowodzenia emisji akcji serii D lub znacznego jej ograniczenia.

W latach 2004-2005 spółka generowała stosunkowo wysokie przepływy na działalności operacyjnej. Głównym ich źródłem był zysk netto oraz w nieco mniejszym stopniu amortyzacja.

W latach 2004-2005 Eurofilms nie wypłacał dywidendy. Spółka zapowiedziała, że ze względu na prowadzony program inwestycyjny w latach 2006-2007 nie będzie proponować wypłaty dywidendy. W naszej analizie założyliśmy, że począwszy od roku 2008 większość zysku spółka będzie przeznaczać na dywidendę, na co pozwolą wysokie przepływy operacyjne. Nie bez znaczenia będzie także pasywna struktura bilansu spółki jaka ukształtuje się w najbliższych latach.

W 2005 roku miała miejsce poprawa wskaźników rotacji w porównaniu z rokiem poprzednim. Cykl rotacji zapasów uległ skróceniu z około 30 dni do niespełna 27 dni. Cykl rotacji należności spadł z 70 dni do 64 dni. Z kolei cykl rotacji zobowiązań handlowych w 2005 roku uległ skróceniu w stosunku do 2004 roku o niemal 10 dni i wyniósł 35.6 dnia. Spadek tego wskaźnika zwiększa jednak zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

W 2005 roku przychody ze sprzedaży spółki zwiększyły się o niemal 9%. Przy wolniejszym tempie wzrostu kosztów operacyjnych (około 7.4%) zyski spółki istotnie wzrosły. Zysk na sprzedaży i zysk na działalności operacyjnej o ponad 36%, zysk brutto o ponad 9%, natomiast zysk netto o niemal 19%.

Na poprawę rentowności i wzrost przychodów w 2005 roku wpłynęły głównie:

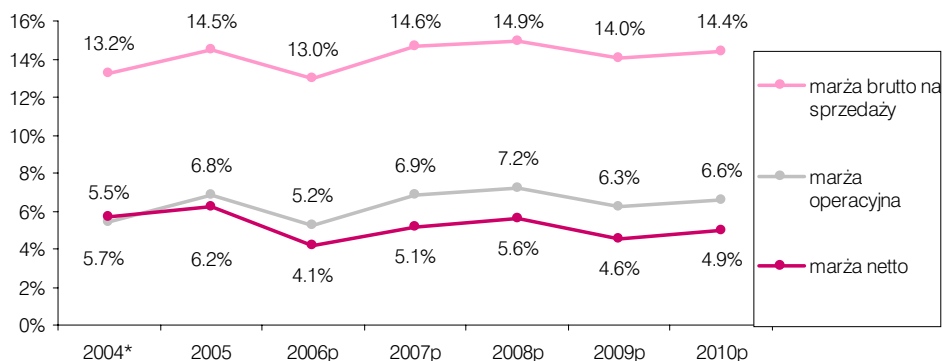
- ❑ wzrost wolumenu sprzedaży folii stretch PE o około 9% (o ponad 1.3 ton wyższa sprzedaż),
- ❑ wzrost cen folii stretch PE średnio o około 3%,
- ❑ korzystne zmiany w strukturze sprzedaży spółki (wzrost sprzedaży wyspecjalizowanej folii stretch maszynowej i ręcznej o wyższej cenie jednostkowej za kilogram niż w przypadku folii stretch "jumbo"),
- ❑ aprecjacja PLN względem EURO - korzystny wpływ na wyniki operacyjne w średnim terminie (większa wartość importu zaopatrzeniowego od eksportu w EURO), lecz w dłuższym okresie ze względu na wpływ taniego importu na ceny krajowe jest to czynnik niekorzystny.

Spółka miała w roku ubiegłym korzystne warunki makroekonomiczne, gdyż wzrost polskiej gospodarki przekładał się na wzrost popytu na wyroby spółki.

Niekorzystny wpływ na wyniki spółki w roku ubiegłym miała silnie rosnąca cena ropy naftowej, co przekładało się na wzrost cen podstawowych surowców do produkcji wyrobów spółki.

Wyniki za 2005 rok poniżej poziomu operacyjnego zostały w 2005 roku dodatkowo zwiększone przez zysk uzyskany ze sprzedaży udziałów w spółce Erg-Pak Sp. z o.o. w wysokości 921 tys. PLN.

Historyczne i prognozowane marże spółki



* dane pro forma

Źródło: Eurofilms S.A; P - prognozy Millennium DM

W roku bieżącym spodziewamy się przejściowego spadku rentowności spółki. Po uruchomieniu drugiej linii do produkcji folii stretch w maju bieżącego roku, z jednej strony wystąpi wzrost odpisów amortyzacyjnych, a z drugiej założyliśmy wolniejszy wzrost cen sprzedaży folii (o 0.5%, a w pozostałych latach wzrost o 1% rocznie). Sądzymy bowiem, że spółka będzie musiała obniżyć nieco w stosunku do konkurencji cenę sprzedaży swoich produktów żeby znaleźć nabywców. Dodatkowo wzrośnie udział sprzedaży eksportowej, która charakteryzuje się nieznacznie niższą rentownością. W latach następnych wzrost marż spółki to rezultat stopniowego dochodzenia do prawie pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych (91%) w porównaniu do zakładanych na rok bieżący 89% oraz uzyskiwania relatywnie wyższych cen zbytu.

Porównanie prognoz spółki z prognozami Millennium DM

| | Prognoza spółki | | | Prognoza Millennium | | |
|------------|-----------------|------------------------|-------|---------------------|------------------------|-------|
| | 2006P | Wykonanie po I kw. '06 | 2007P | 2006P | Wykonanie po I kw. '06 | 2007P |
| Sprzedaż | 133.4 | 18.2% | 154.3 | 124.7 | 19.5% | 146.5 |
| EBITDA | 13.9 | b.d. | 16.8 | 12.8 | b.d. | 15.9 |
| EBIT | 7.6 | 11.6% | 11.0 | 6.5 | 13.4% | 10.1 |
| Zysk netto | 5.5 | 10.8% | 8.1 | 5.2 | 11.6% | 7.5 |

Źródło: Eurofilms SA; Millennium DM

Nasze prognozy przygotowane dla spółki są nieznacznie niższe od prognoz sporządzonych przez zarząd Eurofilms, zwłaszcza w zakresie poziomu przychodów ze sprzedaży. W naszej opinii jest to wynik założenia nieznacznie innych założeń odnośnie cen i wykorzystania mocy produkcyjnych.

Pomimo niskiej realizacji prognozy całorocznej po I kwartale 2006, nie dostrzegamy powodów do niepokoju o realizację prognoz. W branży produkcji folii stretch istnieje zjawisko silnej sezonowości, które pomimo względnie stabilnego w ciągu roku poziomu przychodów, skutkuje znacznym wzrostem marż w II połowie roku. Zysk ze sprzedaży Eurofilms za I kw. 2006 jest o 201.4% wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Analiza SWOT

Silne strony

- ❑ działanie na szybko rosnącym rynku folii stretch i folii termokurczliwej,
- ❑ wysoki udział w krajowym rynku folii stretch,
- ❑ obecność na rynkach zagranicznych,
- ❑ silna specjalizacja na wybranych produktach,
- ❑ wysoki wskaźnik zwrotu z kapitału własnego,
- ❑ bezpieczna struktura finansowania (po emisji),
- ❑ przejrzysta struktura organizacyjna,
- ❑ posiadanie certyfikatów jakości ISO 9001:2000 oraz 14001:1994,
- ❑ wysokie zaangażowanie zarządu oraz planowany program motywacyjny,
- ❑ dogłębna znajomość rynku,

Słabe strony

- ❑ operowanie w branży o stosunkowo niskich barierach wejścia na rynek,
- ❑ mała dywersyfikacja produktów,
- ❑ krótka historia spółki,

Szanse

- ❑ plany znacznego zwiększenia mocy produkcyjnych przez spółkę,
- ❑ korzystne długoterminowe prognozy wzrostu gospodarczego Polski,
- ❑ ekspansja na rynki zagraniczne,

Zagrożenia

- ❑ niskie bariery wejścia - wzrost inwestycji konkurentów może spowodować spadek rentowności w branży,
- ❑ stagnacja popytu na produkty spółki w przypadku pogorszenia koniunktury gospodarczej w Polsce i na świecie co przełożyłoby się na zmniejszenie uzyskiwanych marż.
- ❑ pojawienie się substytutów folii stretch.

Rachunek wyników (tys. PLN)

| | 2003 | 2004 | 2004* | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| przychody netto | 454 | 39 726 | 91 461 | 99 672 | 124 712 | 146 456 | 149 091 |
| koszt sprzedanych towarów i produktów | 383 | 33 371 | 79 368 | 85 213 | 108 478 | 125 006 | 126 812 |
| koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 903 | 3 333 | 7 156 | 7 723 | 9 663 | 11 348 | 11 552 |
| saldo pozostałej działalności operacyjnej | -342 | 424 | 60 | 62 | -37 | -38 | -40 |
| EBITDA | -1 055 | 5 133 | 8 365 | 11 275 | 12 762 | 15 895 | 16 238 |
| EBIT | -1 174 | 3 446 | 4 997 | 6 798 | 6 534 | 10 063 | 10 687 |
| saldo finansowe | -288 | 548 | 869 | -381 | -729 | -800 | -437 |
| zysk przed opodatkowaniem | -1 462 | 3 994 | 5 866 | 6 417 | 5 805 | 9 262 | 10 250 |
| podatek dochodowy | 0 | 135 | 658 | 239 | 639 | 1 760 | 1 948 |
| zysk (strata) udziałowc.mniejszościowych | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| zysk netto | -1 462 | 3 859 | 5 208 | 6 178 | 5 166 | 7 503 | 8 303 |
| EPS | -1.7 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |

Bilans (tys. PLN)

| | 2003 | 2004 | 2004* | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P |
|--|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| aktywa trwałe | 375 | 24 095 | 24 095 | 27 324 | 39 079 | 34 974 | 52 885 |
| wartości niematerialne i prawne | 0 | 66 | 66 | 139 | 256 | 214 | 393 |
| rzeczowe aktywa trwałe | 375 | 23 915 | 23 915 | 26 957 | 38 538 | 34 425 | 52 150 |
| inwestycje długoterminowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| długoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 0 | 114 | 114 | 228 | 285 | 335 | 341 |
| aktywa obrotowe | 120 | 25 205 | 25 205 | 25 317 | 35 526 | 53 977 | 39 431 |
| zapasy | 5 | 7 591 | 7 591 | 7 281 | 9 110 | 10 699 | 10 891 |
| należności | 52 | 17 473 | 17 473 | 17 451 | 21 835 | 25 642 | 26 104 |
| środki pieniężne i inne aktywa pieniężne | 63 | 25 | 25 | 148 | 4 033 | 16 994 | 1 782 |
| krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 0 | 77 | 77 | 437 | 547 | 642 | 654 |
| aktywa razem | 495 | 49 300 | 49 300 | 52 641 | 74 605 | 88 951 | 92 316 |
| kapitał własny | 97 | 8 233 | 9 582 | 17 411 | 39 737 | 48 092 | 52 133 |
| kapitał zakładowy | 1 901 | 4 793 | 4 793 | 7 793 | 10 209 | 10 323 | 10 455 |
| kapitały zapasowy i z aktualizacji wyceny | 375 | 375 | 375 | 3 440 | 24 362 | 30 267 | 33 376 |
| zysk (strata) z lat ubiegłych | -717 | -794 | -794 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| zysk netto | -1 462 | 3 859 | 5 208 | 6 178 | 5 166 | 7 503 | 8 303 |
| zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 398 | 41 067 | 39 718 | 35 230 | 34 868 | 40 859 | 40 182 |
| rezerwy | 0 | 1 787 | 1 787 | 1 849 | 2 314 | 2 717 | 2 766 |
| zobowiązania długoterminowe | 0 | 1 212 | 7 131 | 4 314 | 2 980 | 1 780 | 580 |
| zobowiązania krótkoterminowe | 61 | 34 812 | 28 893 | 26 149 | 25 923 | 32 074 | 32 472 |
| rozliczenia międzyokresowe | 337 | 3 256 | 1 907 | 2 918 | 3 651 | 4 288 | 4 365 |
| pasywa razem | 495 | 49 300 | 49 300 | 52 641 | 74 605 | 88 951 | 92 316 |
| BVPS | 0.1 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 2.3 | 2.8 | 3.0 |

| Cash flow (tys. PLN) | | | | | | | |
|---|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 2003 | 2004 | 2004* | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P |
| wynik netto | -1 462 | 3 859 | 5 208 | 6 178 | 5 166 | 7 503 | 8 303 |
| amortyzacja | 119 | 1 687 | 3 368 | 4 477 | 6 228 | 5 832 | 5 551 |
| zmiana kapitału obrotowego | 205 | -12 722 | -2 784 | -2 275 | -3 773 | -3 318 | -1 457 |
| gotówka z działalności operacyjnej | -509 | -2 224 | 8 538 | 7 643 | 8 865 | 11 106 | 12 325 |
| inwestycje (capex) | 0 | -2 657 | -4 779 | -7 076 | -17 926 | -1 677 | -23 455 |
| gotówka z działalności inwestycyjnej | 4 904 | -12 054 | -8 920 | -7 648 | -17 926 | -1 677 | -23 455 |
| wypłata dywidendy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -5 252 |
| emisja akcji | 0 | 4 278 | 2 682 | 3 000 | 17 160 | 853 | 990 |
| zmiana zadłużenia | 0 | 11 058 | -685 | 68 | -4 000 | 2 874 | 0 |
| gotówka z działalności finansowej | -4 600 | 14 240 | 290 | 128 | 12 947 | 3 532 | -4 082 |
| zmiana gotówki netto | -205 | -38 | -92 | 123 | 3 885 | 12 961 | -15 212 |
| DPS | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.30 |
| CEPS | -1.6 | 0.7 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |

| Wskaźniki (%) | | | | | | | |
|---------------------------------|-------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|
| | 2003 | 2004 | 2004* | 2005 | 2006P | 2007P | 2008P |
| zmiana sprzedaży | - | - | 130.2% | 9.0% | 25.1% | 17.4% | 1.8% |
| zmiana EBIT | - | - | 45.0% | 36.0% | -3.9% | 54.0% | 6.2% |
| zmiana zysku netto | - | - | 35.0% | 18.6% | -16.4% | 45.2% | 10.7% |
| marża EBITDA | - | 12.9% | 9.1% | 11.3% | 10.2% | 10.9% | 10.9% |
| marża EBIT | - | 8.7% | 5.5% | 6.8% | 5.2% | 6.9% | 7.2% |
| marża netto | - | 9.7% | 5.7% | 6.2% | 4.1% | 5.1% | 5.6% |
| sprzedaż/aktywa (x) | 0.9 | 0.8 | 1.9 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| dług / kapitał (x) | 0.6 | 4.4 | 3.8 | 1.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| odsetki / EBIT | -0.24 | 0.17 | 0.20 | 0.13 | 0.09 | 0.04 | 0.05 |
| stopa podatkowa | 0.0% | 3.4% | 11.2% | 3.7% | 11.0% | 19.0% | 19.0% |
| ROE | - | 92.7% | 58.5% | 45.8% | 18.1% | 17.1% | 16.6% |
| ROA | - | 15.5% | 10.6% | 12.1% | 8.1% | 9.2% | 9.2% |
| (dług) gotówka netto (tys. PLN) | 63 | -10 996 | -10 996 | -11 558 | -3 673 | 6 414 | -8 798 |

* wyniki pro forma, p - prognoza Millennium DM S.A.

Millennium

dom maklerski

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Łukasz Hejak

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

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk

hotele, motoryzacja, przemysł spożywczy
budownictwo, media

Analityk

informatyka, Internet

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka

+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@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 1 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

Stosowane metody wyceny

Raport sporządzony 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 oferującego w trakcie publicznej emisji akcji spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu i z tego tytułu otrzyma bądź otrzymał wynagrodzenie. Pomiędzy spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu a Bankiem Millennium S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) podpisane zostały umowy kredytowe. 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, ich emitentów lub wystawców, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Pozostałe informacje

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, Echo, BRE Bank, Computerland, Zrew, Prosper, Ciech, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Echo, Jupiter, Ciech, Telekomunikacja Polska, Zrew, Lotos, Broker FM, Optimus, Redan, PKN Orlen, Prosper, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Śrubex, Getin, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły raport, 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. 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. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Raport nie zawiera i nie jest również próbą przedstawienia wszelkich istotnych informacji o spółce będącej jego przedmiotem. 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 raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść raportu nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2006 roku

| | Liczba rekomendacji | % udział |
|------------|---------------------|----------|
| Kupuj | 6 | 24% |
| Akumuluj | 9 | 36% |
| Neutralnie | 7 | 28% |
| Redukuj | 3 | 12% |
| Sprzedaj | 0 | 0% |

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

| | | |
|------------|---|-----|
| Kupuj | 2 | 29% |
| Akumuluj | 5 | 71% |
| Neutralnie | | |
| Redukuj | | |
| Sprzedaj | | |

ostatnie 12 miesięcy*