6 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

Dystrybucja sprzętu IT
Polska

AB

ABEA.WA; ABE.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	**11,55 PLN**
Cena docelowa	**15,13 PLN**
Kapitalizacja	184 mln PLN
Free float	77,2 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,44 mln PLN

Dobre wyniki na horyzoncie

Po dynamicznym blisko 50% wzroście notowań spółki w lipcu osiągnięty został poziom naszej ceny docelowej z poprzedniego raportu. W międzyczasie spółka pokazała bardzo pozytywne wyniki trzeciego kwartału roku obrotowego. Spodziewamy się, że również czwarty kwartał powinien usatysfakcjonować inwestorów dzięki ponad 100% dynamice zysku netto. Rozpoczęty rok obrotowy 2009/10 będzie według nas najtrudniejszy dla spółki w czasie obecnego kryzysu gospodarczego, jednak mimo to AB powinno naszym zdaniem pokazać wynik netto na poziomie przekraczającym 20 mln PLN, co implikuje na ten rok P/E na poziomie 9,2. Daje to ponad 30% dyskonto do porównywalnych spółek. W związku z powyższym podtrzymujemy rekomendację kupuj dla spółki i wyznaczamy nową cenę docelową dla jej akcji na poziomie 15,13 PLN.

Kolejny udany kwartał

Oczekujemy po spółce osiągnięcia bardzo dobrych wyników w ostatnim kwartale roku obrotowego z pozytywną dynamika na przychodach i ponad dwukrotnym wzrostem zysku netto. Głównymi czynnikami tak znacznej poprawy wyników będzie według nas wzrost udziałów w bardziej rentownym od polskiego rynku czeskim oraz zmiana strategii zabezpieczania ryzyka walutowego nastawionej w tej chwili na zabezpieczenie poziomu marż. Przy założeniu realizacji naszych prognoz wskaźnik P/E dla AB na rok 2008/09 wynosi 6,6.

Atrakcyjna wycena mimo trudniejszego roku

Najbliższe 12 miesięcy będzie naszym zdaniem najtrudniejsze zarówno dla sektora dystrybucji IT jak i samego AB. Mimo spodziewanego pogorszenia wyników w tym czasie, na które poza spadkiem sprzedaży złoży się brak pozytywnego wpływu różnic kursowych, które według naszych szacunków podniosły wynik brutto o około 12 mln PLN, spółka powinna osiągnąć wyniki, które implikują pokaźne 30% dyskonto do innych spółek dystrybucji IT. Od roku obrotowego 2010/11 powinno nastąpić odbicie na rynku dystrybucji IT, za którym pójdzie poprawa wyników AB pozwalająca na powtórzenie bardzo udanego roku 2008/09.

Struktura akcjonariatu *

Iwona Przybyło	24,73% / 22,85%
PKO TFI	10,82% / 10,00%
Andrzej Przybyło	8,23% / 15,21%
CU OFE	8,66% / 8,00%
Pioneer Pekao IM	5,68% / 5,25%
Pozostali	41,88% / 38,69%

** udział w kapitale / WZA*

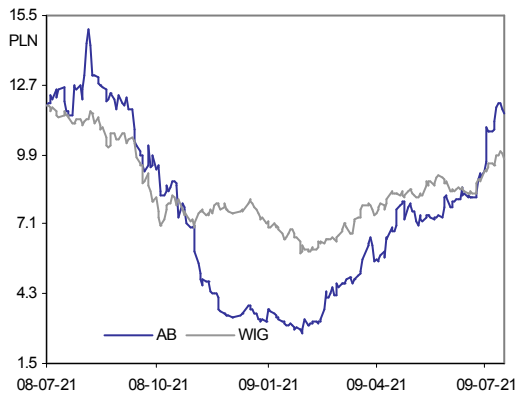
Prezentacja sektora

Zdaniem agencji rynkowych w 2008 roku sprzedano w Polsce ponad 3,7 mln komputerów (z czego 2,1 mln sztuk to laptopy). Dużo gorsze czasy mają nadejść w 2009 roku, kiedy to spodziewany jest w zależności od źródła 3-6% wzrost ilościowy połączony jednak ze spadkiem wartości sprzedaży.

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



(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P
Przychody	1 230,2	3 012,2	2 929,5	2 788,9	2 866,7
EBITDA	16,4	39,5	88,4	40,5	52,0
marża EBITDA	*1,3%*	*1,3%*	*3,0%*	*1,5%*	*1,8%*
EBIT	15,4	35,2	83,1	35,0	46,5
Zysk netto	11,0	16,1	27,7	20,0	23,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	14,0	11,4	6,6	9,2	7,7
P/CE	12,3	9,0	5,6	7,2	6,3
P/BV	1,8	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	12,6	9,8	4,4	8,9	6,7

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

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 raportu.

Dobre wyniki na horyzoncie

Prognozy wyników 4Q2008/09

Oczekujemy, że rekordowy dla AB rok obrotowy zostanie ukoronowany kolejnym bardzo dobrym kwartałem. Główną przyczyną sukcesu spółki będzie ponownie sytuacja na rynku czeskim, gdzie spółka zależna ATC umacnia swoją pozycję konkurencyjną coraz bardziej, zbliżając się do pozycji lidera rynkowego. Wzrost udziałów rynkowych w Czechach powoduje, że mimo spadku wartości wydatków sprzętowych obroty generowane na tamtejszym rynku wciąż rosną, co doprowadzi naszym zdaniem do wzrostu sprzedaży Grupy Kapitałowej nawet mimo niewielkiego spadku sprzedaży na rynku polskim.

Dzięki korekcie strategii zabezpieczeń walutowych oraz rosnącemu znaczeniu wysokomarżowego rynku czeskiego spółce powinno udać się utrzymać wysokie marże brutto na sprzedaży, choć na nieco niższym poziomie niż w ubiegłych kwartałach (7,1% vs 7,4% w 3Q2008/09). W odniesieniu do kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu zakładamy, że powinny się one ukształtować na poziomie zbliżonym do zeszłego kwartału.

Na wysokość salda pozostałej działalności operacyjnej negatywnie wpłynie zmiana sposobu rozliczania stanu zapasów w ATC. Kwotę korekty, którą spółka zaksięguje z tego tytułu szacujemy na około 1,5 mln PLN. Wynik operacyjny spółki sięgnie 7,5 mln PLN, przy 4,3 mln PLN przed rokiem. Na poziomie salda na działalności finansowej niewielki pozytywny wpływ mogą mieć również różnice kursowe wynikające z umacniającego się złotego. W efekcie wynik netto powinien kształtować się na poziomie około 2 mln PLN.

Prognozy wyników AB w czwartym kwartale roku obrotowego 2008/09

(mln PLN)	IVQ08/09P	VIQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana
Przychody	560,0	543,0	3,1%	2929,5	3012,2	-2,7%
EBITDA	9,0	5,7	56,4%	88,4	39,5	123,9%
marża	1,6%	1,1%	-	3,0%	1,3%	-
EBIT	7,5	4,3	74,7%	83,1	35,2	136,0%
Zysk brutto	2,5	1,8	40,1%	39,1	22,2	75,8%
Zysk netto	2,0	0,9	133,2%	27,7	16,1	72,3%

Źródło: AB, szacunki DI BRE Banku SA

Korekta wyników w raporcie półrocznym – rewizja prognoz rocznych

W raporcie półrocznym doszło do istotnej korekty wyników osiągniętych przez spółkę w pierwszych sześciu miesiącach roku, co podniosło wypracowany przez spółkę po trzech kwartałach zysk netto do 25,7 mln PLN. Przyczyną korekty były z jednej strony bonusy posprzedażowe otrzymane przez AT Computers i uwzględnione przez audytora w raporcie półrocznym, które podniosły wynik netto o 3,5 mln PLN, z drugiej zmiana metody wyceny stanu magazynów w czeskiej spółce z FIFO na średnią ważoną, co wpłynęło na zwiększenie stanu zapasów i obniżenie średniej wartości sprzedawanych towarów, przy czym ten drugi czynnik powodował jedynie przesunięcie wyniku i zostanie naszym zdaniem zneutralizowany wynikami czwartego kwartału.

W związku z wprowadzoną w sprawozdaniu półrocznym korektą wyników finansowych oraz po bardzo udanym trzecim kwartale roku obrotowego 2008/09 i znaczącej poprawie udziałów rynkowych na bardziej rentownym rynku czeskim podnosimy nasze założenia dotyczące wyników spółki w roku bieżącym oraz w kolejnych latach. Prognoza przychodów zostaje podniesiona o 8,1% do 2,92 mld PLN. Prognoza zysku operacyjnego zostaje podniesiona o 12,1% do 83,2 mln PLN, a zysku netto o 26,9% do 27,8 mln PLN.

Perspektywy na rok 2009/2010

Dalszy spadek sprzedaży

Oczekujemy, ze najbliższe 12 miesięcy będzie najtrudniejszym okresem dla dystrybutorów informatycznych, w tym dla AB. Ujemna dynamika płac i zatrudnienia wpływać będą na spadek siły nabywczej społeczeństwa, co negatywnie będzie wpływać na wielkość popytu ze strony gospodarstw domowych. Ponadto brak póki co sygnałów świadczących o uruchomieniu większych przetargów na dostawę sprzętu dla administracji państwowej i wobec planowanych znacznych oszczędności sądzimy, że 2010 rok przyniesie dalsze zmniejszenie zamówień z tego sektora. Tym samym w nadchodzącym roku obrotowym oczekujemy dalszego spadku wartości przychodów spółki na rynku polskim. Zakładamy, ze w przyszłym roku przychody z rynku polskiego spadną o 7% w porównaniu do ubiegłego roku.

W przypadku ATC na rynku czeskim uważamy, że spadek wartości tamtejszego rynku powinien być rekompensowany poprzez dalszy wzrost udziałów rynkowych wynikający z osłabnięcia głównego konkurenta: ED' System. Z kolei na rynku słowackim pozytywnie na

wartość rynku sprzętu IT mogą wpływać planowane duże projekty informatyczne, które mają być uruchomione w administracji i które będą wymagały sporych zamówień na infrastrukturę sprzętową. W konsekwencji uważamy, że ATC jest w stanie utrzymać przyszłoroczną sprzedaż na poziomie nieznacznie niższym od ubiegłorocznego (-2%). Ogółem przychody Grupy AB spadną według naszych szacunków o 4,8%.

Przejściowe zmniejszenie marży brutto neutralne dla wyniku

Spodziewamy się, że wraz z odwróceniem się trendu deprecjacyjnego na polskim złotym zmieni się struktura wyników prezentowana przez AB. Aprecjacja złotego spowoduje zacieśnienie marży brutto na sprzedaży, która zostanie zrekompensowana dodatnimi różnicami kursowymi na saldzie działalności finansowej. Przyjęte przez spółkę techniki zabezpieczenia walutowego powodują przy tym, że w długim okresie wpływ różnic kursowych będzie neutralny dla wyniku, w krótkim jednak mogą pojawić się pozytywne odchylenia przy umocnieniu złotego. Według naszych szacunków brak wpływu różnic kursowych obniży wynik brutto w porównaniu do roku 2008/09 o około 12 mln PLN (42 mln PLN dodatnich różnic kursowych marży brutto i 30 mln PLN ujemnych różnic kursowych na poziomie salda na działalności finansowej w roku 2008/09). Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej oczekujemy znacznie niższego ujemnego salda, na które złoży się między innymi brak rezerwy na 7,5 mln PLN z tytułu sporu z Raiffeisenem, która obciąża wynik roku 2008/09. W rezultacie powyższych tendencji oraz spadku sprzedaży spółka zanotuje obniżenie wyniku netto do poziomu 20 mln PLN.

Perspektywy na kolejne lata

Począwszy od roku obrotowego 2010/11 oczekujemy poprawy sytuacji zarówno na rynku dystrybucji sprzętu jak i w samej spółce. Popyt konsumpcyjny ze strony gospodarstw domowych oraz inwestycyjny ze stronny przedsiębiorstw powinien zacząć się odbudowywać. Także budżet 2011 roku powinien być już prostszy do skonstruowania i rośnie szansa pojawienia się dodatkowych pieniędzy na zakup infrastruktury informatycznej dla administracji. Tym samym spółka powinna ponownie wkroczyć w trend wzrostowy jeżeli chodzi o przychody, przy czym CAGR w okresie prognozy wynosi 5,3%. Przy założeniu stabilnego kursu walutowego marża brutto powinna ustabilizować się na poziomie około 6,1%. Wprowadzona modernizacja i automatyzacja systemu magazynowego powinna powodować, że koszty dystrybucji powinny rosnąć w tempie wolniejszym od dynamiki przychodów jednak w naszym modelu zakładamy bezpiecznie, że udział kosztów sprzedaży w przychodach pozostanie w przyszłości niezmieniony. W efekcie już w roku 2010/11 spółka powinna pokazać wynik netto na poziomie 24,0 mln PLN.

Atrakcyjna ewaluacja na tle spółek porównywalnych

Implikowana naszymi prognozami wycena spółki wydaje się atrakcyjna mimo blisko 50% wzrostu kursu w lipcu. Wskaźniki P/E na lata 2009/10 oraz 2010/11 wynoszą odpowiednio 9,2 i 7,7 a zatem dają 30,7% i 32,8% dyskonta do spółek z branży. Nieco gorzej wygląda na wskaźniku EV/EBITDA, ale należy pamiętać, że w wyniku przyjętych przez spółkę metod księgowych (księgowanie różnic kursowych na saldach zobowiązań na poziomie działalności finansowej) aprecjacja złotego zniekształca wyniki na niekorzyść zysku operacyjnego mimo neutralnego wpływu na wynik netto. Dlatego AB notowane jest na tym wskaźniku odpowiednio z 21,0% premią i 1,1% dyskontem do spółek porównywalnych.

Wycena

Podsumowanie wyceny AB

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	216,4	50%	
Wycena porównawcza	228,7	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	277,3	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	180,2	50%	
Średnia	**222,6**		**241,3**
na 1 akcję AB			15,1

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 2017/18.
2. W wycenie stosujemy dług netto oszacowany na koniec roku obrotowego 2008/2009
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 2009/10-2011/12. Ze względu na przesunięty rok obrotowy w spółce wskaźniki konkurencyjnych spółek korygujemy w ten sposób, że przykładowo dla roku 2009/2010stanowią one średnią ważoną 2009 i 2010 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

		EV/EBITDA			P/E		
	Cena	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Avnet		7,4	7,4	6,7	13,2	13,5	11,9
Cellnet Group							
Esprinet		7,3	6,9	6,3	11,9	10,2	8,9
Ingram Micro		6,1	5,4	5,1	15,2	12,3	11,1
Synnex Corporation		7,1	6,7	-	11,2	10,7	9,6
Tech Data		5,8	5,9	5,4	16,4	14,3	12,8
Elektrocomponents PLC		7,5	8,6	8,4	12,1	14,7	13,7
Arrow Electronics PLC		8,2	7,0	6,4	16,0	12,6	10,8
Action		9,0	7,7	6,9	13,3	10,6	9,1
Asbis		5,5	4,4	4,0	-	8,3	5,8
Komputronik		11,7	6,4	5,4	17,7	8,4	6,3
Maksimum		11,7	8,6	8,4	17,7	14,7	13,7
Minimum		5,5	4,4	4,0	11,2	8,3	5,8
Mediana		**7,3**	**6,8**	**6,3**	**13,3**	**11,5**	**10,2**
AB	11,55	**8,9**	**6,7**	**5,7**	**9,2**	**7,7**	**6,4**
premia / dyskonto		21,0%	-1,1%	-8,8%	-30,7%	-32,8%	-36,8%

Model DCF

(mln PLN)	2008/ 2009P	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P
Przychody ze sprzedaży	**2 929,5**	**2788,9**	**2 866,7**	**3106,6**	**3366,5**	**3585,8**	**3747,1**	**3902,5**	**4053,7**	**4205,5**	
zmiana	*-2,7%*	*-4,8%*	*2,8%*	*8,4%*	*8,4%*	*6,5%*	*4,5%*	*4,1%*	*3,9%*	*3,7%*	
EBITDA	**88,4**	**40,5**	**52,0**	**59,6**	**67,6**	**70,9**	**74,0**	**77,1**	**79,8**	**79,3**	
marża EBITDA	*3,0%*	*1,5%*	*1,8%*	*1,9%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*1,9%*	
Amortyzacja	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9	
EBIT	**83,1**	**35,0**	**46,5**	**53,9**	**61,9**	**65,2**	**68,2**	**71,3**	**74,0**	**73,4**	
marża EBIT	*2,8%*	*1,3%*	*1,6%*	*1,7%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,7%*	
Opodatkowanie EBIT	24,1	6,7	8,8	10,2	11,8	12,4	13,0	13,5	14,1	13,9	
NOPLAT	**59,0**	**28,4**	**37,7**	**43,7**	**50,1**	**52,8**	**55,2**	**57,7**	**59,9**	**59,5**	
CAPEX	-24,8	-10,5	-8,5	-7,3	-6,2	-4,9	-4,0	-4,1	-4,3	-5,9	
Kapitał obrotowy	-9,4	11,7	-9,2	-18,9	-29,0	-15,1	-17,5	-16,9	-16,4	-16,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	**30,1**	**35,1**	**25,5**	**23,1**	**20,6**	**38,5**	**39,5**	**42,5**	**45,0**	**43,0**	**43,8**
WACC	*8,3%*	*9,0%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*11,2%*
współczynnik dyskonta	*100,0%*	*92,4%*	*84,7%*	*77,5%*	*71,0%*	*65,1%*	*59,6%*	*54,6%*	*50,0%*	*45,8%*	*41,2%*
PV FCF		32,4	21,6	17,9	14,7	25,1	23,5	23,2	22,5	19,7	
WACC	***8,3%***	***9,0%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***9,2%***	***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	*47,1%*	*41,5%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*37,7%*	*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%*
Wartość rezydualna (TV)	476,2
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	218,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	200,6
Wartość firmy (EV)	418,6
Dług netto	202,2
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	216,4
Liczba akcji (mln.)	16,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	**13,6**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	*8,4%*
Cena docelowa	**14,7**
EV/EBITDA('09/10) dla ceny docelowej	11,2
P/E('09/10) dla ceny docelowej	11,7
Udział TV w EV	52%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	2,0%	**3,0%**	**4,0%**	**5,0%**	**6,0%**
WACC+1,0pp	9,6	10,5	11,6	13,0	14,6
WACC+0,5pp	10,8	11,8	13,1	14,6	16,6
WACC	12,1	13,3	**14,7**	16,5	18,8
WACC -0,5pp	13,5	14,8	16,5	18,6	21,4
WACC -1,0pp	13,6	15,1	17,1	19,6	22,9

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody ze sprzedaży	**1 230,2**	**3 012,2**	**2 929,5**	**2 788,9**	**2 866,7**	**3 106,6**
zmiana	*25,1%*	*144,9%*	*-2,7%*	*-4,8%*	*2,8%*	*8,4%*
Koszt własny sprzedaży	-1 172,8	-2 749,6	-2 704,7	-2 630,1	-2 691,6	-2 915,9
Zysk brutto na sprzedaży	57,3	262,5	224,8	158,9	175,1	190,7
marża brutto na sprzedaży	*4,7%*	*8,7%*	*7,7%*	*5,7%*	*6,1%*	*6,1%*
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-31,5	-206,5	-103,2	-98,8	-101,8	-109,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-10,4	-20,9	-38,6	-25,1	-26,7	-27,3
EBIT	**15,4**	**35,2**	**83,1**	**35,0**	**46,5**	**53,9**
zmiana		*128,5%*	*136,0%*	*-57,8%*	*32,7%*	*16,0%*
marża EBIT	*1,3%*	*1,2%*	*2,8%*	*1,3%*	*1,6%*	*1,7%*
Wynik na działalności finansowej	-2,5	-12,9	-44,0	-10,3	-17,1	-18,6
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**	**39,1**	**24,8**	**29,4**	**35,4**
Podatek dochodowy	-2,0	-6,2	-11,3	-4,7	-5,6	-6,7
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**11,0**	**16,1**	**27,7**	**20,0**	**23,8**	**28,7**
zmiana		*46,4%*	*72,7%*	*-27,7%*	*18,7%*	*20,5%*
marża	*0,9%*	*0,5%*	*0,9%*	*0,7%*	*0,8%*	*0,9%*
Amortyzacja	1,0	4,3	5,4	5,5	5,5	5,6
EBITDA	**16,4**	**39,5**	**88,4**	**40,5**	**52,0**	**59,6**
zmiana		*141,5%*	*123,9%*	*-54,2%*	*28,5%*	*14,5%*
marża EBITDA	*1,3%*	*1,3%*	*3,0%*	*1,5%*	*1,8%*	*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	1,3	1,5	1,8
CEPS	1,0	1,3	2,1	1,6	1,8	2,1

Bilans

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
AKTYWA	**355,9**	**621,0**	**818,1**	**829,9**	**861,6**	**919,2**
Majątek trwały	**28,1**	**110,6**	**130,0**	**135,1**	**138,0**	**139,6**
Rzeczowe aktywa trwałe	27,3	60,4	68,2	70,2	71,4	72,0
Wartości niematerialne i prawne	0,0	21,7	33,4	36,4	38,1	39,1
Wartość firmy	0,0	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Inwestycje długoterminowe	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe aktywa trwałe	0,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Majątek obrotowy	**327,8**	**510,5**	**688,1**	**694,8**	**723,6**	**779,5**
Zapasy	114,1	252,1	259,4	259,4	265,5	287,6
Należności krótkoterminowe	190,0	230,2	417,4	397,3	408,4	434,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	28,1	26,2	9,4	36,1	47,8	55,9
Pozostałe aktywa obrotowe	-4,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
PASYWA	**355,9**	**621,0**	**818,1**	**829,9**	**861,6**	**919,2**
Kapitał własny	**75,9**	**199,2**	**227,0**	**247,0**	**270,8**	**299,5**
Kapitał zakładowy	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Pozostałe kapitały własne	64,2	183,3	211,0	231,1	254,8	283,5
Zobowiązania długoterminowe	**9,1**	**17,8**	**12,4**	**12,4**	**12,4**	**12,4**
Dług	9,1	16,4	11,0	11,0	11,0	11,0
Pozostałe	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania krótkoterminowe	**270,9**	**404,1**	**578,8**	**570,5**	**578,5**	**607,3**
Dług	89,6	211,0	200,7	200,7	200,7	200,7
Zobowiązania handlowe	150,3	161,9	346,9	338,7	346,6	375,5
Pozostałe	30,9	31,2	31,2	31,2	31,2	31,2
Dług	98,8	227,3	211,6	211,6	211,6	211,6
Dług netto	70,7	201,1	202,2	175,5	163,9	155,7
(Dług netto / Kapitał własny)	*93,1%*	*101,0%*	*89,1%*	*71,1%*	*60,5%*	*52,0%*
(Dług netto / EBITDA)	*432,1%*	*509,4%*	*228,7%*	*433,5%*	*314,9%*	*261,5%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
BVPS	6,5	12,5	14,2	15,5	17,0	18,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przepływy operacyjne	**-44,4**	**-146,7**	**23,7**	**37,2**	**20,1**	**15,4**
Zysk netto	11,0	16,1	27,7	20,0	23,8	28,7
Amortyzacja	1,4	4,3	5,4	5,5	5,5	5,6
Kapitał obrotowy	-64,2	-167,1	-9,4	11,7	-9,2	-18,9
Pozostałe	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	**-8,9**	**-85,6**	**-24,8**	**-10,5**	**-8,5**	**-7,3**
CAPEX	-8,8	-85,6	-24,8	-10,5	-8,5	-7,3
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**	**-15,7**	**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	-15,7	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**	**-16,8**	**26,7**	**11,6**	**8,1**
Środki pieniężne na koniec okresu	22,7	26,2	9,4	36,1	47,8	55,9

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007/2008	2008/2009P	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
P/E	14,0	11,4	6,6	9,2	7,7	6,4
P/CE	12,3	9,0	5,6	7,2	6,3	5,4
P/BV	1,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	12,6	9,8	4,4	8,9	6,7	5,7
EV/EBIT	13,7	11,0	4,7	10,3	7,5	6,3
EV/S	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cena (PLN)	11,55	11,55	11,55	11,55	11,55	11,55
Liczba akcji na koniec roku	11,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
MC (mln PLN)	135,1	184,2	184,2	184,2	184,2	184,2
Dług netto	76,1	201,1	202,2	175,5	163,9	155,7
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	211,2	385,4	386,5	359,7	348,1	340,0

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, 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

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 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 stanowić 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	2009-04-30
kurs z dnia rekomendacji	6,55
WIG w dniu rekomendacji	28273,93