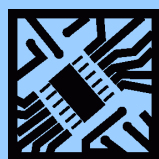


18 września 2009

Aktualizacja raportu


Dystrybucja sprzętu IT
Polska

Cena bieżąca	12,60 PLN
Cena docelowa	14,59 PLN
Kapitalizacja *	216,0 mln PLN
Free float	77,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,25 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%

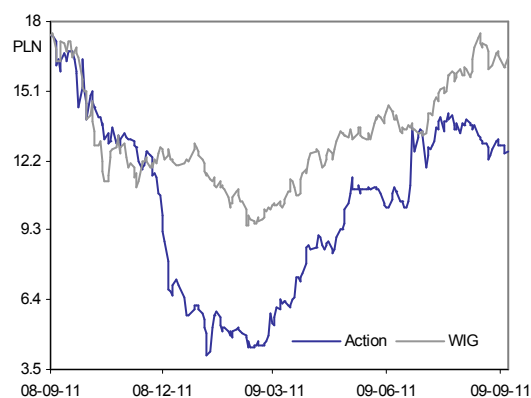
Pozostali	35,86%
-----------	--------

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 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

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

ACT.PW; ACTN.WA

Kupuj

(Podwyższona)

W oczekiwaniu na 2010

Mimo, że zakończony kwartał przyniósł spadek wyniku operacyjnego o ponad 40% to i tak biorąc pod uwagę słabość rynku przetargowego i zmienność kursów walutowych osiągnięte rezultaty stanowią dla nas pozytywne zaskoczenie. Naszym zdaniem cel zarządu zakładający powtórzenie zeszłorocznych osiągnięć może okazać się trudny do zrealizowania, mimo siedemnastu miesięcy jakie potrwa rok obrotowy 2008/09. Na słabości tegorocznych wyników zaważył jednak w dużym stopniu pierwszy kwartał, w którym spółka zanotowała duże straty na niezabezpieczonych saldach zobowiązań walutowych. Był to zatem czynnik o charakterze niepowtarzalnym i skorygowany o to jednorazowe zdarzenie, wynik netto należy ocenić pozytywnie. Stosowana obecnie strategia zabezpieczania ryzyka kursowego daje nadzieje, że podobnie nieudany kwartał już się nie powtórzy i dlatego oczekujemy, że pomimo trudnego otoczenia makroekonomicznego i dalszego spadku przychodów, przyszły rok powinien przynieść poprawę wyników spółki. Spodziewamy się, że Action wypracuje w 2010 roku 21,4 mln PLN, co implikuje wskaźnik P/E na poziomie 10,1, przy medianie dla spółek porównywalnych na poziomie 13,8. Uwzględniając scenariusz poprawy wyników w przyszłym roku wydajemy rekomendację kupuj i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Actionu na poziomie 14,59 PLN.

Wyniki 4Q2008/09 słabsze, ale...

Action zanotował w czwartym kwartale roku obrotowego (kwiecień-lipiec) znaczne pogorszenie wyników ze spadkiem wyniku operacyjnego o ponad 40% włącznie. Źródłem pogorszenia rezultatów był brak przetargów publicznych, które istotnie poprawiały osiągnięcia ubiegłego roku, a także gwałtowne umocnienie złotego, które przy zabezpieczaniu sporej części zobowiązań powodowały nadwyżkę ujemnych różnic kursowych nad dodatnimi. Dodatkowo, na poziom wyników negatywnie wpływały spółki zależne Action Ukraina i Sferis.

... przyszły rok przyniesie poprawę wyników

Mimo, że 2010 rok powinien być nadal bardzo ciężki dla dystrybucji IT to jednak oczekujemy, że Actionowi uda się poprawić rezultaty w porównaniu do zakończonych czterech kwartałów roku obrotowego 2008/09, głównie za sprawą modyfikacji polityki zarządzania ryzykiem kursowym, która zneutralizuje wpływ zmienności kursu złotego na wyniki finansowe (w czterech zakończonych kwartałach roku 2008/09 wpływ różnic kursowych na wynik brutto szacujemy na 9 mln PLN). W kolejnym roku poprawa wyników powinna już płynąć z silniejszego ożywienia na rynku dystrybucji IT.

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P
Przychody	1 797,5	2 343,4	3 136,2	2 122,6	2 306,9
EBITDA	37,7	65,3	62,2	42,8	46,9
marża EBITDA	2,1%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	30,4	57,3	49,2	33,9	37,9
Zysk netto	22,0	33,8	31,2	21,4	24,0
DPS	0,3	1,4	0,4	0,2	0,6
P/E	9,4	6,4	11,1	10,1	9,0
P/CE	7,0	4,8	7,9	7,2	6,6
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,3	5,3	8,3	7,7	7,0

W oczekiwaniu na pogłębienie kryzysu

Sytuacja finansowa

Wyniki 4Q2008/09

Wyniki czwartego kwartału (kwiecień-lipiec) w wydłużonym, siedemnastomiesięcznym roku obrotowym okazały się słabsze od ubiegłorocznych osiągnięć, lecz mimo to lepsze od naszych wcześniejszych oczekiwań. Na poziomie przychodów spółka zaraportowała 430,2 mln PLN przy 582,3 mln PLN przed rokiem. Na skutek zarysowującego się trendu umocnienia złotego istotnie spadła w porównaniu do minionych kwartałów tego roku marża brutto na sprzedaży osiągnięta przez spółkę (w pierwszych trzech kwartałach roku wynosiła 10,9%), jednak wciąż utrzymywała się na poziomie wyższym od ubiegłorocznego (8,4% vs 8,1% w 4Q2007/08). Nieznacznie wyższa marża brutto nie pozwoliła zrekompensować spadku sprzedaży i zysk brutto spadł o ponad 23% do 36,1 mln PLN.

Rozpoczęty w końcu ubiegłego roku program redukcji kosztów obejmujący przede wszystkim Action Ukraina i Sferis pozwolił obniżyć koszty sprzedaży i ogólnego zarządu z 41,5 mln PLN do 32,3 mln PLN, czyli o 22,1%. Mimo to wspomniane wyżej podmioty pozostały nierentowne. Skala strat zrealizowanych przez każdy z tych podmiotów jest nieznana, gdyż spółka podjęła decyzję o niepublicznieniu tych informacji ze względu na prowadzoną restrukturyzację.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +4,4 mln PLN na co wpływ miały przede wszystkim umocnienie złotego i zaksięgowanie z tego tytułu dodatnich różnic kursowych w kwocie 3,7 mln PLN. Pozwoliło to spółce osiągnąć wynik operacyjny na poziomie 8,2 mln PLN wobec 13,8 mln PLN wypracowanych przed rokiem (spadek o ponad 40%).

Saldo działalności finansowej wyniosło -1,3 mln PLN przy -2,5 mln PLN przed rokiem. Wpływ na obniżenie salda mają przede wszystkim niższe koszty odsetkowe spowodowane obniżeniem kapitału obrotowego i znacznym zmniejszeniem stanu zadłużenia netto w spółce ze 139,7 mln PLN do 76,2 mln PLN. Ze względu na znaczne straty Action Ukrainy i Sferisu strata mniejszości wyniosła 1,6 mln PLN, co przy 2,8 mln PLN podatku przełożyło się na zysk netto dla akcjonariuszy na poziomie 5,7 mln PLN, przy 8,5 mln PLN przed rokiem.

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

	IVQ0/09	VIQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana
Przychody	430,2	582,0	-26,1%	3136,2	2343,4	33,8%
EBITDA	10,6	13,8	-22,9%	62,2	65,3	-4,8%
marża	2,47%	2,37%	-	0,0	0,0	-
EBIT	8,2	13,8	-40,7%	49,2	57,3	-14,1%
Zysk brutto	6,9	11,3	-39,1%	40,3	51,1	-21,2%
Zysk netto	5,7	8,5	-33,0%	31,2	33,8	-7,6%

Źródło: Action

Perspektywy na przyszłość

Dalsza redukcja kosztów

Zarząd spółki zapowiada kontynuację redukcji kosztów w Grupie, która ma objąć przede wszystkim nierentowne w tej chwili Action Ukrainę i Asbis. Zdaniem prezesa Bielińskiego w przypadku tych dwóch spółek rozważane są wszystkie możliwości, w domyśle również sprzedaż tych podmiotów. W naszej opinii taki krok jest mało prawdopodobny. Ukraińska spółka może w przyszłości zyskać na oczyszczonym z konkurencji przez kryzys rynku i spółka nie zdecyduje się potraktować dotychczasowych inwestycji jako kosztów utopionych i wyjść z rynku ukraińskiego. Podobnie w przypadku Sferisu: segment detaliczny mocno cierpiący w czasie spowolnienia powinien najdynamiczniej poprawiać wyniki, gdy pojawi się ożywienie gospodarcze, więc Action jeśli już zdecyduje się na sprzedaż tego segmentu to najprawdopodobniej poczeka do początku ożywienia w branży IT tak by uzyskać atrakcyjniejszą cenę. Naszym zdaniem zapowiadane przez zarząd kroki restrukturyzacyjne będą oznaczały drugą falę redukcji zatrudnienia połączonej ze zmniejszeniem powierzchni sprzedażowych w posiadanych sklepach. Nie spodziewamy się, żeby uzyskane w ten sposób oszczędności mogły być równie duże jak osiągnięte przy pierwszej restrukturyzacji. Skalę możliwych oszczędności oceniamy na 1-2 mln PLN kwartalnie.

Perspektywy na 2008/09 rok

Celem zarządu jest osiągnięcie w bieżącym, 17-miesięcznym roku obrotowym wyniku netto porównywalnego z wypracowanym rok wcześniej (33,8 mln PLN). W korzystniejszym otoczeniu rynkowym cel ten byłby realny do osiągnięcia, jednak biorąc pod uwagę postępujący



spadek przychodów w spółce, brak perspektyw dla szybkiej odbudowy rynku przetargowego oraz możliwą kontynuację problemów spółek zależnych uważamy, że założenie to może być trudne do wykonania i w swoich prognozach oczekujemy wypracowania w tym roku 31,3 mln PLN zysku netto. Oczekujemy, że obserwowane w minionym kwartale niższe marże brutto utrzymają się do końca roku obrotowego i zostaną częściowo zrekompensowane różnicami kursowymi na saldzie pozostałej działalności operacyjnej. Skumulowany efekt tych dwóch trendów będzie pozytywny i rentowność operacyjna wzrośnie w końcówce roku obrotowego do około 2,0%, przy 1,4% za pierwsze cztery kwartały.

Perspektywy na rok 2010

Oczekujemy, że rok 2010 może być trudny dla całego rynku dystrybucji, ze względu na brak przetargów publicznych i możliwe osłabienie popytu ze strony gospodarstw domowych, które do tej pory podtrzymywały wartość rynku informatycznego przy ograniczających inwestycje przedsiębiorstwach. Spodziewamy się, że dopiero czwarty kwartał 2010 roku przyniesie pewne ożywienie na rynku pozwalając odrobić część strat w sprzedaży, poniesionych w pierwszych trzech kwartałach. Problemów związanych z popytem nie uniknie również Action, a do problemów rynku polskiego dołożą się też pewnie kłopoty ukraińskiej części Grupy. Prognozujemy, że przychody spółki w 2010 roku będą się nadal obniżać zgodnie ze strategią spółki zakładającą koncentrację na marży. Ze względu na duże spadki zanotowane do tej pory nie sądzimy by mogło dojść do dalszych istotnych spadków obrotu. Szacujemy, że w 2010 roku przychody spadną w porównaniu do zaraportowanych 4 kwartałów roku obrotowego 2008/09 o 1,8%. Duży wpływ na dynamikę będą miały według nas wyniki 4Q2010, kiedy rynek powinien zanotować kilkuprocentową dynamikę.

Mimo oczekiwanego spadku sprzedaży uważamy, że Action powinien poprawić pod względem wyniku operacyjnego osiągnięcie ostatnich czterech kwartałów, kiedy to spółka mocno ucierpiała na skutek dużej zmienności kursów walutowych. Według naszych szacunków spółka poniosła do tej pory w roku 2008/09 około 9 mln PLN strat z tego tytułu (53 mln PLN ujemnych różnic kursowych na saldzie finansowym oraz około 44 mln PLN dodatnich różnic kursowych powiększających wynik brutto na sprzedaży). Oczekujemy, że obecna strategia zabezpieczania ryzyka kursowego powinna zapewnić neutralność wyniku wobec otoczenia walutowego, a co za tym idzie uniknąć zeszłorocznych strat. Szacujemy, że zysk netto spółki wzrośnie w porównaniu do okresu sierpień 2008-lipiec 2009 o 15,7% i wyniesie 21,4 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny Action

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	250,5	50%	
Wycena porównawcza	213,4	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	251,9	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	174,9	50%	
Średnia	231,9		251,4
na 1 akcję Action			14,6

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 2008-2011 przy czym każdemu ze wskaźników przypisana jest waga 50%, przy czym kolejnym latom przypisane zostały kolejno wagi: 25%, 45%, 30%. Wskaźniki za rok 2008/09 ze względu na fakt, że obejmują one 17 miesięcy zostały zannualizowane.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla dystrybutorów IT

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2008/2009P	2010P	2011P	2008/2009P	2010P	2011P
Avnet		7,2	7,7	6,5	13,8	15,0	12,4
Esprinet		7,0	6,4	5,8	12,6	10,8	9,0
Ingram Micro		5,3	4,4	3,8	16,3	12,5	10,4
Synnex Corporation		7,5	6,9	5,9	12,1	11,3	10,1
Tech Data		5,4	5,4	5,0	20,6	15,3	14,1
Elektrocomponents PLC		7,8	9,6	9,4	12,5	17,2	16,3
Arrow Electronics PLC		9,2	7,4	6,9	19,6	14,5	12,5
AB		9,7	6,9	6,0	8,9	7,1	6,2
Asbis		5,4	4,1	3,7	-	8,4	5,8
Komputronik		11,7	6,4	5,4	17,7	8,4	6,3
Maksimum		11,7	9,6	9,4	20,6	17,2	16,3
Minimum		5,3	4,1	3,7	8,9	7,1	5,8
Mediana		7,4	6,6	5,8	13,8	11,9	10,3
Action	12,6	8,3	7,7	7,0	11,1	10,1	9,0
premia / dyskonto		13,0%	15,4%	20,7%	-19,2%	-14,9%	-11,8%



Model DCF

(mln PLN)	2008/2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	3 136,2	2 122,6	2 306,9	2 506,9	2 681,8	2 836,3	2 977,0	3 115,7	3 261,0	3 413,3	
zmiana	133,8%	-32,3%	8,7%	8,7%	7,0%	5,8%	5,0%	4,7%	4,7%	4,7%	
EBITDA	62,2	42,8	46,9	52,8	56,6	60,6	64,4	68,2	69,8	72,6	
marża EBITDA	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	
Amortyzacja	13,0	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	
EBIT	49,2	33,9	37,9	43,7	47,5	51,3	55,1	58,8	60,3	63,0	
marża EBIT	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	
Opodatkowanie EBIT	9,4	6,4	7,2	8,3	9,0	9,8	10,5	11,2	11,5	12,0	
NOPLAT	39,9	27,4	30,7	35,4	38,5	41,6	44,6	47,6	48,8	51,0	
CAPEX	-32,5	-11,4	-10,1	-9,1	-8,3	-8,8	-9,3	-9,7	-10,2	-9,6	
Kapitał obrotowy	55,4	-17,4	-20,8	-16,3	-6,9	-12,1	-11,1	-10,9	-11,4	-12,0	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	75,8	7,5	8,8	19,1	32,4	29,8	33,6	36,4	36,8	39,1	39,9
WACC	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	11,2%
współczynnik dyskonta	97,1%	88,6%	81,0%	74,0%	67,5%	61,7%	56,3%	51,5%	47,0%	42,9%	38,6%
PV FCF	73,5	6,6	7,1	14,1	21,9	18,4	18,9	18,8	17,3	16,8	
WACC	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	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	33,8%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	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)	433,3	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	186,0		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%				
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	213,5	WACC +1,0pp	11,7	12,4	13,3	14,3	15,6				
Wartość firmy (EV)	399,6	WACC +0,5pp	12,6	13,5	14,5	15,7	17,2				
Dług netto	139,7	WACC	13,7	14,6	15,8	17,2	19,0				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	14,8	15,9	17,2	18,9	21,1				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	16,1	17,3	18,9	20,9	23,5				
Wartość firmy	250,5										
Liczba akcji (mln.)	17,2										
Wartość firmy na akcję (PLN)	14,5										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Cena docelowa	15,8										
EV/EBITDA('07) dla ceny docelowej	10,3										
P/E('07) dla ceny docelowej	13,9										
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	2 122,6	2 306,9	2 506,9
<i>zmiana</i>	<i>25,1%</i>	<i>30,4%</i>	<i>33,8%</i>	<i>-32,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>
Koszt własny sprzedaży	1 679,5	2 158,2	2 839,0	1 950,3	2 118,7	2 301,7
Zysk brutto na sprzedaży	118,1	185,2	297,1	172,3	188,2	205,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,2%</i>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	79,0	114,3	164,6	109,3	117,6	126,5
Koszty ogólnego zarządu	22,5	36,5	36,1	27,6	31,1	33,5
Pozostała działalność operacyjna	13,7	22,9	-47,2	-1,5	-1,5	-1,5
EBIT	30,4	57,3	49,2	33,9	37,9	43,7
<i>zmiana</i>	<i>35,0%</i>	<i>88,7%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>-31,2%</i>	<i>11,9%</i>	<i>15,2%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	-6,2	-9,0	-7,1	-7,3	-7,2
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	26,8	30,7	36,5
Podatek dochodowy	6,2	15,2	11,3	5,1	5,8	6,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	2,1	-2,2	0,3	0,8	0,9
Zysk netto	22,0	33,8	31,2	21,4	24,0	28,7
<i>zmiana</i>	<i>38,7%</i>	<i>53,4%</i>	<i>-7,6%</i>	<i>-31,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>19,6%</i>
<i>marża</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>
Amortyzacja	7,3	8,0	13,0	8,9	9,0	9,1
EBITDA	37,7	65,3	62,2	42,8	46,9	52,8
<i>zmiana</i>	<i>29,8%</i>	<i>73,2%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-31,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>12,5%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,1%</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	1,2	1,4	1,7
CEPS	1,8	2,6	2,6	1,8	1,9	2,2

**Bilans**

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	405,6	572,9	515,8	542,6	582,1	622,6
Majątek trwały	99,2	117,4	137,0	139,5	140,6	140,6
Rzeczowe aktywa trwałe	70,7	92,1	107,7	109,7	110,6	110,6
Wartości niematerialne i prawne	15,4	9,0	12,9	13,4	13,6	13,6
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	403,1	441,5	482,0
Zapasy	140,7	173,9	160,7	176,3	191,6	208,1
Należności krótkoterminowe	155,3	269,8	206,2	209,4	233,9	254,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	7,8	8,9	9,0	14,6	13,2	16,9
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	542,6	582,1	622,6
Kapitał własny	144,7	181,2	186,5	202,0	222,5	242,5
Kapitał zakładowy	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe kapitały własne	143,1	179,6	184,9	200,3	220,9	240,9
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	323,4	342,4	362,9
Dług	59,1	133,9	90,4	100,4	100,4	100,4
Zobowiązania handlowe	167,8	239,1	217,8	219,1	238,0	258,5
Pozostałe	24,5	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Dług	67,9	148,6	107,6	117,6	117,6	117,6
Dług netto	60,1	139,7	98,6	103,1	104,4	100,7
(Dług netto / Kapitał własny)	41,6%	77,1%	52,9%	51,0%	46,9%	41,5%
(Dług netto / EBITDA)	159,5%	214,0%	158,5%	241,1%	222,7%	190,9%
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	11,7	12,9	14,1

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-29,3	-53,3	97,4	13,2	13,0	22,4
Zysk netto	22,0	35,9	29,0	21,7	24,8	29,6
Amortyzacja	7,3	8,0	13,0	8,9	9,0	9,1
Kapitał obrotowy	-41,2	-76,3	55,4	-17,4	-20,8	-16,3
Pozostałe	-17,4	-20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-24,0	-21,9	-32,5	-11,4	-10,1	-9,1
CAPEX	-22,8	-21,9	-32,5	-11,4	-10,1	-9,1
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	3,8	-4,3	-9,6
Emisja akcji	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	57,1	80,7	-41,0	10,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-2,5	-4,4	-23,7	-6,2	-4,3	-9,6
Pozostałe	-1,1	-5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,3	0,3	1,1	0,1	5,5	-1,4
Środki pieniężne na koniec okresu	7,8	8,9	9,0	14,6	13,2	16,9

Wskaźniki rynkowe

	2006/07	2007/08	2008/09P	2010P	2011P	2012P
P/E	9,4	6,4	11,1	10,1	9,0	7,6
P/CE	7,0	4,8	7,9	7,2	6,6	5,8
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	7,3	5,3	8,3	7,7	7,0	6,2
EV/EBIT	9,0	6,3	10,5	9,7	8,7	7,5
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Cena (PLN)	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liczba akcji na koniec roku	16,4	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
MC (mln PLN)	206,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	60,1	139,7	98,6	103,1	104,4	100,7
Kapitały udziałowców mniejszościowych	6,9	6,9	9,8	7,6	7,9	8,7
EV (mln PLN)	273,8	149,6	106,2	111,0	113,2	110,3



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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Action

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