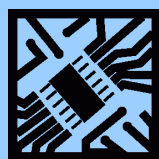


22 grudnia 2009

Aktualizacja raportu

**Dystrybucja sprzętu IT**

Polska

Cena bieżąca	15,98 PLN
Cena docelowa	18,49 PLN
Kapitalizacja *	275,0 mln PLN
Free float	98,7 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,19 mln PLN

* liczba akcji uwzględnia program menedżerski

Struktura akcjonariatu

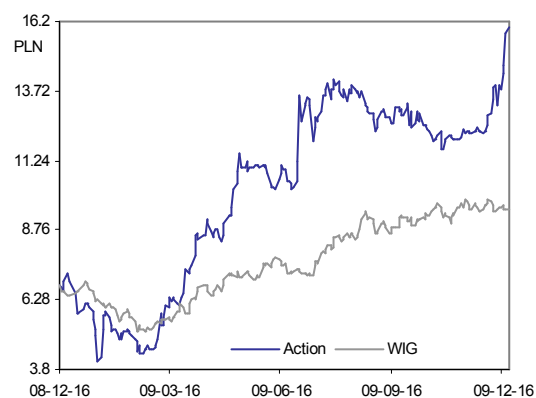
Piotr Bieliński	29,15%
Olgierd Matyka	21,46%
Wojciech Wietrzykowski	8,53%
Oksana Baliasz	5,00%
Pozostali	35,86%

Prezentacja sektora

Zdaniem agencji rynkowych w 2008 roku sprzedano w Polsce ponad 3,7 mln komputerów (z czego 2,1 mln sztuk to laptopy). Dużo gorszych danych można się spodziewać za 2009 rok, gdzie wolumenowy spadek sprzedaży przekracza 20%, przy czym utrzymana zostaje relatywna przewaga laptopów.

Profil spółki

Action należy do czołówki polskich dystrybutorów sprzętu IT. Poza komputerami prowadzi również sprzedaż innego asortymentu, przede wszystkim RTV i AGD. W niewielkiej skali działalność prowadzona jest na Ukrainie, gdzie Action posiada sieć sklepów wielko- i średniopowierzchniowych. Strukturę Grupy dopełnia sieć detaliczna Sferis oraz sklep internetowy A.pl

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

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Action

ACTN.WA; ACT.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Potencjał nie w pełni zdyskontowany

Pozytywnie oceniamy wyniki osiągnięte przez spółkę w ciągu piątego kwartału roku obrotowego 2008/09 wskazujące przede wszystkim na potencjał płynący ze znacznej redukcji kosztów działalności, którą spółką wprowadziła w ostatnich miesiącach. Oczekujemy, że oszczędności te powinny znaleźć kontynuację również w następnych kwartałach i wraz z kolejnymi posunięciami restrukturyzacyjnymi planowanymi obecnie przede wszystkim w spółkach zależnych pozwolą na podtrzymanie pozytywnego momentum na wynikach. Po skorygowaniu naszych modelowych założeń o większe cięcia kosztów, podwyższeniu tempa odbudowy bazy przychodowej oraz nieznacznym podwyższeniu zakładanej marży brutto podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Action do 18,49 PLN (poprzednio 14,59 PLN). Mimo dynamicznego wzrostu kursu akcji obserwowanego w ostatnich tygodniach spółka notowana jest z 18,4% dyskontem do spółek porównywalnych według wskaźnika P/E na 2010 rok, co świadczy naszym zdaniem o niewyczerpanym jeszcze w pełni potencjale wzrostowym. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze zalecenie kupuj.

Dobre wyniki 5Q2008/09

Spółka zanotowała 11,7 mln PLN zysku operacyjnego (13,2% powyżej naszych oczekiwań) oraz 8,4 mln PLN zysku netto (19,7% powyżej naszych prognoz). Za główny czynnik pozytywnego zaskoczenia uważamy mocno zredukowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w spółce matce. Podstawowymi źródłami oszczędności były redukcja zatrudnienia oraz renegocjacja stawek z firmami spedycyjnymi.

Planowana kolejna rozbudowa magazynu

Spółka ma w planach dalszą rozbudowę magazynu w Zamieniu. Całkowity koszt inwestycji ma przekroczyć 100 mln PLN z czego 60% będzie dofinansowane ze środków unijnych. Projekt ruszy najwcześniej w 2011 roku i dlatego też nie powinien mieć on naszym zdaniem wpływu na zdolność spółki do wypłaty dywidendy z tegorocznego zysku. Na następne lata zakładamy wypłatę minimum 20% wypracowanego zysku.

Dalsza restrukturyzacja spółek zależnych

Spółka planuje zrestrukturyzować spółki zależne (Sferis i Action Ukraina) w ten sposób by w przyszłym roku były już rentowne. W tym celu zamykane będą nierentowne lokalizacje Sferisu. Na Ukrainie natomiast spółka planuje dalej ograniczać powierzchnię sprzedażową oraz renegocjować stawki czynszowe, by w nowych umowach ich wysokość była uzależniona od obrotów generowanych przez poszczególne sklepy. Naszym zdaniem osiągnięcie rentowności przez powyższe spółki będzie bardzo trudne mimo planowanych działań restrukturyzacyjnych. Oczekujemy, że pozytywne wyniki finansowe zaczną one raportować dopiero od 2011 roku.

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P
Przychody	1 797,5	2 343,4	3 136,2	2 142,3	2 344,6
EBITDA	37,7	65,3	62,2	49,0	57,4
marża EBITDA	2,1%	2,8%	2,0%	2,3%	2,4%
EBIT	30,4	57,3	49,2	40,1	48,4
Zysk netto	22,0	33,8	31,2	27,0	33,3
DPS	0,3	1,4	0,4	0,3	0,8
P/E	11,9	8,1	14,1	10,2	8,3
P/CE	8,9	6,1	10,0	7,7	6,5
P/BV	1,8	1,5	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,7	6,1	9,8	7,6	6,5

W oczekiwaniu na pogłębienie kryzysu

Sytuacja finansowa

Wyniki 5Q2008/09

Wyniki Actionu w piątym kwartale roku obrotowego 2008/09 były lepsze od naszych oczekiwań. Za główny czynnik odchylenia in plus od naszych założeń uznajemy niższe od naszych założeń koszty działalności spółki. Przychody spółki były nieznacznie niższe od naszych przewidywań i wyniosły 495,5 mln PLN. Wyższa od naszych założeń była marża brutto która wyniosła 9,0%, co jest efektem niższego poziomu zaksięgowanych na tym poziomie różnic kursowych. Potwierdzeniem tej tezy są różnice kursowe z poziomu pozostałych przychodów operacyjnych (mających w założeniu kompensować różnice z marży brutto), które wyniosły +0,1 mln PLN vs przy +2,1 mln PLN założonych w naszej prognozie. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 33,1 mln PLN przy 35 mln PLN naszych przewidywań, co według nas okazało się decydujące dla dobrych rezultatów kwartału. Saldo pozostałej działalności operacyjnej jak już wyżej wspomnieliśmy było bardzo niskie (+0,3 mln PLN) i wskazuje na nieduży poziom różnic kursowych zaksięgowanych na saldach należności i zabezpieczeniach walutowych. W ostatecznym ujęciu wynik operacyjny kwartału wyniósł 11,7 mln PLN odchylając się o 13,2% od naszych oczekiwań (10,4 mln PLN), Saldo działalności finansowej było korzystniejsze od oczekiwanego przez nas (-0,8 mln PLN vs -1,3 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik netto wyniósł 8,4 mln PLN przy 7,0 mln PLN prognozy.

W bilansie spółki nastąpił w porównaniu do poprzedniego kwartału wzrost długu netto z 76,2 mln PLN do 92,2 mln PLN. Jest to efektem presji na kapitał obrotowy, który wzrósł o około 30 mln PLN q/q. Wzrost kapitału obrotowego ma naszym zdaniem charakter sezonowy i uwzględniając przeprowadzoną od początku roku redukcję zamrożonych w nim środków poczynione zmiany nadal oceniamy pozytywnie.

Wyniki finansowe Grupy Action w czwartym kwartale roku obrotowego 2008/09

(mln PLN)	VQ08/09	IQ08/09	zmiana	VQ08/09P	wyniki vs. prognoza	08/09P	07/08	zmiana
Przychody	495,5	608,4	-18,6%	514,0	-3,6%	3 136,2	2 343,4	33,8%
EBITDA	13,9	-16,0	-	12,9	8,5%	62,2	65,3	-4,8%
marża	2,81%	-2,63%	-	2,50%	-	2,0%	2,8%	-
EBIT	11,7	-18,1	-	10,4	13,2%	49,2	57,3	-14,1%
Zysk brutto	10,9	-19,6	-	9,1	20,0%	40,3	51,1	-21,2%
Zysk netto	8,4	-18,4	-	7,0	19,7%	31,2	33,8	-7,6%

Źródło: Action, szacunki DI BRE Banku SA

Perspektywy na przyszłość

Plany rozbudowy magazynu w Zamieniu

Action planuje powiększyć moce linii kompletujących w magazynie w Zamieniu tak by mógł w przyszłości obsłużyć większe wolumeny sprzedaży, płynące zarówno z segmentu dystrybucji IT jak i generowane przez sklep a.pl, którego obsługę miałby przejąć magazyn w Zamieniu. Zdaniem spółki koszt inwestycji przekroczy 100 mln PLN, jednak w 60% ma on być finansowany ze środków unijnych. Inwestycja miałaby zostać ukończona do 2013 roku. W naszym modelu zakładamy realizację projektu w latach 2011-2013 z rocznymi wydatkami kapitałowymi na poziomie 13 mln PLN. Z uwagi na fakt, że budowa zostanie rozpoczęta dopiero w 2011 roku nie sądzimy, by ta decyzja inwestycyjna wpływała na zdolność spółki do wypłaty dywidendy z bieżącego roku obrotowego, gdyż spółka będzie dysponowała jeszcze dostatecznie długim czasem by wypracować środki potrzebne na sfinansowanie inwestycji. Również w kolejnych latach mimo potrzeb inwestycyjnych spółka powinna być w stanie wypłacać co najmniej 20% wypracowanego zysku netto.

Cięcia kosztów

Spółka dokonała w piątym kwartale dalszej redukcji kosztów działalności. Źródłem oszczędności były przede wszystkim koszty osobowe i renegecja umów z firmami spedycyjnymi. Oczekujemy, że zaprezentowane w wynikach piątego kwartału cięcia kosztów znajdą swoją kontynuację w kolejnych okresach. Ponadto spółka planuje w przyszłym roku wyprowadzić na rentowność swoje spółki zależne (Action Ukraina i Sferis). W tym celu w Sferisie zamykane będą nierentowne lokalizacje natomiast w Action Ukraina dalej zmniejszana będzie powierzchnia sprzedażowa sklepów. Action planuje również renegecować umowy



czynszów w ukraińskich sklepów przechodząc ze stałych opłat na opłaty uzależnione od wielkości obrotu. Uważamy, że powyższe ruchy, mimo znacznej redukcji kosztów działalności nie pozwolą jednak wyjść spółkom zależnym na rentowność. Osiągnięcia zysku w detalu i z działalności na terenie Ukrainy oczekujemy dopiero w 2011 roku.

Ukierunkowanie na rozwój internetowego kanału sprzedaży

Zarząd spółki zapowiada zacieśnienie współpracy ze sklepami internetowymi i wzmocnienie tego kanału sprzedażowego. Uważamy ten ruch za bardzo dobre rozwiązanie, którego podstawową zaletą wydaje się przede wszystkim skrócenie cyklu konwersji gotówki. Korzystając z bezpośredniej dostawy do klienta końcowego Action zamienia kilkadziesiąt dni obiegu należności na otrzymaną od klienta końcowego gotówkę. Poza skróceniem obiegu gotówki model ten pozwala uniknąć problemów z limitami kredytowymi dla klientów. Jednocześnie powyższy kanał sprzedaży nie powinien znacząco wpływać na rentowność spółki. Dalszy rozwój tego kanału będzie zatem pozytywnie wpływał na generowane przez spółkę poziomy przepływów finansowych.

Korekta prognoz

Osiągnięte w piątym kwartale wyniki skłaniają nas do korekty naszych prognoz finansowych. Podnosimy poziom marży brutto w okresie prognozy jednocześnie włączając do prognozy oczekiwane niższe koszty działalności wynikające z wprowadzonych oszczędności. Poprzedni poziom założonych marż uważamy za zbyt konserwatywny i nieuwzględniający rosnącego udziału wysokomarżowych produktów w miksie sprzedażowym. Modyfikujemy również zakładane przez nas tempo wzrostu przychodów poczynając od 2010 roku (+20 mln PLN). Podnosi to naszą przyszłoroczną prognozę wyniku z 21,4 mln PLN do 27,0 mln PLN. Prognoza na rok 2011 zostaje podniesiona z 24,0 mln PLN do 33,3 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny Action

	mIn PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	295,0	50%	
Wycena porównawcza	292,9	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	340,1	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	245,6	50%	
Średnia	293,9		318,6
na 1 akcję Action			18,5

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Action w okresie od 2008/09 do 2018 roku.
2. W wycenie stosujemy dług netto oszacowany na koniec roku 2007/08 oraz przepływy z lat 2008/09-2018.
3. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2%. 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 6,2%
4. Po 2018 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 2010-2012 przy czym każdemu ze wskaźników przypisana jest waga 50%, przy czym kolejnym latom przypisane zostały kolejno wagi: 25%, 45%, 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla dystrybutorów IT

	Price	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Avnet		7,4	6,4	6,0	13,6	11,6	10,9
Esprinet		7,6	7,0	6,4	12,2	10,9	-
Ingram Micro		4,3	3,8	-	11,4	9,6	-
Synnex Corporation		6,3	5,5	-	9,8	9,0	-
Tech Data		5,2	4,8	4,4	14,3	12,9	11,7
Elektrocomponents PLC		9,3	9,0	8,5	16,9	15,9	14,1
Arrow Electronics PLC		6,7	5,7	5,4	12,9	10,5	9,4
AB		9,3	6,4	5,7	12,8	9,4	8,3
Asbis		5,2	4,2	3,4	10,9	7,3	5,2
Komputronik		7,9	5,5	4,5	11,5	7,5	6,0
Maksimum		9,3	9,0	8,5	16,9	15,9	14,1
Minimum		4,3	3,8	3,4	9,8	7,3	5,2
Mediana		7,1	5,6	5,5	12,5	10,0	9,4
Action	16,0	7,6	6,5	6,0	10,2	8,3	7,4
premia / dyskonto		7,4%	15,5%	8,6%	-18,4%	-17,6%	-21,5%



Model DCF

(mln PLN)	2008/09P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+																																														
Przychody ze sprzedaży	3 136,2	2 142,3	2 344,6	2 547,8	2 725,1	2 881,9	3 024,9	3 165,7	3 313,4	3 468,2																																															
<i>zmiana</i>	<i>133,8%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>																																															
EBITDA	62,2	49,0	57,4	62,5	65,7	68,7	71,4	73,8	75,1	78,5																																															
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>																																															
Amortyzacja	13,0	8,9	9,0	9,1	9,2	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6																																															
EBIT	49,2	40,1	48,4	53,4	56,5	59,4	62,0	64,4	65,5	68,8																																															
<i>marża EBIT</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>																																															
Opodatkowanie EBIT	9,4	7,6	9,2	10,2	10,7	11,3	11,8	12,2	12,4	13,1																																															
NOPLAT	39,9	32,5	39,2	43,3	45,8	48,1	50,2	52,1	53,1	55,7																																															
CAPEX	-32,5	-11,5	-23,2	-22,2	-21,5	-9,0	-9,4	-9,9	-10,3	-9,6																																															
Kapitał obrotowy	55,4	-7,8	-14,9	-14,9	-13,0	-11,5	-10,5	-10,3	-10,8	-11,3																																															
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0																																															
FCF	75,8	22,0	10,0	15,3	20,5	36,9	39,7	41,4	41,5	44,4	45,3																																														
WACC	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	11,2%																																														
<i>współczynnik dyskonta</i>	<i>99,2%</i>	<i>90,4%</i>	<i>82,4%</i>	<i>75,1%</i>	<i>68,5%</i>	<i>62,4%</i>	<i>56,9%</i>	<i>51,8%</i>	<i>47,2%</i>	<i>43,0%</i>	<i>38,7%</i>																																														
PV FCF	75,2	19,9	8,3	11,5	14,0	23,0	22,6	21,5	19,6	19,1																																															
WACC	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	11,2%																																														
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%																																														
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%																																														
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	30,0%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	0,0%																																														
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%																																														
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)	492,4	Wzrost FCF w nieskończoności																																																							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	211,9	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2,0%</th> <th>3,0%</th> <th>4,0%</th> <th>5,0%</th> <th>6,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy</td> <td>234,6</td> <td>WACC +1,0pp</td> <td>14,0</td> <td>14,8</td> <td>15,8</td> <td>17,0</td> <td>18,5</td> </tr> <tr> <td>Wartość firmy (EV)</td> <td>446,6</td> <td>WACC +0,5pp</td> <td>15,0</td> <td>16,0</td> <td>17,1</td> <td>18,5</td> <td>20,3</td> </tr> <tr> <td>Dług netto</td> <td>139,7</td> <td>WACC</td> <td>16,2</td> <td>17,2</td> <td>18,6</td> <td>20,2</td> <td>22,3</td> </tr> <tr> <td>Inne aktywa nieoperacyjne</td> <td>0,0</td> <td>WACC -0,5pp</td> <td>17,4</td> <td>18,7</td> <td>20,2</td> <td>22,1</td> <td>24,6</td> </tr> <tr> <td>Udziałowcy mniejszościowi</td> <td>0,0</td> <td>WACC -1,0pp</td> <td>18,8</td> <td>20,2</td> <td>22,0</td> <td>24,3</td> <td>27,2</td> </tr> </tbody> </table>											2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	234,6	WACC +1,0pp	14,0	14,8	15,8	17,0	18,5	Wartość firmy (EV)	446,6	WACC +0,5pp	15,0	16,0	17,1	18,5	20,3	Dług netto	139,7	WACC	16,2	17,2	18,6	20,2	22,3	Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	17,4	18,7	20,2	22,1	24,6	Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	18,8	20,2	22,0	24,3	27,2
	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%																																																				
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	234,6	WACC +1,0pp	14,0	14,8	15,8	17,0	18,5																																																		
Wartość firmy (EV)	446,6	WACC +0,5pp	15,0	16,0	17,1	18,5	20,3																																																		
Dług netto	139,7	WACC	16,2	17,2	18,6	20,2	22,3																																																		
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	17,4	18,7	20,2	22,1	24,6																																																		
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	18,8	20,2	22,0	24,3	27,2																																																		
Wartość firmy	295,0																																																								
Liczba akcji (mln)	17,2																																																								
Wartość firmy na akcję (PLN)	17,1																																																								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%																																																								
Cena docelowa	18,6																																																								
EV/EBITDA('08/09) dla ceny docelowej	11,5																																																								
P/E('08/09) dla ceny docelowej	16,4																																																								
Udział TV w EV	47%																																																								

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 797,5	2 343,4	3 136,2	2 142,3	2 344,6	2 547,8
<i>zmiana</i>	<i>25,1%</i>	<i>30,4%</i>	<i>33,8%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,7%</i>
Koszt własny sprzedaży	1 679,5	2 158,2	2 839,0	1 964,7	2 147,1	2 334,0
Zysk brutto na sprzedaży	118,1	185,2	297,1	177,6	197,5	213,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,4%</i>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	79,0	114,3	164,6	112,5	121,9	131,1
Koszty ogólnego zarządu	22,5	36,5	36,1	23,6	25,8	27,7
Pozostała działalność operacyjna	13,7	22,9	-47,2	-1,5	-1,5	-1,5
EBIT	30,4	57,3	49,2	40,1	48,4	53,4
<i>zmiana</i>	<i>35,0%</i>	<i>88,7%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>-18,6%</i>	<i>20,7%</i>	<i>10,5%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	-6,2	-9,0	-6,6	-6,2	-6,3
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	28,3	51,1	40,3	33,5	42,2	47,1
Podatek dochodowy	6,2	15,2	11,3	6,9	8,0	8,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	2,1	-2,2	-0,4	0,8	0,9
Zysk netto	22,0	33,8	31,2	27,0	33,3	37,3
<i>zmiana</i>	<i>38,7%</i>	<i>53,4%</i>	<i>-7,6%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>23,5%</i>	<i>11,9%</i>
<i>marża</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>
Amortyzacja	7,3	8,0	13,0	8,9	9,0	9,1
EBITDA	37,7	65,3	62,2	49,0	57,4	62,5
<i>zmiana</i>	<i>29,8%</i>	<i>73,2%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-21,3%</i>	<i>17,2%</i>	<i>9,0%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,5%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	16,4	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
EPS	1,3	2,0	1,8	1,6	1,9	2,2
CEPS	1,8	2,6	2,6	2,1	2,5	2,7

**Bilans**

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	405,6	572,9	515,8	539,1	588,3	634,2
Majątek trwały	99,2	117,4	137,0	139,6	153,8	167,0
Rzeczowe aktywa trwałe	70,7	92,1	107,7	109,8	121,2	131,7
Wartości niematerialne i prawne	15,4	9,0	12,9	13,4	16,3	18,9
Wartość firmy	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Inwestycje długoterminowe	0,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Pozostałe aktywa trwałe	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Majątek obrotowy	306,4	455,5	378,9	399,5	434,5	467,2
Zapasy	140,7	173,9	160,7	172,2	188,2	204,6
Należności krótkoterminowe	155,3	269,8	206,2	205,4	224,8	244,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	7,8	8,9	9,0	19,0	18,5	15,4
Pozostałe aktywa obrotowe	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	405,6	572,9	515,8	539,1	588,3	634,2
Kapitał własny	144,7	181,2	186,5	206,8	235,6	260,4
Kapitał zakładowy	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe kapitały własne	143,1	179,6	184,9	205,2	234,0	258,8
Zobowiązania długoterminowe	9,5	14,7	17,2	17,2	17,2	17,2
Dług	8,8	14,7	17,2	17,2	17,2	17,2
Pozostałe	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	251,4	376,9	312,1	315,0	335,5	356,5
Dług	59,1	133,9	90,4	90,4	90,4	90,4
Zobowiązania handlowe	167,8	239,1	217,8	220,7	241,2	262,2
Pozostałe	24,5	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Dług	67,9	148,6	107,6	107,6	107,6	107,6
Dług netto	60,1	139,7	98,6	88,7	89,1	92,3
(Dług netto / Kapitał własny)	41,6%	77,1%	52,9%	42,9%	37,8%	35,4%
(Dług netto / EBITDA)	159,5%	214,0%	158,5%	181,1%	155,3%	147,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	16,4	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
BVPS	8,8	10,5	10,8	12,0	13,7	15,1

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-29,3	-53,3	97,4	27,7	28,2	32,3
Zysk netto	22,0	33,8	31,2	27,0	33,3	37,3
Udział mniejszości	0,1	2,1	-2,2	-0,4	0,8	0,9
Amortyzacja	7,3	8,0	13,0	8,9	9,0	9,1
Kapitał obrotowy	-41,2	-76,3	55,4	-7,8	-14,9	-14,9
Pozostałe	-17,5	-20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-24,0	-21,9	-32,5	-11,5	-23,2	-22,2
CAPEX	-22,8	-21,9	-32,5	-11,5	-23,2	-22,2
Inwestycje kapitałowe	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	53,6	76,3	-64,7	-6,2	-5,4	-13,3
Emisja akcji	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	57,1	80,7	-41,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-2,5	-4,4	-23,7	-6,2	-5,4	-13,3
Pozostałe	-1,1	-5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,3	1,1	0,1	9,9	-0,4	-3,2
Środki pieniężne na koniec okresu	7,8	8,9	9,0	19,0	18,5	15,4

Wskaźniki rynkowe

	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
P/E	11,9	8,1	14,1	10,2	8,3	7,4
P/CE	8,9	6,1	10,0	7,7	6,5	5,9
P/BV	1,8	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	8,7	6,1	9,8	7,6	6,5	6,0
EV/EBIT	10,8	7,3	12,4	9,3	7,7	7,0
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Cena (PLN)	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Liczba akcji na koniec roku	16,4	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
MC (mln PLN)	262,2	275,3	275,3	275,3	275,3	275,3
Dług netto	60,1	139,7	98,6	88,7	89,1	92,3
Kapitały udziałowców mniejszościowych	6,9	9,8	7,6	7,2	8,1	9,0
EV (mln PLN)	329,2	424,9	381,6	371,2	372,5	376,6



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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.klischcz@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
micchal.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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie 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 progностycznych 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 Action

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2009-04-30	2009-07-03	2009-09-18
kurs z dnia rekomendacji	8,54	13,57	12,60
WIG w dniu rekomendacji	28273,93	30252,24	36923,88