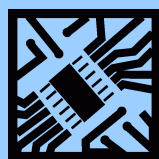


18 marca 2010

Aktualizacja raportu


Dystrybucja sprzętu IT
Polska

Cena bieżąca	17,50 PLN
Cena docelowa	18,80 PLN
Kapitalizacja	279 mln PLN
Free float	145,0 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,07 mln PLN

Struktura akcjonariatu *

Iwona Przybyło	24,73% / 22,85%
Andrzej Przybyło	8,25% / 15,23%
CU OFE	8,66% / 8,00%
ING TFI	6,42% / 5,93%

Pozostali 51,94% / 47,99%

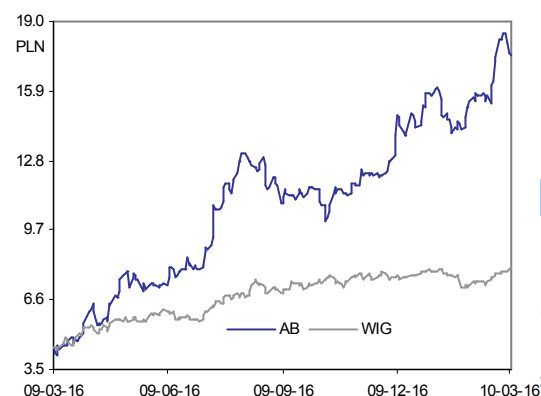
* udział w kapitale / WZA

Prezentacja sektora

Zdaniem agencji rynkowych w 2009 roku sprzedano w Polsce ponad 2,8 mln komputerów (z czego 1,8 mln sztuk to laptopy), co stanowiło spadek o 23% w stosunku do 2008 roku. W bieżącym roku można się spodziewać niewielkiego odbicia poziomu sprzedaży, przy czym utrzymana zostaje relatywna przewaga laptopów.

Profil spółki

AB jest jednym z czołowych polskich dystrybutorów sprzętu IT. Największy udział w sprzedaży Spółki przypada na wyroby gotowe, czyli m.in. komputery klasy PC, notebooki, czy serwery. Ponad połowa wartości sprzedaży generowana jest w kanale małych i średnich sklepów informatycznych. Poza rynkiem polskim spółka działa również na rynkach czeskim i słowackim.

Kurs akcji AB na tle WIG**Piotr Grzybowski**

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

AB

ABEA.WA; ABE.PW

Trzymaj

(Obniżona)

Dobre wyniki już są w cenie

Wyniki osiągnięte przez spółkę w pierwszym półroczu wskazują, że wiele czynników ryzyka uwzględnianych przez nas w poprzednim raporcie nie zmaterializowało się. Bardzo pozytywnie należy też ocenić działania zarządu zmierzające do podniesienia efektywności kapitału pracującego. Z drugiej strony utrzymujący się trend umocnienia złotego względem czeskiej korony powoduje, że niższe od wcześniej zakładanych mogą być tegoroczne przychody i rentowność brutto spółki. Dokonałmy szeregu korekt uwzględniających powyższe czynniki, które w ostatecznym rozrachunku podniosły naszą prognozę wyniku operacyjnego na bieżący rok obrotowy z 35,0 do 40,2 mln PLN. Uwzględniając lepsze wyniki osiągnięte przez spółkę podnosimy naszą cenę docelową do 18,8 PLN (poprzednio 15,13 PLN). Jednocześnie dynamiczny wzrost notowań akcji AB (od początku lutego zyskały na wartości 26,4%) zdyskontował naszym zdaniem poprawę wyników spółki. Dlatego też obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj.

Kolejny udany kwartał

AB opublikowało za drugi kwartał roku obrotowego znakomite wyniki finansowe zaskakując przede wszystkim solidną rentownością brutto (6,4%) osiągniętą głównie dzięki wynikowi czeskiego ATC (7,6% marży brutto na sprzedaży). Wysoka marża tylko częściowo została okupiona wyższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu, ale i ten wzrost (z 25,3 mln PLN do 30,9 mln PLN) częściowo był efektem zaksięgowania w kosztach sprzedaży większych obciążeń marketów z tytułu kosztów marketingowych. A zatem wynik operacyjny drugiego kwartału sięgnął 22,6 mln PLN (vs 17,1 mln PLN naszej prognozy) przy zysku netto na poziomie 16,4 mln PLN (11,6 mln PLN naszych oczekiwań).

Słaba korona czynnikiem ryzyka

Mimo znakomych osiągnięć pierwszego półrocza zwracamy uwagę na niekorzystnie kształtujący się kurs czeskiej korony do polskiego złotego, który może spowodować, że drugie półrocze będzie dla Grupy zdecydowanie słabsze. Deprecjacja czeskiej korony powoduje, że wyniki bardziej rentownej czeskiej spółki zależnej przeliczane są po mniej sprzyjającym kursie. Dodatkowo przyjęte przez spółkę księgowo podejście powoduje, że różnice kursowe wynikające ze zmiany średniego kursu walutowego za rok obrotowy wliczane są do ostatniego kwartału, co dodatkowo obniża konsolidowane rezultaty ATC w wypadku słabnięcia korony czeskiej.

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P
Przychody	1 230,2	3 012,2	2 839,7	2 635,9	2 784,8
EBITDA	16,4	39,5	83,0	47,9	51,9
marża EBITDA	1,3%	1,3%	2,9%	1,8%	1,9%
EBIT	15,4	35,2	76,5	40,2	44,2
Zysk netto	11,0	16,1	27,0	26,5	27,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	21,2	17,3	10,3	10,5	10,2
P/CE	18,6	13,7	8,3	8,2	8,0
P/BV	2,7	1,4	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	16,8	12,2	4,7	7,7	7,0

Sytuacja finansowa

Wyniki 2Q2009/10 - kolejny bardzo dobry kwartał

Opublikowane przez AB wyniki finansowe za drugi kwartał roku obrotowego 2009/10 były lepsze od naszych oczekiwań. Za odchylenie in plus od naszych prognoz odpowiada wyższa od oczekiwanej przez nas marża brutto na sprzedaży osiągnięta przez spółkę oraz wyższe saldo pozostałej działalności operacyjnej, na które wpłynęły niskie obciążenia na rzecz marketów.

Przychody spółki osiągnęły wartość 946,8 mln PLN (-4,0% vs. ubiegły rok i -2,2% vs. nasza prognoza). Zachowana została przy tym tendencja z poprzedniego kwartału: spadały przychody jednostki dominującej, co było częściowo rekompensowane przez wzrost przychodów czeskiego ATC.

Dużo wyższa od przez nas prognozowanej była marża brutto na sprzedaży, która sięgnęła 6,4% (vs. 5,2% naszej prognozy). Źródłem wyższej od oczekiwań rentowności brutto było czeskie ATC, gdzie marża sięgnęła 7,6%. Wyższa rentowność została okupiona wyższymi kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 30,9 mln PLN, wobec 25,3 mln PLN przed rokiem i 24,7 mln PLN naszych oczekiwań. W wyższych kosztach sprzedaży częściowo uwzględnione są niższe pozostałe koszty operacyjne o czym piszemy w dalszej części rozdziału.

Ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło -6,8 mln PLN, przy zakładanych przez nas -8,0 mln PLN. Na niższy poziom salda wpłynęły przede wszystkim niższe koszty obciążenia marketów, które wraz z utworzonymi rezerwami na przyszłe obciążenia sięgnęły 6,4 mln PLN w pierwszym półroczu 2009/2010, przy 9,4 mln PLN w roku ubiegłym. Spadek bonusów dla marketów w pozostałych kosztach operacyjnych jest spowodowany większym ich udziałem w działalności marketingowej, co spowodowało ich zaksięgowanie w kosztach sprzedaży. W rezultacie powyższych tendencji wynik operacyjny AB wyniósł 22,6 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 17,1 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej było zgodne z naszymi oczekiwaniami (-2,0 mln PLN), co przy nieco niższej od zakładanej przez nas efektywnej stawce podatkowej przełożyło się na zysk netto na poziomie 16,4 mln PLN (vs. oczekiwane przez nas 11,6 mln PLN).

Wyniki AB w drugim kwartale roku obrotowego 2009/10

(mln PLN)	2Q09/10	2Q08/09	zmiana	2Q09/10P	wyniki vs. prognoza	2009/10P	2008/09	zmiana
Przychody	946,8	986,4	-4,0%	968,0	-2,2%	2635,9	2839,7	-7,2%
EBITDA	24,6	42,3	-41,9%	19,3	27,2%	47,9	83,0	-42,3%
marża	2,59%	4,28%	-	0,0	-	1,82%	2,92%	-
EBIT	22,6	41,2	-45,2%	17,1	31,8%	40,2	76,5	-47,4%
Zysk brutto	20,6	14,1	45,7%	15,1	36,3%	34,0	37,5	-9,3%
Zysk netto	16,4	9,5	72,6%	11,6	41,6%	26,5	27,0	-1,7%

Źródło: AB, szacunki DI BRE Banku SA

Perspektywy na przyszłość

Czeska korona głównym ryzykiem drugiego półrocza

Mimo znakomych rezultatów osiągniętych przez spółkę w pierwszym półroczu roku obrotowego 2009/2010 (21,2 mln PLN vs. 19,5 mln PLN rok wcześniej) uważamy, że spółce może być trudno poprawić wynik ubiegłego roku obrotowego (27,0 mln PLN). Za podstawowy czynnik ryzyka dla jakości wyników drugiego półrocza uważamy notowania czeskiej korony. W minionych kwartałach umacniająca się r/r korona czeska pozwalała w dużym stopniu neutralizować ubytek przychodów w jednostce dominującej rosnącą sprzedażą w AT Computers. Zarysowujący się od czerwca 2009 roku trend ponownego umocnienia złotego względem czeskiej korony spowoduje, że 3Q2009/2010 będzie najprawdopodobniej pierwszym w tym roku kwartałem, w którym przeliczenie wyników ATC na polskie złote negatywnie oddziaływać będzie na dynamikę przychodów oraz wyniku operacyjnego Grupy (kurs w 1Q2009 wyniósł 0,1627 CZK/PLN przy 0,1552 CZK/PLN w okresie styczeń-luty 2010). Dodatkowy, negatywny efekt osłabienia czeskiej korony bierze się z przyjętego przez AB sposobu przeliczania kwartalnych wyników ATC na polski złoty. Każdorazowo do raportowania wyniku ATC brany jest skumulowany średni kurs walutowy od początku roku obrotowego i odejmowany jest od niego wynik zaraportowany w poprzednim kwartale. Oznacza to, że przy utrzymywaniu się aprecjacji złotego od wyników kolejnych kwartałów, które i tak będą



przeliczone po słabszym kursie, odejmowane będą wyniki wcześniejszych okresów przeliczone po korzystniejszych kursach, co dodatkowo osłabi wynik raportowanego okresu.

Poprawa kapitału pracującego

Główną bolączką AB w poprzednich latach były duże wartości kapitału obrotowego zaangażowanego w działalność operacyjną. Dzięki skróceniu cyklu obrotu zapasów, przyspieszeniu tempa wysyłania faktur do klientów, a także uzyskaniu od części dostawców dłuższych terminów płatności spółce udało się zredukować wielkość kapitału pracującego z 244 mln PLN do 227,2 mln PLN uwalniając spore środki pieniężne. Naszym zdaniem spółka wciąż ma spory potencjał do poprawy efektywności kapitału obrotowego i podjęte przez zarząd działania uważamy za dobry krok w kierunku uwolnienia większej ilości gotówki.

Korekta prognoz

Mimo czynnika ryzyka kursowego, o którym wspominamy wyżej zaprezentowane w drugim kwartale rezultaty finansowe wskazują na znacząco większy potencjał do poprawy wyników niż to zakładaliśmy w konserwatywnym podejściu zaprezentowanym w poprzednim raporcie. Ze względu na większy od pierwotnie prognozowanego przez nas spadek przychodów w jednostce dominującej, a także niekorzystnie kształtujących się kursów walutowych obniżamy nasze szacunki dotyczące tegorocznych przychodów o 5,5% do 2635,9 mln PLN. W dół korygujemy również nasze oczekiwania dotyczące rentowności brutto Grupy, na co wpływ mają słabsza korona (mniejszy udział w wynikach bardziej rentownego ATC) oraz słabszy wynik pierwszego kwartału spowodowany ujemną marżą zaksięgowaną na sprzedanych złogach towarów. Obniżamy jednocześnie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu z 98,8 mln PLN do 88,7 mln PLN (efekt mniejszej skali działalności i wprowadzonych oszczędności) oraz ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej (niższe odpisy należności, niższe obciążenia marketów). W rezultacie podnosimy naszą prognozę wyniku operacyjnego za bieżący rok obrotowy z 35,0 mln PLN do 40,2 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny AB

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	283,6	50%	
Wycena porównawcza	272,6	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	314,6	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	230,7	50%	
Średnia	278,1		300,5
na 1 akcję AB			18,8

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników AB w okresie od roku obrotowego 2009/10 do roku 2018/19.
2. W wycenie stosujemy dług netto oszacowany na koniec roku obrotowego 2008/2009.
3. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,7%. Przyjęta przez nas stopa wolna od ryzyka wynika z rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Polsce. Po okresie prognozy stopę wolną od ryzyka wyznaczamy na poziomie 5,7%.
4. Po 2018/19 roku zakładamy wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,0%.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA w latach 2009/10-2011/12. Ze względu na przesunięty rok obrotowy w spółce wskaźniki konkurencyjnych spółek korygujemy w ten sposób, że przykładowo dla roku 2009/2010 stanowią one średnią ważoną 2008 i 2009 roku, z wagami odpowiednio 0,7 i 0,3, co odpowiada proporcji zysków wypracowywanych historycznie przez AB w tych okresach. Kolejnym latom przypisane zostały wagi: 25%, 45%, 30%

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla dystrybutorów IT

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2009/10P	2010/11P1	2011/12P	2009/10P	2010/11P	2011/12P
Avnet		7,5	6,6	5,8	13,7	11,5	10,2
Esprinet		5,7	5,4	5,0	12,1	10,8	9,7
Ingram Micro		5,8	4,6	4,1	13,3	10,2	9,1
Synnex Corporation		7,0	6,3	-	11,1	10,0	9,3
Tech Data		5,3	4,8	4,2	18,7	12,9	11,3
Elektrocomponents PLC		9,0	10,2	9,1	15,5	18,1	15,6
Arrow Electronics PLC		7,7	5,8	5,2	15,6	10,8	9,3
Action		10,4	8,7	7,6	15,5	10,7	10,2
Asbis		-	5,7	4,8	-	8,4	5,8
Komputronik		-	6,6	4,7	-	8,4	6,3
Maksimum		10,4	10,2	9,1	18,7	18,1	15,6
Minimum		5,3	4,6	4,1	11,1	8,4	5,8
Mediana		7,2	6,0	5,0	14,6	10,7	9,5
AB	17,50	7,7	7,0	6,3	10,5	10,2	9,3
premia / dyskonto		6,0%	15,2%	26,0%	-27,8%	-3,7%	-2,3%

Model DCF

(mln PLN)	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2018/ 2019+
Przychody ze sprzedaży	2 635,9	2784,8	2 996,2	3244,8	3473,4	3628,7	3777,4	3922,0	4068,8	4194,6	
<i>zmiana</i>	-7,2%	5,6%	7,6%	8,3%	7,0%	4,5%	4,1%	3,8%	3,7%	3,1%	
EBITDA	47,9	51,9	55,5	60,5	64,9	68,1	71,1	74,0	77,0	79,5	
<i>marża EBITDA</i>	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Amortyzacja	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4	8,4	
EBIT	40,2	44,2	47,7	52,6	56,9	60,0	62,9	65,7	68,6	71,1	
<i>marża EBIT</i>	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
Opodatkowanie EBIT	8,9	8,4	9,1	10,0	10,8	11,4	11,9	12,5	13,0	13,5	
NOPLAT	31,4	35,8	38,6	42,6	46,1	48,6	50,9	53,2	55,6	57,6	
CAPEX	-9,9	-9,7	-9,7	-9,6	-9,5	-9,4	-9,0	-8,8	-8,5	-8,4	
Kapitał obrotowy	-4,2	-20,2	-18,3	-21,5	-19,8	-13,4	-12,9	-12,5	-12,7	-14,3	
Pozostałe	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	
FCF	24,9	13,6	18,4	19,3	24,8	33,9	37,2	40,2	42,7	43,2	44,1
WACC	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	10,7%
<i>współczynnik dyskonta</i>	96,3%	87,8%	80,0%	72,9%	66,5%	60,6%	55,2%	50,3%	45,9%	41,8%	41,4%
PV FCF	24,0	11,9	14,7	14,1	16,5	20,5	20,6	20,2	19,6	18,1	
WACC	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	10,7%
Koszt długu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	23,1%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	504,3	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	211,0	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	180,3	WACC+1,0pp	14,1	15,1	16,2	17,5	19,2				
Wartość firmy (EV)	391,2	WACC+0,5pp	15,3	16,3	17,6	19,2	21,2				
Dług netto	107,6	WACC	16,6	17,7	19,2	21,1	23,5				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	17,9	19,3	21,0	23,2	26,1				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	19,5	21,1	23,1	25,7	29,2				
Wartość firmy	283,6										
Liczba akcji (mln)	16,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	17,8										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%										
Cena docelowa	19,2										
EV/EBITDA('09/10) dla ceny docelowej	8,8										
P/E('09/10) dla ceny docelowej	11,6										
Udział TV w EV	54%										

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody ze sprzedaży	1 230,2	3 012,2	2 839,7	2 635,9	2 784,8	2 996,2
<i>zmiana</i>	25,1%	144,9%	-5,7%	-7,2%	5,6%	7,6%
Koszt własny sprzedaży	-1 172,8	-2 749,6	-2 618,8	-2 491,8	-2 626,8	-2 826,6
Zysk brutto na sprzedaży	57,3	262,5	220,9	144,1	158,0	169,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	4,7%	8,7%	7,8%	5,5%	5,7%	5,7%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-31,5	-206,5	-108,2	-88,7	-95,1	-101,7
Pozostała działalność operacyjna netto	-10,4	-20,9	-36,2	-15,2	-18,7	-20,3
EBIT	15,4	35,2	76,5	40,2	44,2	47,7
<i>zmiana</i>		128,5%	117,4%	-47,4%	9,8%	7,9%
<i>marża EBIT</i>	1,3%	1,2%	2,7%	1,5%	1,6%	1,6%
Wynik na działalności finansowej	-2,5	-12,9	-39,0	-6,3	-10,4	-10,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	12,9	22,2	37,5	34,0	33,8	37,1
Podatek dochodowy	-2,0	-6,2	-10,5	-7,5	-6,4	-7,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	11,0	16,1	27,0	26,5	27,4	30,1
<i>zmiana</i>		46,4%	67,9%	-1,6%	3,2%	10,0%
<i>marża</i>	0,9%	0,5%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
Amortyzacja	1,0	4,3	6,5	7,6	7,7	7,8
EBITDA	16,4	39,5	83,0	47,9	51,9	55,5
<i>zmiana</i>		141,5%	110,2%	-42,3%	8,4%	6,9%
<i>marża EBITDA</i>	1,3%	1,3%	2,9%	1,8%	1,9%	1,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
EPS	0,9	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9
CEPS	1,0	1,3	2,1	2,1	2,2	2,4

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
AKTYWA	355,9	621,0	672,7	686,0	727,4	778,3
Majątek trwały	28,1	110,6	164,5	166,8	168,8	170,7
Rzeczowe aktywa trwałe	27,3	60,4	89,6	90,6	91,4	92,1
Wartości niematerialne i prawne	0,0	21,7	26,4	27,7	28,9	30,1
Wartość firmy	0,0	26,5	43,6	43,6	43,6	43,6
Inwestycje długoterminowe	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	0,2	1,5	4,9	4,9	4,9	4,9
Majątek obrotowy	327,8	510,5	508,1	519,2	558,6	607,6
Zapasy	114,1	252,1	205,6	202,4	213,4	229,6
Należności krótkoterminowe	190,0	230,2	283,8	277,9	301,2	324,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	22,7	26,2	15,8	36,0	41,2	51,1
Pozostałe aktywa obrotowe	1,0	2,0	2,9	2,9	2,9	2,9

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
PASYWA	355,9	621,0	672,7	686,0	727,4	778,3
Kapitał własny	75,9	199,2	263,9	290,4	317,8	347,9
Kapitał zakładowy	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Pozostałe kapitały własne	64,2	183,3	247,9	274,5	301,8	331,9
Zobowiązania długoterminowe	9,1	17,8	6,1	6,1	6,1	6,1
Dług	9,1	16,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	1,4	6,1	6,1	6,1	6,1
Zobowiązania krótkoterminowe	270,9	404,1	402,7	389,5	403,6	424,4
Dług	89,6	211,0	123,5	123,5	123,5	123,5
Zobowiązania handlowe	150,3	161,9	272,7	259,5	273,5	294,4
Pozostałe	30,9	31,2	6,6	6,6	6,6	6,6
Dług	98,8	227,3	123,5	123,5	123,5	123,5
Dług netto	76,1	201,1	107,6	87,4	82,3	72,4
(Dług netto / Kapitał własny)	100,2%	101,0%	40,8%	30,1%	25,9%	20,8%
(Dług netto / EBITDA)	465,1%	509,4%	129,7%	182,6%	158,5%	130,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
BVPS	6,5	12,5	16,5	18,2	19,9	21,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przepływy operacyjne	-44,4	-146,7	145,0	30,1	14,8	19,6
Zysk netto	11,0	16,1	27,0	26,5	27,4	30,1
Amortyzacja	1,0	4,3	6,5	7,6	7,7	7,8
Kapitał obrotowy	-64,2	-167,1	103,7	-4,2	-20,2	-18,3
Pozostałe	7,8	0,0	7,8	0,1	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-8,9	-85,6	-24,8	-9,9	-9,7	-9,7
CAPEX	-8,8	-85,6	-24,8	-9,9	-9,7	-9,7
Inwestycje kapitałowe	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	49,1	235,7	-130,5	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	17,0	107,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	35,9	128,6	-130,5	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-4,2	3,5	-10,4	20,2	5,1	9,9
Środki pieniężne na koniec okresu	22,7	26,2	15,8	36,0	41,2	51,1

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
P/E	21,2	17,3	10,3	10,5	10,2	9,3
P/CE	18,6	13,7	8,3	8,2	8,0	7,4
P/BV	2,7	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8
MC/S	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	16,8	12,2	4,7	7,7	7,0	6,3
EV/EBIT	18,2	13,6	5,1	9,1	8,2	7,4
EV/S	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Cena (PLN)	17,50	17,50	17,50	17,50	17,50	17,50
Liczba akcji na koniec roku	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
MC (mln PLN)	204,8	279,1	279,1	279,1	279,1	279,1
Dług netto	76,1	201,1	107,6	87,4	82,3	72,4
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	280,8	480,3	386,7	366,5	361,4	351,5



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące AB

Rekomendacja	Kupuj
data wydania	2009-08-06
kurs z dnia rekomendacji	11,55
WIG w dniu rekomendacji	34676,38