

**Przemysł**

Polska

Drop S.A.

DRP.PW; DROP.WA

Łukasz Dynysiuk
(48 22) 697 47 36
lukasz.dynysiuk@dibre.com.pl

Strategia kompleksowości usług**Obecna cena 35,40 PLN**

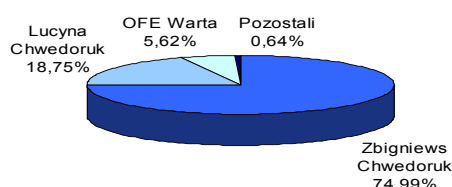
Spółka działa na rynku gospodarki odpadami. Swoją aktywność skupia na hurtowym obrocie odpadami i surowcami wtórnymi. Pozyskiwanie odpadów i działalność handlowa Spółki prowadzona jest przez własną sieć składającą się z sześciu Centrów Odzysku Odpadów z bazą techniczną i zapleczem magazynowym, sześciu Punktów Odzysku i biura handlowego. W lutym 2009 roku Spółka powołała dwie „Organizacje Odzysku”. Przedmiotem działalności powołanych podmiotów jest realizacja ustawowych obowiązków w zakresie recyklingu i odzysku opakowań po produktach wprowadzanych na rynek oraz sprzętu elektrycznego i elektronicznego. W latach 2006 - 2007 Spółka wypracowała zysk netto na poziomie odpowiednio 9,3 mln PLN i 9,7 mln PLN. W 2008 roku wygenerowany zysk netto spadł do 3,9 mln PLN. Zgodnie z prognozami zarządu w 2009 roku zysk netto wynieść ma 8,0 mln PLN, a w roku następnym 12,0 mln PLN. Spółka zamierza wyemitować 533 427 (9,09% kapitału zakładowego) akcji serii C oferowanych w ramach kapitału docelowego. Pieniądze uzyskane z nowej emisji akcji mają być przeznaczone na inwestycje w centra przerobu i recyklingu makulatury i plastiku. Przy obecnej cenie rynkowej 35,40 implikuje to P/E'09 25,9 i P/E'10 na poziomie 17,3 (przy uwzględnieniu maksymalnego rozwodnienia).

Wyniki finansowe Grupy Drop S.A. za 2Q2009 i 1H2009 oraz lata 2006 - 2008

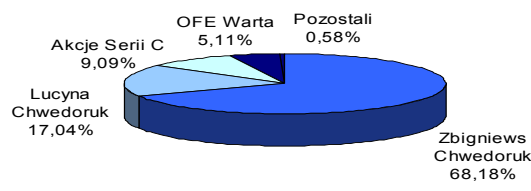
(mln PLN)	2Q 2009P	2Q 2008	zmiana	1H2009	1H2008	zmiana	2006	2007	2008	2009*	2010*
Przychody	109,1	94,3	15,7%	153,7	176,8	-13,1%	256,5	308,4	312,0	310,0	350,0
EBITDA	3,7	2,7	37,0%	5,2	3,9	33,3%	12,4	13,3	6,6	10,0	15,5
marża	3,4%	2,9%	-	3,4%	2,2%	-	4,8%	4,3%	2,1%	3,2%	5,0%
EBIT	3,4	2,5	36,0%	4,6	3,5	31,4%	11,9	12,5	5,7	9,5	15,0
Zysk brutto	3,5	2,3	52,2%	4,8	3,1	54,8%	11,5	12,0	5,1	9,8	15,8
Zysk netto	2,7	1,9	42,1%	3,8	2,5	52,0%	9,3	9,7	3,9	8,0	12,0

Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

*Prognozy zarządu Drop S.A.

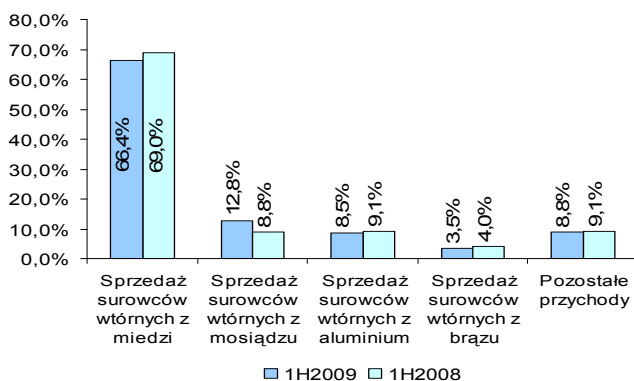
Akcjonariat przed emisją akcji serii C

■ Zbigniews Chwedoruk ■ Lucyna Chwedoruk ■ OFE Warta ■ Pozostali

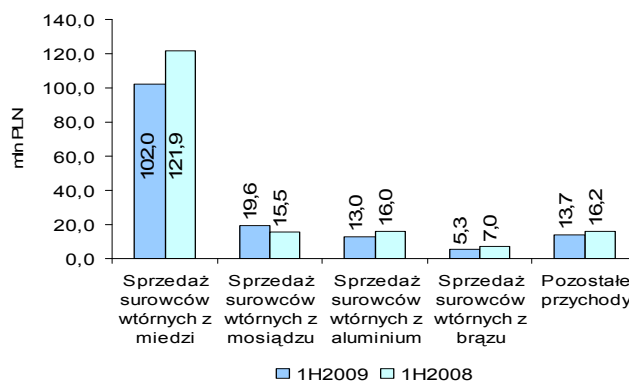
Akcjonariat po emisji akcji serii C

■ Zbigniews Chwedoruk ■ Lucyna Chwedoruk
■ Akcje Serii C ■ OFE Warta
■ Pozostali

Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Struktura przychodów ze sprzedaży w 1H2009 i 1H2008

■ 1H2009 ■ 1H2008



■ 1H2009 ■ 1H2008

Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Podstawowa działalność Spółki

Rynek, na którym działa Drop S.A. uzależniony jest od koniunktury w przemyśle i budownictwie (są największym dostawcą odpadów metali i jednocześnie największym odbiorcą wyrobów z metali) oraz cen metali notowanych na LME. Obecnie głównym źródłem przychodów Spółki jest sprzedaż surowców wtórnych z miedzi (prawie 70% przychodów), mosiądzu (ok. 13%), aluminium (8,5%), brązu (3,5%) oraz gospodarka odpadami (ok. 9%). Schemat organizacyjny Spółki opiera się na 6 centrach pozyskania surowców wtórnych na obszarze całego kraju (Warszawa, Wrocław, Poznań, Mysłowice, Gdynia, Łódź) oraz centrali, która zajmuje się procesami koordynacji sprzedaży i kontroli.

Surowiec dostarczany jest do centrów przez kilkaset mniejszych, niezależnych dostawców z całego kraju, gdzie następnie jest badany, wyceniany i segregowany. Cena dla dostawcy jest oparta na cenie bazowej danego metalu notowanego na LME minus marża. Cena ta jest uaktualniana przez centra kilka razy dziennie. Wykorzystując swoją pozycję na rynku polskim oraz kompleksowość oferty, Spółka może wynegocjować lepsze ceny surowców dostarczanych przez dostawców. Przejawia się to w tym, że dostawca z reguły dostarcza zróżnicowany asortyment surowcowy do Spółki i ze względów logistycznych oraz kosztów z tym związanych nie selekcjonuje asortymentu dostarczając go odpowiednio do odbiorcy, który za dany surowiec zapłaci najlepszą cenę. Tym samym Spółka płacąc korzystniejszą cenę za jeden surowiec, równoważy to niższą ceną dla dostawcy w przypadku innego surowca. Ponadto, ze względu na obecność Spółki na polskim rynku od wielu lat dostawcy mają pewność płatności, która jest realizowana od razu po dokonaniu dostawy lub w terminie 7 dni od dostawy (wówczas uzyskiwana cena dla dostawcy jest kilka punktów bazowych wyższa). Odbiorcami Spółki są zarówno firmy krajowe jak i zagraniczne, niemniej sprzedaż eksportowa stanowi niespełna 21% sprzedaży ogółem. Wśród nich są głównie huty, odlewnie, zakłady przemysłowe i w przypadku sprzedaży eksportowej również firmy handlowe. Do największych odbiorców Spółki należą takie firmy jak, np. KGHM (39%), AC Steel Sp. z o.o. (17%) oraz Nord Schrott (14%), przy czym spółka AC Steel Sp. z o.o. pełni *de facto* rolę pośrednika pomiędzy Spółką Drop S.A. a KGHM Polska Miedz. 60% udziałów w spółce AC Steel Sp. z o.o. przypada przewodniczącemu Rady Nadzorczej Dropu Panu Markowi Suchowolcowi i 40% jednemu z głównych akcjonariuszy Spółki Drop S.A. Pani Lucynie Chwedoruk. Współpraca pomiędzy Spółką Drop S.A. a AC Steel Sp. z o.o. jest oparta o umowę ramową, która przewiduje, że maksymalna marża jaką może zrealizować AC Steel na pośrednictwie nie może przekraczać 0,75% wartości netto surowca wtórnego. Co do zasady umowy negocjowane są pomiędzy centralą Spółki a konkretnym odbiorcą. Logistyka pozostaje w gestii danego centrum i konkretnego odbiorcy. Cena negocjowanych umów pomiędzy Spółką a odbiorcą zależna jest, jak w przypadku pierwszym, od cen metali notowanych na LME minus marża. Ceny są negocjowane z odbiorcami na bieżąco, a w przypadku największego odbiorcy - KGHM, gdzie obowiązuje umowa ramowa, ceny są negocjowane codziennie.

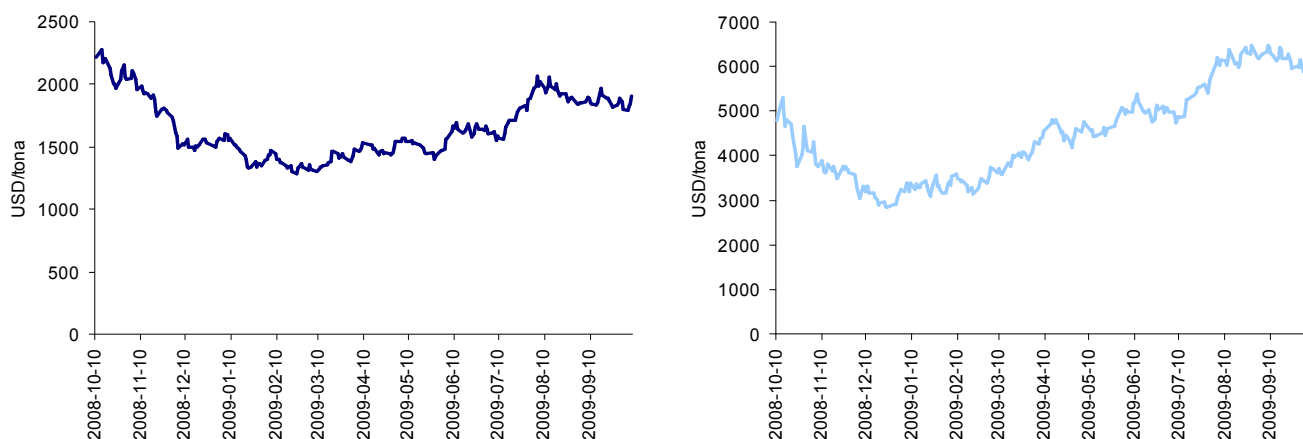
Pomimo, największego udziału w strukturze przychodów Spółki segment pozyskiwania i hurtowej sprzedaży surowców wtórnych jest segmentem, w którym trudno jest utrzymać wysokie marże, które w dużym stopniu zależą od ceny metali notowanych na LME. Dlatego też zarząd Spółki chce realizować filozofię kompleksowości świadczonych usług przyjął strategię rozwoju opartą na zaangażowaniu się w nowy obszar działalności, tj. kompleksową obsługę firm związaną z zarządzaniem odpadami i recyklingiem. Obszar ten w ciągu najbliższych kilku (3-5) lat ma się stać przeciwwagą dla dotychczasowej podstawowej działalności Spółki.

Marże brutto ze sprzedaży w segmencie przerobu surowców w 2008 rok

Miedź	3%
Aluminium	8%
Mosiądz	3%
Brąz	7%
Ołów	10-12%
Pozostałe	10%

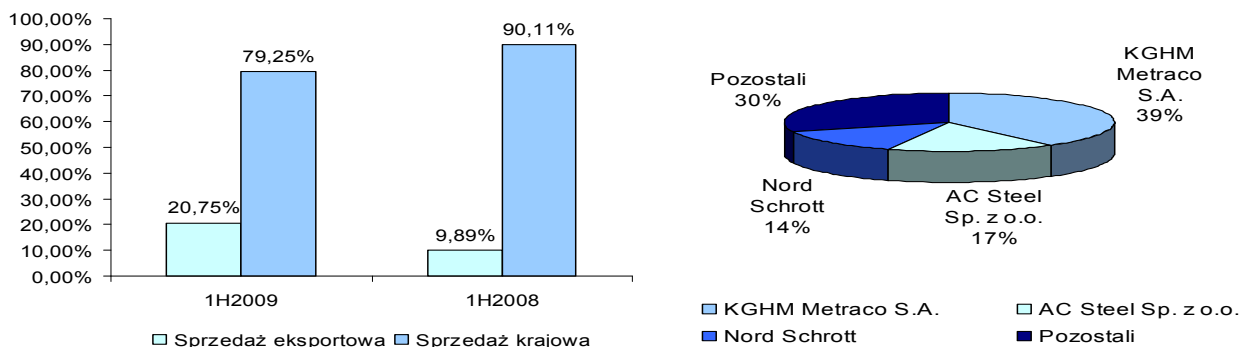
Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Ceny aluminium (lewy) i miedzi (prawy) notowane na LME w okresie październik 2008 - październik 2009



Źródło: Bloomberg, opracowanie DI BRE

Struktura geograficzna sprzedaży Spółki oraz główni odbiorcy (udział w sprzedaży Spółki)



Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Cele strategiczne Spółki na lata 2010-2011

- Kompleksowa obsługa przedsiębiorstw w zakresie gospodarki odpadami (organizacja logistyczna i formalna - przygotowanie niezbędnej dokumentacji);
- Zdobycie 10% rynku w obszarze zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych;
- Utworzenie sieci zbiórki i przerobu makulatury;
- Utrzymanie pozycji lidera w zakresie surowców wtórnych z metali kolorowych;

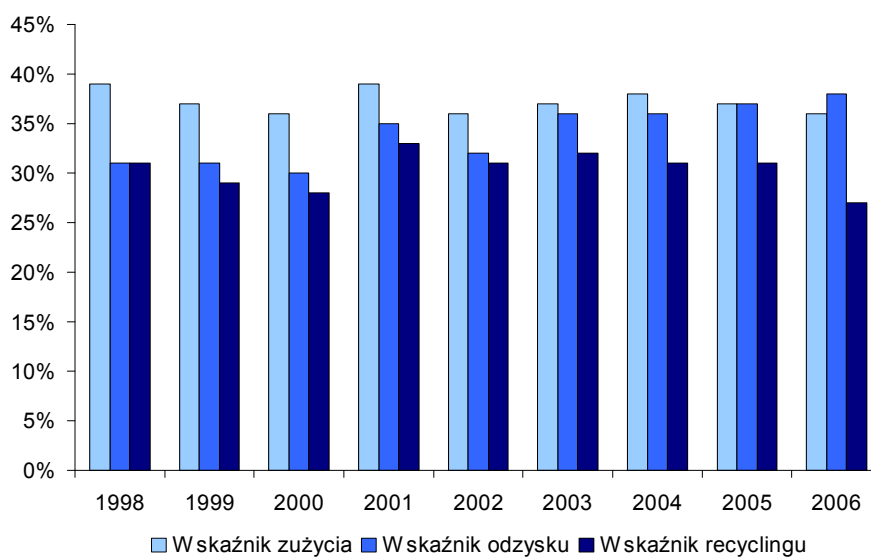
Strategia Spółki a regulacje prawne

Spółka w swojej strategii rozwoju zamierza rozszerzyć dotychczasową działalność o przerób makulatury i plastiku oraz sprzętu elektronicznego i elektrycznego. Strategia ta uzasadniona jest przepisami, które regulują ten obszar działalności. Rynek ten działa w oparciu o kilka ustaw i rozporządzeń krajowych oraz regulacje UE. Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku o odpadach, wprowadziła obowiązek przygotowania planów gospodarki odpadami (Rada Ministrów w lipcu bieżącego roku przyjęła nowelizację ustawy o odpadach, która wejdzie w życie z dniem 1 stycznia 2010 roku), ustawa z dnia 11 maja 2001 roku o obowiązkach przedsiębiorców w zakresie gospodarowania niektórymi odpadami oraz opłacie produktowej i opłacie depozytowej nakłada na przedsiębiorców obowiązek zapewniania odzysku, a w szczególności recyklingu odpadów opakowaniowych i użytkowych (określając poziomy recyklingu, np. w przypadku opakowań aluminiowych od 41% do 50% w latach 2008-2014). Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym reguluje zasady sprawozdawczości dotyczące odzysku i recyklingu przez przedsiębiorstwa wprowadzające sprzęt oraz określa poziomy odzysku, które powinny być realizowane. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 94/62/WE z dnia 20 grudnia 1994 roku w sprawie opakowań i odpadów opakowaniowych określa cele odzysku i recyklingu jakie Polska musi osiągnąć w poszczególnych latach w stosunku do opakowań z tworzyw sztucznych i metali. Co więcej Polska w 2004 roku w czasie wejścia do Unii Europejskiej zobowiązała się ograniczyć o jedną czwartą ilość śmieci wyrzucanych na wysypiska do 2010 roku. Jeżeli nie uda się osiągnąć tego celu, a zdania ekspertów są zgodne, że dotrzymanie tego zobowiązania jest niewykonalne, Polska będzie musiała zapłacić kary szacowane na 0,25 mln EURO dziennie. Średnio Polska wytwarza ok. 12 mln ton śmieci, czyli średnio tyle samo co mieszkańcy innych Państw Unii. Jednak w krajach „starej UE” 90% odpadów jest przetwarzanych, podczas gdy w Polsce 95% śmieci trafia na wysypiska.

Drop S.A. jako organizacja odzysku i przerobu makulatury i plastiku jest pośrednikiem pomiędzy producentem makulatury (np. duże sieci sklepów typu Tesco), a firmą produkującą papier (np. Mondi Świecie). Do tej pory Spółka ma podpisanych kilka umów ramowych z firmami z okolic Łodzi (tam mieści się linia do przerobu makulatury), jednak spora część umów podpisywana jest na bieżąco. Umowy ramowe podpisywane są z reguły na jeden miesiąc lub pół roku z miesięcznym terminem odstąpienia od umowy. Głównymi dostawcami makulatury są Tesco, E. Leclerc i Obi oraz kilkunastu mniejszych dostawców. Miesięcznie Spółka zbiera ok. 1 tys. ton makulatury (dla porównania lider rynku zbiera ok. 15 tys. ton miesięcznie). Ceny dla dostawcy zależą od cen makulatury (obecnie średnio ok. 270 PLN - 300 PLN za tonę) oraz od terminu płatności. Z reguły płatność dla dostawcy wynosi od 7 do 14 dni (w takim czasie spółka otrzymuje należności od odbiorcy). Spółka może wynegocjować korzystniejszą cenę jeśli płatność jest dokonywana w momencie odbioru towaru. Po wyselekcjonowaniu, przerobieniu i zbelowaniu zebranej makulatury Spółka sprzedaje gotowy produkt głównie do firm produkujących papier. W przypadku Drop S.A. odbiorcą jest prawie w 100% spółka Polpak Karton. Aby zdywersyfikować liczbę znaczących odbiorców i zwiększyć udział w rynku Spółka, musi sukcesywnie otwierać nowe linie do przerobu makulatury oraz zwiększać ilość zbieranej makulatury. Tacy odbiorcy jak Mondi Świecie (odbiera ok. 50 tys. ton makulatury w ciągu miesiąca) czy IP Kwidzyn (ok. 12 ton na miesiąc) korzystają głównie z firm o wysokim wskaźniku zbieralności makulatury, jak np. Stena (15 tys. ton miesięcznie) czy Stora (10 tys. ton miesięcznie). Drop jak do tej pory miesięcznie zbiera ok. 1 tys. ton makulatury.

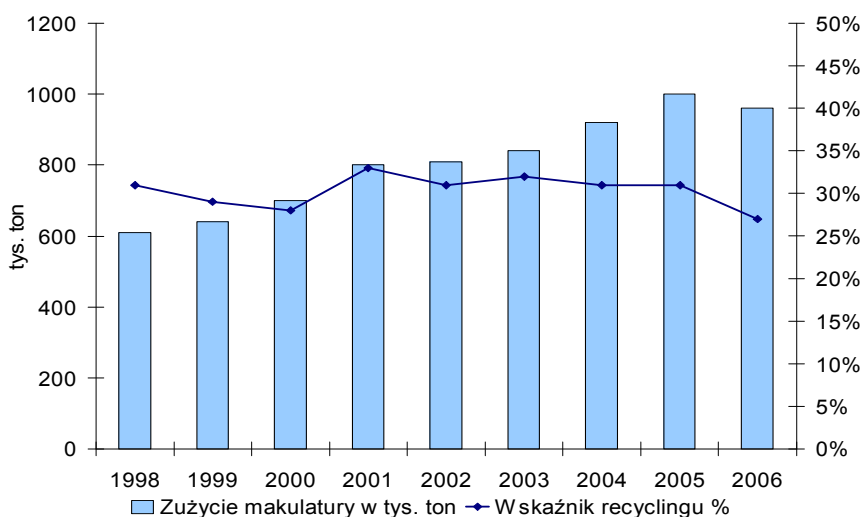
Cena dla odbiorcy jest oparta o ceny rynkowe makulatury minus marża. Marże wahają się od kilkunastu do nawet 100%. Średnio marża waha się w przedziale od 20% do 25%. Poziom generowanej marży jest uzależniony od cen makulatury w Polsce i w Europie oraz kosztów transportu. Koszty transportu stanowią ok. 1/6 kosztów ogółem. Średnio miesięcznie Spółka wysyła 50 tirów (20 ton przypada na jednego tira, a koszt jednej wysyłki oscyluje w granicach od 30 PLN do 50 PLN za tonę). Spółka korzysta z wielu różnych firm transportowych operujących na rynku kierując się przy ich wyborze kryterium ceny (w przypadku transportu wyrobów z przerobu surowców wtórnych miedzi, aluminium czy ołowiu Spółka korzysta z reguły z 2 -3 sprawdzonych przewoźników – jest to spowodowane wartością przewożonego towaru).

Wskaźnik zużycia, odzysku i recyklingu w Polsce w latach 1998-2006



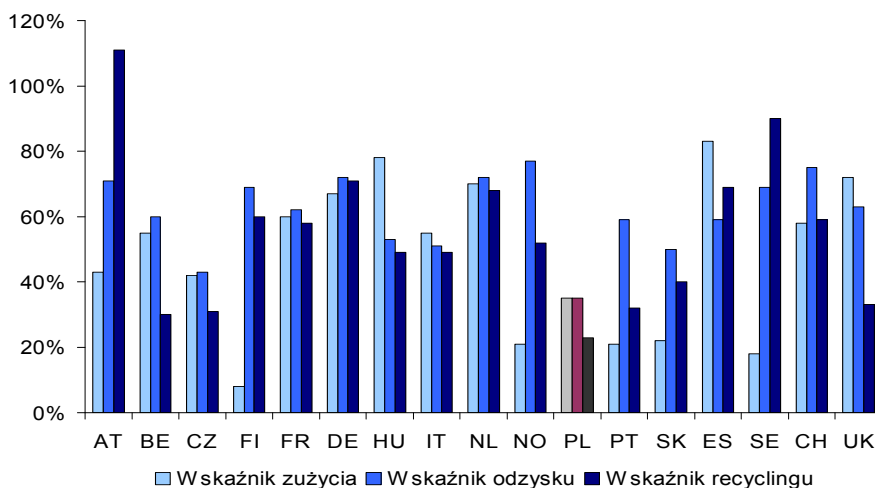
Źródło: Rynek odpadów z papieru i tektury w Polsce na tle krajów europejskich - Zbigniew Fornalski - Przegląd Papierniczy Nr 63, październik 2007, opracowanie DI BRE

Zużycie makulatury i wskaźnik recyklingu w Polsce w latach 1998-2006



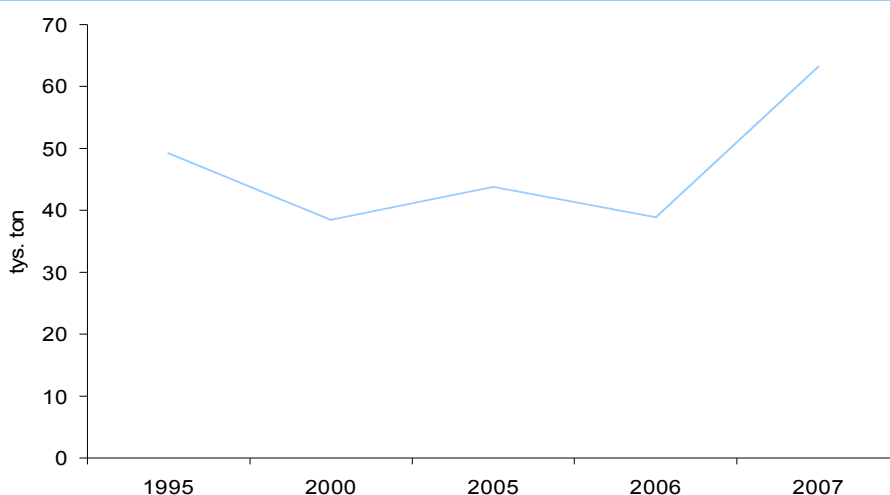
Źródło: Rynek odpadów z papieru i tektury w Polsce na tle krajów europejskich - Zbigniew Fornalski - Przegląd Papierniczy Nr 63, październik 2007, opracowanie DI BRE

Wskaźnik zużycia, odzysku i recyklingu w krajach Europy



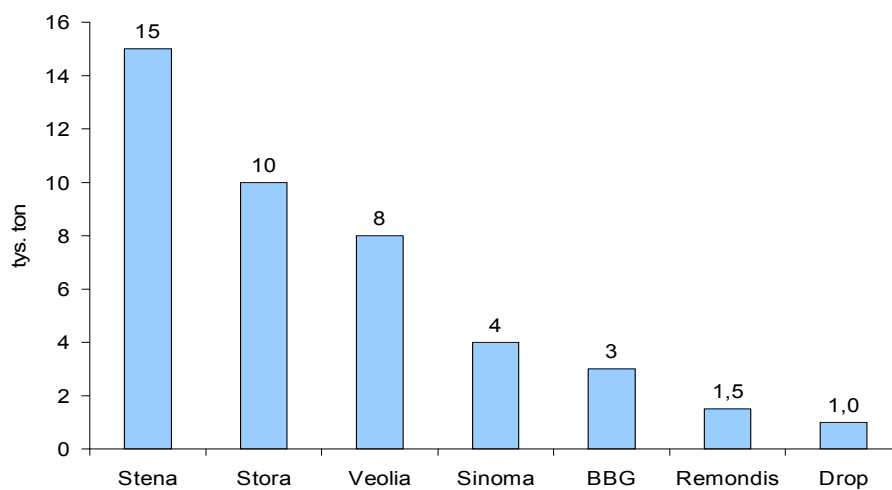
Źródło: Rynek odpadów z papieru i tektury w Polsce na tle krajów europejskich - Zbigniew Fornalski - Przegląd Papierniczy Nr 63, październik 2007, opracowanie DI BRE

Zapasy makulatury ogółem w Polsce w latach 1995-2007



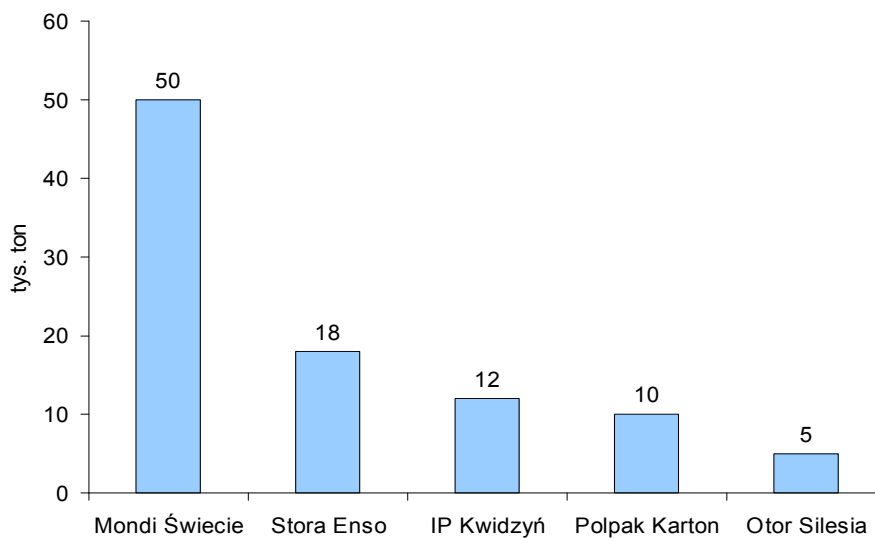
Źródło: GUS, opracowanie DI BRE

Największe firmy zbierające papier (dane w tonach w skali miesiąca)



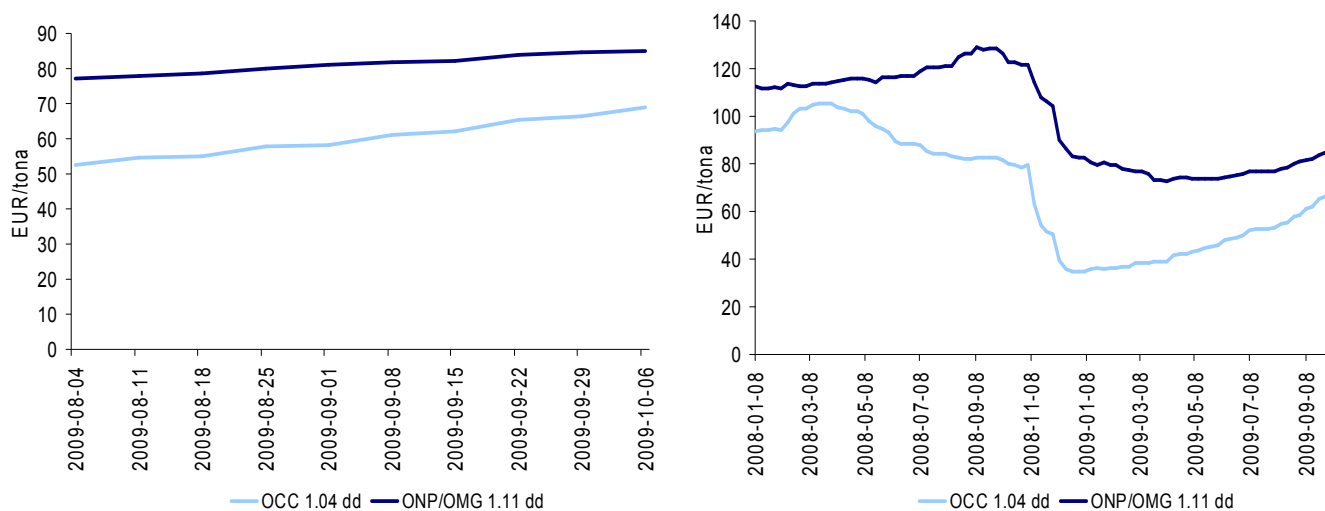
Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Najwięksi odbiorcy makulatury w Polsce (dane w tonach w skali miesiąca)



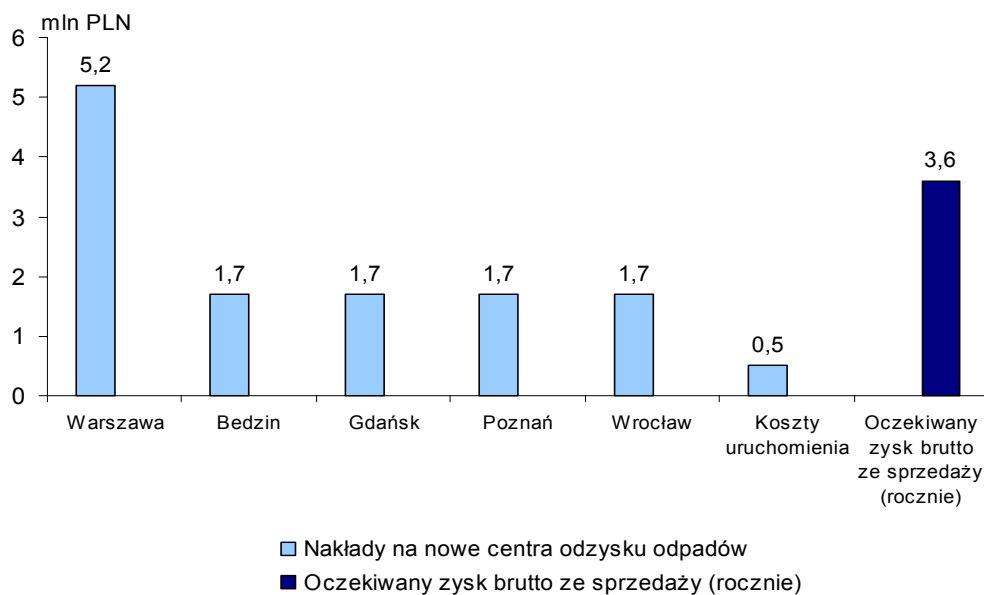
Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Indeks cenowy makulatury kartonowej w okresie sierpień - październik 09 (lewy) i w latach 08-09 (prawy)



Źródło: www.foex.fi; Bloomberg; opracowanie DI BRE

Nakłady i oczekiwany zysk z inwestycji w centra przerobu makulatury i plastiku



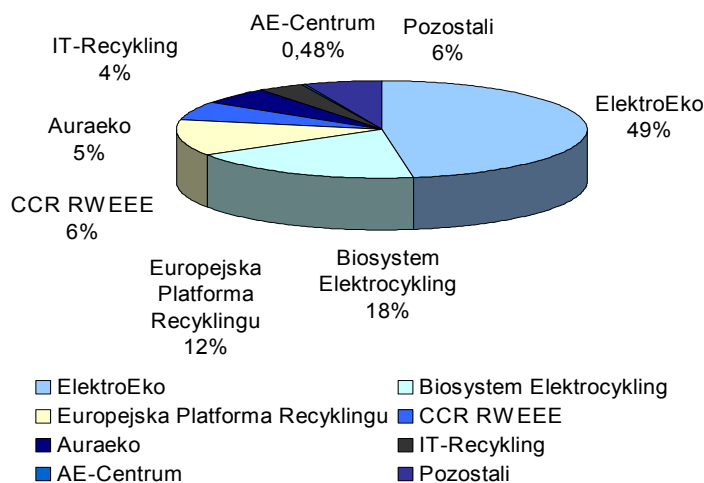
Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

Plany Spółki na tle rynku sprzętu elektrycznego i elektronicznego w Polsce

Realizacja strategii Spółki w dalszym etapie rozwoju przewiduje zdobycie 10% rynku w obszarze zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Tak jak w przypadku centrów odzysku i przerobu makulatury strategia ta wpisuje się w ramy regulacji prawnych, które nakładają na producentów sprzętu elektrycznego i elektronicznego określone obowiązki. Zgodnie z przepisami unijnymi firmy powinny zbierać 4kg starego sprzętu w przeliczeniu na jednego mieszkańca, w przeciwnym razie zostaną nałożone kary (w ubiegłym roku zebrali niecałe 1,5 kg - dane Głównego Inspektoratu Środowiska). Ustawowe kary wynoszą od tego roku 1,8 PLN za każdy nie zebrany kilogram, a opłaty za usługi takich firm jak Drop S.A. wynoszą średnio od 0,40 PLN do 0,60 PLN za kilogram. Producenci sprzętu AGD jak, np. Zelmer tylko w tym roku na recykling sprzętu AGD wydadzą ok. 2 mln PLN (w zeszłym roku na ten cel przeznaczono tylko 0,3 mln PLN). Amica podaje, że na recykling w tym roku wyda 4 mln PLN, a w przyszłym 5 mln PLN. Ze względu na względnie niedużą konkurencję (na rynku tym działa tylko kilkanaście przedsiębiorstw) oraz ustawowe wymogi, które zmuszają firmy do zwiększonych wydatków na recykling, Drop S.A. ma szansę na zdobycie 10% rynku w najbliższych 3 latach. Aby jednak zdobyć te 10% rynku Spółka będzie musiała odebrać sporą część klientów liderowi w tym segmencie, tj. ElektroEko, które ma prawie 50% rynku.

Przerób sprzętu AGD/RTV powinien ruszyć w 1H2010 roku. W chwili obecnej Spółka stara się o niezbędne pozwolenia do prowadzenia tego typu działalności. Proces pozyskiwania zużytego sprzętu i jego przerobu będzie realizowany w istniejących już 6 centrach pozyskania surowców wtórnych (Warszawa, Wrocław, Poznań, Mysłowice, Gdynia, Łódź). Taki sposób realizacji tego przedsięwzięcia pozwoli na zoptymalizowanie kosztów (jedynym znaczącym kosztem jest przygotowanie dokumentacji i uzyskanie pozwoleń) oraz spowoduje, że spółka będzie blisko swoich klientów (optymalizacja kosztów logistyki). Jak na razie w powołanej organizacji odzysku są zatrudnieni handlowcy, których zadaniem jest pozyskanie dostawców i odbiorców. Przewagą Dropu na tle innych organizacji odzysku może być to, że Spółka jest firmą przerabiającą zużyty sprzęt, a nie tylko zbierającą, co w oczach dostawców, którzy są ustawowo zobowiązani do odpowiednich poziomów recyklingu jest argumentem przemawiającym za wiarygodnością Spółki. Większość organizacji odzysku działających na polskim rynku to w zasadzie firmy zajmujące się tylko koordynacją i logistyką zebrania zużytego sprzętu i odsprzedania go do firm zajmujących się przerobem. Spółka poza przerobem zebranego sprzętu elektrycznego i elektronicznego będzie również, jak w przypadku innych organizacji odzysku, odsprzedawać go z odpowiednią marżą innym podmiotom zajmującym się przerobem sprzętu w kraju i za granicą (np. kompresory od lodówek są wysyłane przez większość firm do Indii lub Pakistanu gdzie istnieją przedsiębiorstwa o największych mocach przerobowych tego typu sprzętu na świecie i gdzie przy relatywnie niskim koszcie transportu można uzyskać najlepszą cenę). Z ewidencji GIOŚ (Główny Inspektorat Ochrony Środowiska) wynika, że jak na razie Drop posiada 22 podpisane umowy z firmą wprowadzającą sprzęt elektroniczny i elektryczny. Największa umowa pod względem wartości opiewająca na kilkadziesiąt tysięcy złotych zawarta jest z NCR Polska (amerykańska firma wprowadzająca bankomaty na polski rynek). Spółka deklaruje, że ma jeszcze podpisaną mniejszą umowę z firmą Mattel Polska.

Podział rynku między organizacjami odzysku SEE



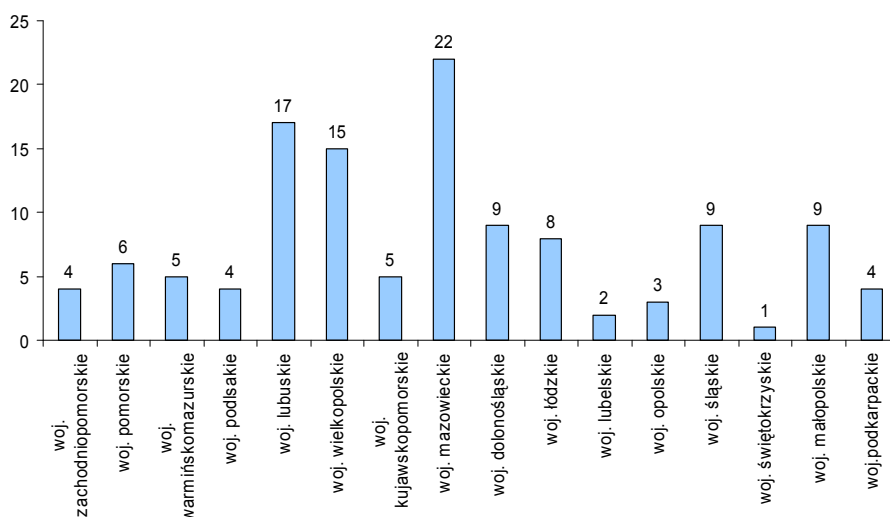
Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużyтым sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Podstawowe dane o rynku sprzętu elektrycznego i elektronicznego i ilość podpisanych umów w 2008 r.

		Organizacja Odzysku	Ilość umów
Ilość wprowadzonego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w tonach	564 179	ElektroEko	210
w tym wielkogabarytowe urządzenia gospodarstw domowych	264 730	Biosystem Elektrocyklung	897
Ilość przedsiębiorstw wprowadzających sprzęt	3 178	Europejska Platforma Recyklingu	134
Ilość zakładów przetwarzania	123	CCR RWEEE	407
Organizacje odzysku SEE	7	Auraeko	401
Poziom zbierania zużytego sprzętu	10%	IT-Recykling	89
Ilość przetworzonego sprzętu w tonach	49 790	AE-Centrum	64
		Drop S.A.*	22

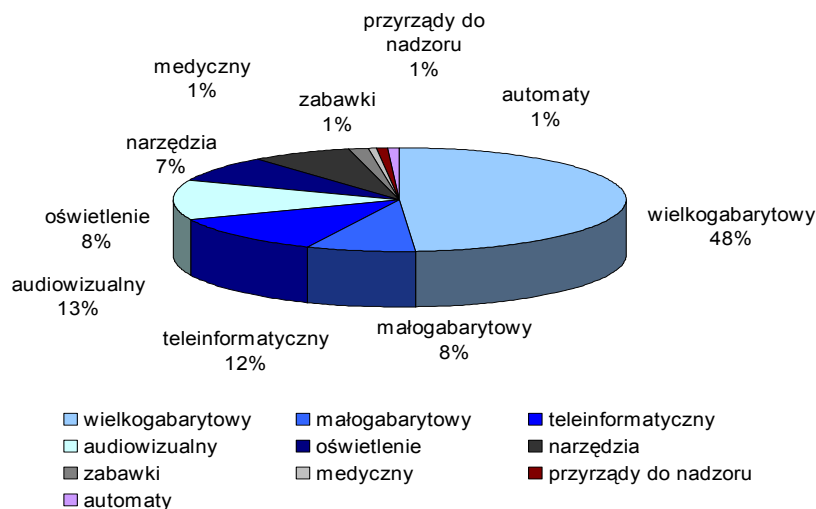
Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE
* Umowy podpisane w 2009 roku (stan na 5 października 2009) - źródło: Drop S.A.

Liczba prowadzących działalność w zakresie przetwarzania z podziałem na województwa



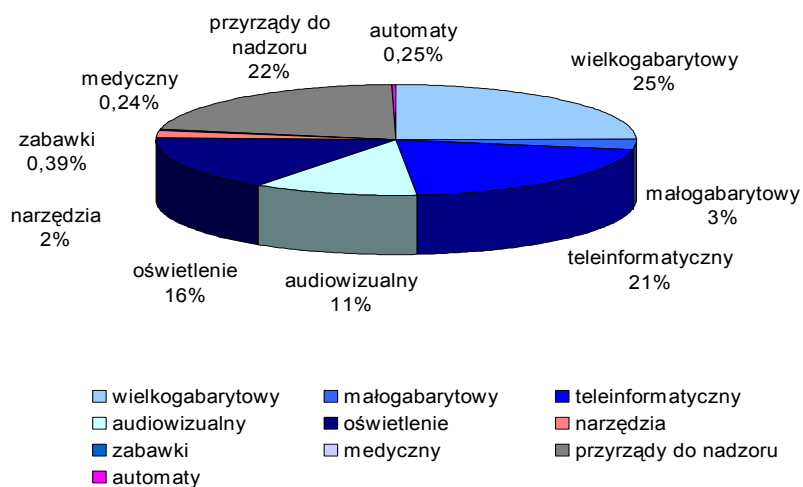
Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Procentowy udział wprowadzonego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w 2008 r. (podział na grupy)



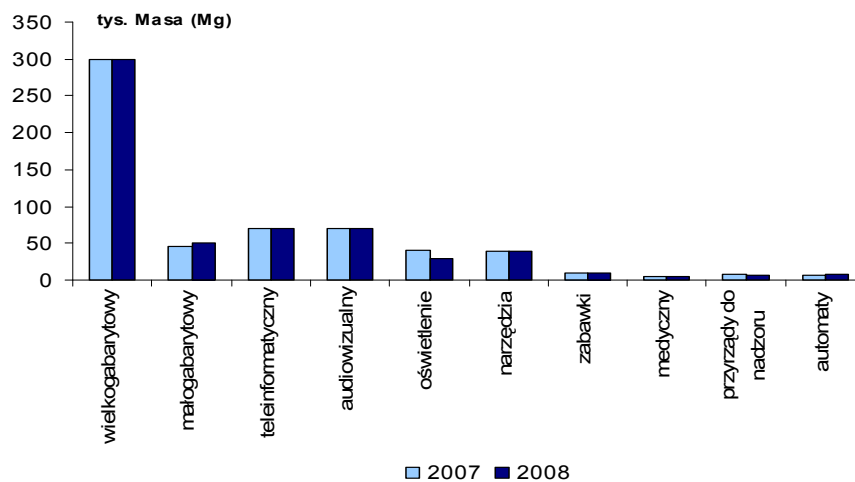
Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Procentowy udział zebranego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w 2008 r. (podział na grupy)



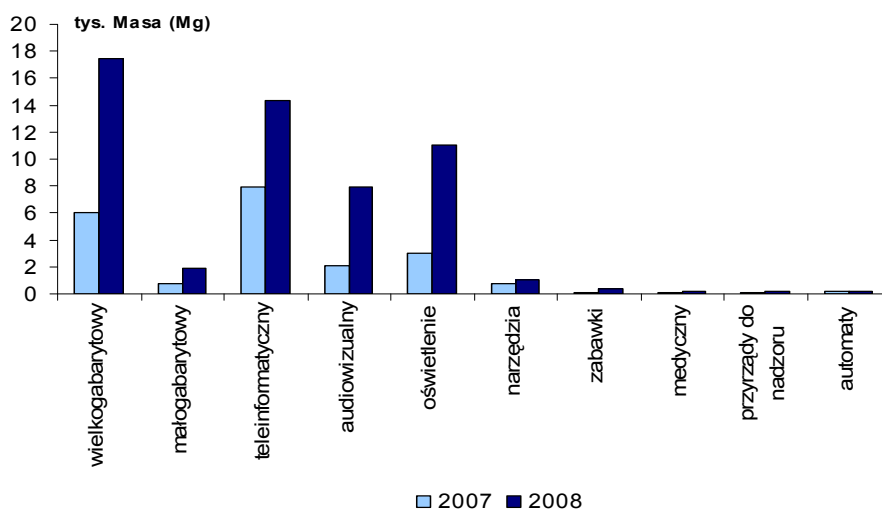
Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Porównanie mas wprowadzonego i zebranego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w 2007 i 2008 r. (podział na grupy)



Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Porównanie mas zebranego i zebranego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w 2007 i 2008 r. (podział na grupy)



Źródło: GIOŚ „Raport o funkcjonowaniu systemu gospodarki użytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym w 2008 roku”, opracowanie DI BRE

Wyniki za 1H2009 i prognozy zarządu na 2009 i 2010

Spółka Drop S.A. w pierwszej połowie 2009 roku osiągnęła przychody w wysokości 153,7 mln PLN vs 176,8 mln PLN w 1H2008 (spadek o 16% w porównaniu z 1H2008). Zysk z działalności operacyjnej wzrósł do 4,6 mln PLN w 1H2009 z 3,5 mln PLN w 1H2008. Zysk netto wyniósł w 1H2009 3,8 mln PLN vs 2,5 mln PLN w 1H2008 (wzrost o 50% r/r). Spółka wykorzystując upadłość spółki Tompol - jednego ze swoich głównych konkurentów rozbudowała sieć pozyskania miedzi oraz zwiększyła uzyskiwane marże, co w konsekwencji przyczyniło się do ograniczenia mocniejszego spadku przychodów oraz polepszenia wyniku operacyjnego i wyniku netto. Gdyby nie rozbudowa sieci i wyższe marże przychody Spółki w 1H2009 stopniały by wprost proporcjonalnie do spadku średnich cen miedzi notowanych w 1H2009 na LME. Spadek średniej ceny miedzi w PLN w 1H2009 vs 1H2008 wynosił 27%, a wyrażonej w USD 50%.

Prognozy zarządu na 2009 rok zakładają zysk netto w wysokości 8,0 mln PLN przy przychodach ze sprzedaży na poziomie 31,0 mln PLN. Wynik na poziomie operacyjnym ma wynieść 9,5 mln PLN. W 2010 roku Spółka zakłada przychody w wysokości 350,0 mln PLN, zysk z działalności operacyjnej na poziomie 15,0 mln PLN, a zysk netto 12,0 mln PLN.

Prognoza zarządu Drop S.A. wyników finansowych na lata 2009 i 2010

Wybrane dane finansowe*	2009	2010
Przychody netto ze sprzedaży	310,0	350,0
EBIT	9,5	15,0
Zysk netto	8,0	12,0

Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

* Istotne założenia prognozy:

- wzrost PKB Polski w 2% w 2009 i 2010 roku
- średnioroczne notowania miedzi LME w USD/t - 5,8 tys. w 2009 i 2010 roku
- średnioroczny kurs walutowy PLN/USD - 2,9
- pozyskanie kilkunastu mln PLN z emisji akcji serii C do końca 2009 roku

Główni odbiorcy Dropu regulują swoje zobowiązania terminowo co nie powoduje zatorów płatniczych. Zasadniczo termin odroczonej płatności wynosi miesiąc, a w przypadku KGHM termin ten wynosi kilka dni. Spółka prowadzi efektywną politykę kosztów osobowych. Tylko 20 osób zatrudnionych jest na umowę o pracę, reszta współpracuje ze Spółką na podstawie umowy o współpracę (są wynagradzani od ilości przerobu lub jak, np. handlowcy na podstawie prowizji od uzyskanej marży).

Wybrane wskaźniki wyceny Spółki

Wskaźniki	2009P*								
	20 PLN	22 PLN	24 PLN	26 PLN	28 PLN	30 PLN	32 PLN	34 PLN	36 PLN
P/E	13,34	14,67	16,00	17,34	18,67	20,00	21,34	22,67	24,00
P/S	0,34	0,38	0,41	0,45	0,48	0,52	0,55	0,59	0,62
EV/EBIDTA	10,40	11,43	12,46	13,49	14,52	15,55	16,58	17,61	18,65
P/BV	3,64	4,00	4,36	4,73	5,09	5,45	5,82	6,18	6,55
P/EBIT	11,23	12,35	13,48	14,60	15,72	16,85	17,97	19,09	20,21

Wskaźniki	2010P**								
	20 PLN	22 PLN	24 PLN	26 PLN	28 PLN	30 PLN	32 PLN	34 PLN	36 PLN
P/E	9,78	10,76	11,74	12,71	13,69	14,67	15,65	16,63	17,60
P/S	0,34	0,37	0,40	0,44	0,47	0,50	0,54	0,57	0,60
EV/EBIDTA	6,77	7,51	8,25	8,98	9,72	10,46	11,20	11,93	12,67
P/BV	3,40	3,74	4,08	4,42	4,76	5,10	5,44	5,78	6,12
P/EBIT	7,82	8,61	9,39	10,17	10,95	11,74	12,52	13,30	14,08

Źródło: Drop S.A., opracowanie DI BRE

*Przy założeniu prognoz zarządu Drop S.A. odnośnie roku 2009 i 2010 oraz długu netto za 1H2009

** Przy liczbie akcji 5 867 703, powiększonej o emisję akcji serii C - 533 427 oraz powiększonej o przewidywany stan środków pieniężnych z nowej emisji akcji w wysokości 10,6 mln PLN

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.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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

Łukasz Dynysiuk tel. (+48 22) 697 47 36
lukasz.dynysiuk@dibre.com.pl
Inne

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.