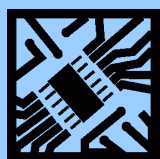




8 grudnia 2009

Aktualizacja raportu

**Dystrybucja sprzętu IT**
Polska

Cena bieżąca	11,39 PLN
Cena docelowa	11,56 PLN
Kapitalizacja	93,0 mln PLN
Free float	23,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,09 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Wojciech Buczkowski	34,0%
Krzysztof Buczkowski	17,8%
Ewa Buczkowska	16,9%
ING IM	6,1%

Pozostali

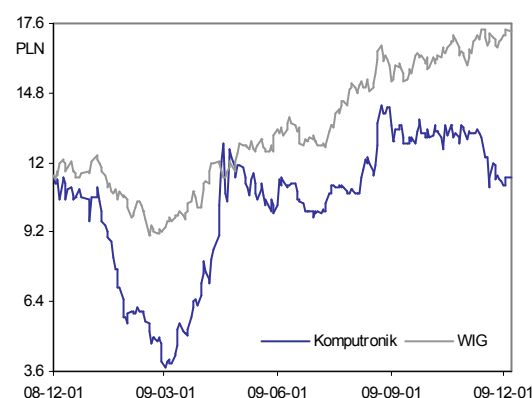
25,2%

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 może przekroczyć 20%, przy czym utrzymana zostanie relatywna przewaga laptopów.

Profil spółki

Komputronik jest jednym z wiodących detalicznych sprzedawców sprzętu IT. Na koniec pierwszego kwartału 2009 roku sprzedaż Grupy realizowana była przez 60 sklepów własnych oraz 142 sklepów franczyzowych. Ponadto sieć sklepów współpracujących w ramach programu Komputronik Partner liczy 110 salonów.

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

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Komputronik Trzymaj

KOMR.WA; KOM PW

(Niezmieniona)

Odbicie na wynikach dopiero w 2010 roku

Trzeci kwartał nie pokazał poprawy sytuacji finansowej w Komputroniku i spółka ponownie raportowała stratę netto. Również czwarty kwartał nie przyniesie przełomu mimo oczekiwanej przez nas poprawy wyników finansowych w Karenie. Ponadto nad Grupą wisi groźba odpisów na należnościach spowodowanych ewentualną upadłością Techmexu. Uważamy, że w przypadku Techmexu przyjęty zostanie wariant wymiany długu (około 15 mln PLN) na akcje, co pozwoli na uniknięcie odpisów na należnościach bardzo prawdopodobnych w scenariuszu faktycznego przeprowadzenia upadłości likwidacyjnej Techmexu. Wyraźniejszej poprawy wyników Grupy naszym zdaniem należy się spodziewać najwcześniej w drugim kwartale przyszłego roku, kiedy przeprowadzona restrukturyzacja kosztowa i poprawa struktury sprzedaży powinny przynieść pierwsze efekty. W skali całego przyszłego roku zysk netto powinien wzrosnąć do 7,5 mln PLN co według nas jest uwzględnione w bieżącej wycenie spółki. Z tego względu podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Komputronika na poziomie 11,56 PLN (poprzednio 10,48 PLN).

Co z należnościami od Techmexu?

Komputronik wspólnie z Karenem posiadają około 15,0 mln PLN należności od Techmexu, którego sytuacja finansowa rodzi ryzyko bankructwa. Naszym zdaniem w przypadku przeprowadzenia orzeczonej przez sąd w Bielsku Białej upadłości likwidacyjnej Techmexu, Grupie Komputronik trudno będzie uniknąć konieczności przeprowadzenia odpisów aktualizujących powyższe należności (szacujemy ewentualne odpisy na około 3,0 mln PLN). Uważamy jednak, że bardzo prawdopodobny jest wariant przejścia do upadłości ugodowej przy przeprowadzeniu emisji akcji dla wierzycieli. W takim wypadku Grupie Komputronik udało się uniknąć konieczności odpisów, a po przeprowadzeniu restrukturyzacji Techmexu pojawiłaby się możliwość odsprzedaży udziałów.

Kiedy wreszcie poprawa?

Oczekujemy, że w przyszłym roku powinna nastąpić poprawa wyników finansowych Grupy Komputronik. Źródłami wzrostu zysku będzie restrukturyzacja w Karenie, która naszym zdaniem zredukuje stratę operacyjną z 10 mln PLN w roku obecnym do około 4,0 mln w 2010 roku. Zamknięcie nierentownych lokalizacji, poprawa struktury sprzedaży oraz korzystniejsze poziomy kursów walutowych powinny przełożyć się na poprawę wyników również w spółce matce. W efekcie wynik netto Grupy Komputronik powinien wzrosnąć do około 7,5 mln PLN z 2,2 mln PLN wypracowanych w ciągu 15-miesięcznego roku obrotowego 2009/10.

(mln PLN)	2007	2008	2009/10P*	2010/11P	2011/12P
Przychody	519,3	758,7	1 025,4	916,9	1 040,2
EBITDA	15,2	15,0	10,1	16,2	23,3
marża EBITDA	2,9%	2,0%	1,0%	1,8%	2,2%
EBIT	13,5	10,0	2,3	10,8	17,7
Zysk netto	10,3	5,8	2,2	7,5	11,5
DPS	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
P/E	8,2	16,0	54,1	12,4	8,1
P/CE	7,0	8,6	11,7	7,2	5,5
P/BV	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,5	7,4	16,4	8,4	5,8

* rok obrotowy od stycznia 2009 do marca 2010

Sytuacja finansowa

Wyniki 3Q2009 - w Karenie bez zmian

Wyniki Komputronika w trzecim kwartale były słabsze od naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 187,1 mln PLN, przy 186,0 mln PLN naszej prognozy. Negatywnie zaskoczyła nas marża brutto, która znacznie spadła w porównaniu do ubiegłego kwartału (z 13,9% do 12,3%) i była niższa od oczekiwanych przez nas 13,5%. W porównaniu do ubiegłego roku marża brutto spadła o 0,5 p.p., przy czym nastąpił wzrost rentowności w Karenie (z 7,1% do 9,2%) i spadek w jednostce dominującej (z 12,2% do 11,6%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 25,8 mln PLN, przy 26,0 mln PLN naszej prognozy i 23,2 mln PLN przed rokiem. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą -0,7 mln PLN, o 0,2 mln PLN niższą od naszych założeń. Wpływ na większe od zakładanego saldo pozostałej działalności operacyjnej miał fakt, że w trzecim kwartale Karen zamknął 4 sklepy własne co wygenerowało stratę na poziomie 0,7 mln PLN ze względu na odpis niemożliwych do odzyskania środków trwałych. W konsekwencji powyższych czynników wynik operacyjny wyniósł -3,4 mln PLN, przy -1,4 mln PLN naszej prognozy i -1,6 mln PLN osiągniętych przed rokiem.

Saldo działalności finansowej wyniosło +0,3 mln PLN. Wpływ na jego wartość miało 0,5 mln PLN zysku na sprzedaży zastawów, które zostały przejęte w związku z prowadzonymi postępowaniami windykacyjnymi. Były to akcje Techmexu przejęte za długi, które następnie udało się sprzedać na rynku powyżej ceny z dnia ich przejęcia. Przy ujemnej wartości podatku dochodowego w wysokości -0,7 mln PLN i wyniku mniejszości na poziomie -0,6 mln PLN strata netto przypadająca akcjonariuszom Komputronika wyniosła -1,8 mln PLN, przy -0,6 mln PLN naszych oczekiwań.

Wyniki Grupy Komputronik 3Q2009

(mln PLN)	3Q2009	3Q2008	zmiana	3Q2009P	wyniki vs. prognoza	2009/10P	2008	zmiana
Przychody	187,1	167,2	11,9%	186,0	0,6%	1025,4	758,7	35,2%
EBITDA	-1,0	-0,2	-	0,7	-239,4%	10,1	15,0	-32,5%
marża	-	-	-	0,38%	-	0,99%	1,98%	-
EBIT	-3,4	-1,6	-	-1,4	-	2,3	10,0	-76,6%
Zysk brutto	-3,2	-2,2	-	-1,8	-	-1,0	6,1	-
Zysk netto	-1,8	-1,2	-	-0,6	-	2,2	5,8	-63,0%

Źródło: Komputronik, szacunki DI BRE Banku SA

Perspektywy na przyszłość

Czwarty kwartał: lepiej w Karenie, ale wyniki wciąż słabe

Oczekujemy, że czwarty kwartał powinien przynieść pierwsze oznaki poprawy sytuacji w Karenie i zmniejszenie generowanych przez tę spółkę strat operacyjnych. Spółka zamknęła nierentowne lokalizacje, zredukowała koszty zarządu, co przy zakładanej przez nas poprawie marży brutto powinno zmniejszyć stratę operacyjną do około -1,6 mln PLN. Mimo lepszych wyników finansowych w Karenie wyniki Grupy nie ulegną jeszcze poprawie ze względu na słabszą postawę spółki – matki. Komputronik SA zanotował w trzecim kwartale pogorszenie marży brutto i spodziewamy się, że również w czwartym kwartale będzie obecna tendencja spadkowa. W odniesieniu do przychodów Grupy prognozujemy, że w czwartym kwartale pozytywna dynamika wzrostu obrotów nieco zwolni w porównaniu do poprzednich kwartałów (z 14,2% w 1-3Q2009 do 4,0% w 4Q2009), za czym stać naszym zdaniem będzie spadek dynamiki wzrostu wpływów w segmentach hurtowym i biznesowym. W ostatecznym rozrachunku zysk netto spółki będzie tylko nieznacznie wyższy od wypracowanego w minionym roku (4,3 mln PLN vs 4,1 mln PLN w 4Q2008).

Techmex czynnikiem ryzyka

W poniedziałek 30 listopada Sąd Okręgowy w Bielsku Białej podjął decyzję sprawie wniosku DnB Nord dotyczącego upadłości likwidacyjnej Techmexu, przychylając się do wniosku wierzyciela. Spółka zależna Komputronika, Karen ma pod różnymi postaciami około 15 mln PLN należności od Techmexu (6,1 mln PLN należności handlowych, 3,4 mln PLN pożyczki oraz 5,76 mln PLN należności wynikających z wystawionych weksli). Dodatkowo sam Komputronik ma około 0,3 mln należności od Techmexu. Uważamy, że w przypadku faktycznego przeprowadzenia likwidacji Techmexu, Grupie Komputronik trudno będzie odzyskać powyższe kwoty. Co prawda kapitały własne wyceniane są w jednostkowych księgach Techmexu na ponad 129 mln PLN, to jednak trzeba mieć na uwadze, że większość aktywów ma charakter niepiłynny. Około 28 mln PLN stanowią wartości niematerialne i prawne,

których wartość likwidacyjna będzie najprawdopodobniej bliska zeru. Również w zapasach (42,7 mln PLN wg stanu na koniec 3Q2009) przeważają mapy cyfrowe, zdjęcia i inne niematerialne wartości, których wartość w razie likwidacji może ulec znacznemu dyskontu. Łączna wartość likwidacyjną tych dwóch grup aktywów szacujemy na około 10% ich księgowej wartości. Spodziewamy się ponadto sporych odpisów na rozliczeniach międzyokresowych (łącznie 58,9 mln PLN), a nasze wątpliwości budzi wycena 75,42% inwestycji w Satelitarnym Centrum Operacji Regionalnych oraz Maktu Holdings Limited, na kwotę aż 74 mln PLN. W ostatecznym rozrachunku wierzyciele będą najprawdopodobniej w stanie odzyskać około 80% zainwestowanej kwoty, co w przypadku Grupy Komputronik będzie oznaczać konieczność odpisu na poziomie około 3,0 mln PLN.

Opcjonalnym wariantem pozwalającym uniknąć odpisów jest zamiana długu na akcje Techmexu. W takim przypadku wierzyciele mogliby zrestrukturyzować spółkę z nadzieją późniejszej odsprzedaży inwestorowi branżowemu po cenie pozwalającej odzyskać zainwestowany kapitał. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy jako duże. Zarówno Karen jak i kilku innych wierzycieli ma swoje należności podwójnie zabezpieczone na aktywach Techmexu i zastawem rejestrowym na jego akcjach należących do prezesa i głównego akcjonariusza - Jacka Studenckiego. Po przejęciu tych akcji wierzyciele będą w stanie zwołać WZA i przegłosować na nim przeprowadzenie wymiany długu na akcje. Biorąc pod uwagę, że najniższą możliwą ceną emisyjną dla akcji Techmexu jest 1PLN uważamy, że po przeprowadzeniu restrukturyzacji Karen i Komputronik nie powinny mieć problemu z odzyskaniem należnej kwoty.

Jaki 2010 rok?

Spodziewamy się, że 2010 rok powinien stać pod znakiem poprawy wyników finansowych w Grupie Komputronik. Pierwszym źródłem poprawy będzie według nas Karen, który w tym roku wygeneruje według naszych szacunków blisko 10,0 mln PLN straty operacyjnej, a w przyszłym roku powinna ją ograniczyć do około 4,0 mln PLN. Drugim źródłem poprawy powinna być według nas zmiana struktury sprzedaży w samym Komputroniku. Obserwowany w tym roku wzrost przychodów generowany był przede wszystkim w niskomargowym hurcie (wspólnie z kanałem franczyzowym stanowić będzie w tym roku około 50% sprzedaży spółki) i w segmencie biznesowym. Oczekujemy, że 2010 rok powinien przynieść wzrosty również w segmencie detalicznym, co przełoży się na wzrost raportowanej marży. Poza wyższą marżowością powinny pojawić się pewne oszczędności spowodowane wyeliminowaniem nierentownych lokalizacji oraz korzystniejszym kursem walutowym, który wpłynie na obniżenie kosztów czynszu. W efekcie oczekujemy poprawy wyniku netto w przyszłym roku do 7,5 mln PLN z 2,2 mln PLN jakie zanotuje w bieżącym, wydłużonym roku obrotowym.

Wycena

Podsumowanie wyceny Komputronika

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	103,1	50%	
Wycena porównawcza	71,6	50%	
w tym:			
na bazie wskaźnika P/E	78,3	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	64,9	50%	
Średnia	87,4		94,7
na 1 akcję Komputronika			11,56

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Komputronika w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W wycenie stosujemy dług netto oszacowany na koniec 2008 roku oraz przepływy z lat 2009-2018.
3. W wycenie udziałów mniejszości w Karenie zastosowaliśmy rynkową wycenę pakietu akcjonariuszy mniejszościowych.
4. 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%.
5. 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 2009/10-2011/12 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

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2009/10P	2010/11P	2011/12P	2009/10P	2010/11P	2011/12P
Avnet		7,4	7,3	6,2	14,2	13,5	11,3
Esprinet		7,2	6,7	6,1	12,1	10,6	9,4
Ingram Micro		5,5	4,5	4,0	14,6	11,8	9,9
Synnex Corporation		7,2	6,4	5,6	11,0	10,0	9,2
Tech Data		5,3	4,8	4,4	21,3	13,8	12,4
Elektrocomponents PLC		7,6	9,4	9,3	12,6	17,6	16,1
Arrow Electronics PLC		8,3	6,6	5,6	17,3	12,6	10,3
AB		10,1	7,1	6,2	9,5	7,6	6,7
Action		8,2	7,6	7,0	10,9	10,0	8,9
Asbis		13,1	5,5	4,5	-	11,6	7,8
Maksimum		13,1	9,4	9,3	21,3	17,6	16,1
Minimum		5,3	4,5	4,0	9,5	7,6	6,7
Mediana		7,5	6,6	5,9	12,6	11,7	9,7
Komputronik	11,39	16,4	8,4	5,8	54,1	12,4	8,1
premia / dyskonto		119,3%	26,7%	-1,6%	330,0%	6,5%	-16,3%

**wskaźniki roku 2009/10 zostały zannualizowane*

Model DCF

(mln PLN)	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020+
Przychody ze sprzedaży	1 025,4	916,9	1 040,2	1 146,8	1 250,2	1 338,4	1 396,6	1 449,0	1 498,7	1 529,5	
zmiana	35,2%	-10,6%	13,5%	10,2%	9,0%	7,1%	4,3%	3,8%	3,4%	2,1%	
EBITDA	10,1	16,2	23,3	27,2	30,1	31,8	33,1	34,0	34,9	35,1	
marża EBITDA	1,0%	1,8%	2,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	
Amortyzacja	7,8	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	
EBIT	2,3	10,8	17,7	21,6	24,4	26,0	27,2	28,1	28,9	29,1	
marża EBIT	0,2%	1,2%	1,7%	1,9%	2,0%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	
Opodatkowanie EBIT	-2,2	2,0	3,4	4,1	4,6	4,9	5,2	5,3	5,5	5,5	
NOPLAT	4,5	8,7	14,4	17,5	19,7	21,0	22,1	22,8	23,4	23,5	
CAPEX	-8,6	-6,9	-7,5	-7,8	-8,1	-8,3	-6,9	-6,8	-6,7	-6,1	
Kapitał obrotowy	-4,6	-8,5	-8,1	-4,2	-3,5	-5,3	-3,5	-3,2	-3,0	-5,5	
Pozostałe	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	
FCF	-0,9	-1,2	4,3	11,0	13,8	13,3	17,5	18,7	19,7	18,0	18,4
WACC	12,0%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	11,2%
współczynnik dyskonta	96,3%	87,7%	79,9%	72,8%	66,4%	60,5%	55,1%	50,2%	45,7%	41,7%	37,5%
PV FCF	-0,9	-1,1	3,5	8,0	9,2	8,0	9,6	9,4	9,0	7,5	83,1
WACC	12,0%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	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	-94,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	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)

199,6

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

83,1

0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

62,3

WACC +1,0pp 9,8 10,5 11,3 12,3 13,5

Wartość firmy (EV)

145,4

WACC +0,5pp 10,7 11,5 12,4 13,6 15,0

Dług netto

31,2

WACC 11,7 12,6 13,6 15,0 16,7

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 12,7 13,8 15,0 16,6 18,6

Udziałowcy mniejszościowi

11,2

WACC -1,0pp 13,9 15,1 16,6 18,4 20,9

Wartość firmy

103,1

Liczba akcji (mln)

8,2

Wartość firmy na akcję (PLN)
12,6

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,4%

Cena docelowa
13,6

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej

14,3

P/E('09) dla ceny docelowej

51,8

Udział TV w EV

57%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przychody ze sprzedaży	519,3	758,7	1 025,4	916,9	1 040,2	1 146,8
<i>zmiana</i>	<i>53,5%</i>	<i>46,1%</i>	<i>35,2%</i>	<i>-10,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>10,2%</i>
Koszt własny sprzedaży	456,5	657,3	897,0	800,0	908,8	1 003,0
Zysk brutto na sprzedaży	62,9	101,3	128,4	116,9	131,4	143,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,5%</i>
Koszty sprzedaży	37,2	63,9	97,3	81,8	87,9	95,1
Koszty ogólnego zarządu	11,1	23,6	26,9	21,4	22,8	24,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,1	-3,8	-1,9	-2,9	-3,0	-2,9
EBIT	13,5	10,0	2,3	10,8	17,7	21,6
<i>zmiana</i>	<i>19,2%</i>	<i>-26,2%</i>	<i>-76,6%</i>	<i>362,3%</i>	<i>64,8%</i>	<i>21,5%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,9%</i>
Wynik na działalności finansowej	-0,4	-3,9	-3,3	-2,8	-3,2	-3,1
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	13,1	6,1	-1,0	8,0	14,5	18,5
Podatek dochodowy	2,8	2,4	0,9	1,5	2,8	3,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	-2,2	-4,1	-1,0	0,2	0,5
Zysk netto	10,3	5,8	2,2	7,5	11,5	14,4
<i>zmiana</i>	<i>18,6%</i>	<i>-43,6%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>247,9%</i>	<i>53,7%</i>	<i>25,0%</i>
<i>marża</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,3%</i>
Amortyzacja	1,7	5,1	7,8	5,5	5,6	5,6
EBITDA	15,2	15,0	10,1	16,2	23,3	27,2
<i>zmiana</i>	<i>24,9%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-32,5%</i>	<i>60,2%</i>	<i>43,4%</i>	<i>16,7%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
EPS	1,4	0,7	0,3	0,9	1,4	1,8
CEPS	1,6	1,3	1,2	1,6	2,1	2,4

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
AKTYWA	183,5	328,2	340,7	360,6	389,9	412,8
Majątek trwały	29,5	119,9	120,7	122,2	124,1	126,3
Rzeczowe aktywa trwałe	23,0	38,1	38,5	39,2	40,2	41,3
Wartości niematerialne i prawne	5,2	17,8	18,2	18,9	19,9	21,0
Pozostałe aktywa trwałe	1,3	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Majątek obrotowy	154,0	208,4	220,1	238,4	265,8	286,5
Zapasy	33,7	58,7	64,9	74,5	84,7	90,7
Należności krótkoterminowe	72,6	90,6	103,4	115,6	131,1	144,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	40,1	28,5	21,2	17,8	19,5	20,7
Pozostałe aktywa obrotowe	7,7	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6

(mln PLN)	2007	2008	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
PASYWA	183,5	328,2	340,7	360,6	389,9	412,8
Kapitał własny	86,8	137,1	135,2	141,7	153,5	166,1
Kapitał zakładowy	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe kapitały własne	86,0	136,3	134,4	140,9	152,6	165,3
Zobowiązania długoterminowe	4,0	9,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Rezerwy	1,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Dług	2,5	1,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Pozostałe	0,3	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Zobowiązania krótkoterminowe	92,8	182,1	181,5	194,8	212,4	222,6
Rezerwy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	5,8	33,4	33,4	33,4	33,4	28,4
Zobowiązania handlowe	71,1	101,6	116,0	129,3	146,9	162,1
Pozostałe	15,9	47,1	32,1	32,1	32,1	32,1
Dług	8,3	34,7	49,7	49,7	49,7	44,7
Dług netto	-31,8	6,2	28,5	31,9	30,2	24,0
(Dług netto / Kapitał własny)	-36,7%	4,5%	21,1%	22,5%	19,7%	14,5%
(Dług netto / EBITDA)	-209,0%	41,0%	280,9%	196,7%	129,7%	88,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
BVPS	11,6	16,7	16,5	17,3	18,7	20,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przepływy operacyjne	-18,3	0,5	4,6	6,2	12,4	19,4
Zysk netto	10,3	5,8	2,2	7,5	11,5	14,4
Amortyzacja	1,7	5,1	7,8	5,5	5,6	5,6
Kapitał obrotowy	-39,9	-12,0	-4,6	-8,5	-8,1	-4,2
Pozostałe	9,5	1,7	-0,8	1,7	3,5	3,6
Przepływy inwestycyjne	-12,7	-91,0	-8,6	-6,9	-7,5	-7,8
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe	-1,1	-69,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-11,6	-21,3	-8,6	-6,9	-7,5	-7,8
Przepływy finansowe	55,5	78,9	-3,3	-2,8	-3,2	-10,4
Emisja akcji	52,9	78,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	3,4	26,4	15,0	0,0	0,0	-5,0
Dywidenda (buy-back)	-0,5	-12,1	0,0	0,0	0,0	-2,3
Pozostałe	-0,3	-14,0	-18,3	-2,8	-3,2	-3,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	24,4	-11,5	-7,3	-3,5	1,7	1,2
Środki pieniężne na koniec okresu	40,1	28,5	21,2	17,8	19,5	20,7

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
P/E	8,2	16,0	54,1	12,4	8,1	6,5
P/CE	7,0	8,6	11,7	7,2	5,5	4,7
P/BV	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
MC/S	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,5	7,4	16,4	8,4	5,8	4,7
EV/EBIT	3,9	11,1	71,4	12,7	7,6	6,0
EV/S	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Cena (PLN)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Liczba akcji na koniec roku	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
MC (mln PLN)	84,9	93,3	93,3	93,3	93,3	93,3
Dług netto	-31,8	6,2	28,5	31,9	30,2	24,0
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	-2,2	-4,1	-1,0	0,2	0,5
EV (mln PLN)	53,0	97,3	117,8	124,3	123,8	117,9

*wskaźniki roku 2009/10 zostały zannualizowane



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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 księgowa

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 księgowa) - 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. 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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 S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. 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 Komputronik

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-04-30	2009-05-29
kurs z dnia rekomendacji	11,88	10,30
WIG w dniu rekomendacji	28273,93	29454,42