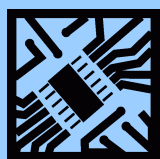




28 września 2010

Aktualizacja raportu

**Dystrybucja sprzętu IT**
Polska

Cena bieżąca	19,70 PLN
Cena docelowa	18,16 PLN
Kapitalizacja *	339,0 mln PLN
Free float	102,0 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,37 mln PLN

* liczba akcji uwzględnia program menedżerski

Struktura akcjonariatu

Piotr Bieliński	27,42%
Olgierd Matyka	21,46%
Wojciech Wietrzykowski	8,53%
Generali OFE	6,66%
Aviva Investors	6,06%

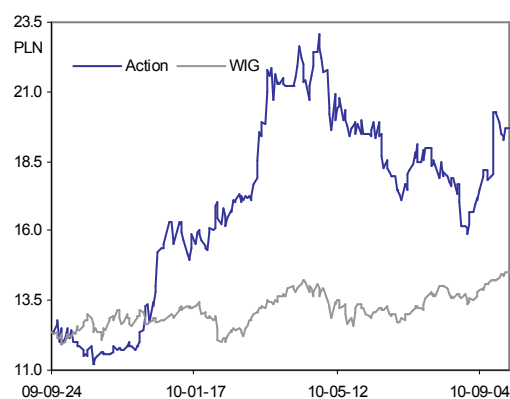
Pozostali 30,05%

Prezentacja sektora

Zdaniem agencji rynkowych w 2009 roku sprzedano w Polsce ponad 2,8 mln komputerów (z czego 1,8 mln sztuk to laptopy), co stanowiło spadek o 23% w stosunku do 2008 roku. W bieżącym roku można się spodziewać niewielkiego odbicia poziomu sprzedaży, przy czym utrzymana zostaje relatywna przewaga laptopów.

Profil spółki

Action należy do czołówki polskich dystrybutorów hurtowych sprzętu IT. Poza komputerami prowadzi również sprzedaż innego asortymentu, przede wszystkim RTV i AGD. Action jest również właścicielem sieci detalicznej Sferis. Strukturę Grupy dopełnia sklep internetowy a.pl handlujący m.in. artykułami spożywczymi, a także gramy.pl, którego główną działalnością jest sprzedaż gier komputerowych.

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

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Action

ACTN.WA; ACT PW

Redukuj

(Obniżona)

Zbytni optymizm w oczekiwaniach 2H

Duże fluktuacje na rynku walutowym przyczyniły się do znaczącego obniżenia wyniku finansowego pierwszego półrocza w Actionie. Uważamy, że straty kursowe tylko w niewielkim stopniu zostaną odrobione w postaci wyższej marży brutto w trakcie drugiego półrocza. Również dalsze cięcia kosztów zapowiadane przez zarząd nie będą miały według nas wystarczającej skali, by w tym roku zrekompensować ubytek zysku z pierwszych sześciu miesięcy roku. Jednocześnie od czasu wydania przez nas na początku września pozytywnej rekomendacji kurs Actionu wzrósł o 12,6% przekraczając wyznaczony przez nas poziom ceny docelowej. Dokonałmy korekty naszej tegorocznej prognozy uwzględniającej poniesione straty z tytułu wyceny sald, co obniża poziom naszej ceny docelowej do 18,16 PLN (poprzednio 18,49 PLN). Implikuje to 7,8% potencjału spadkowego. W związku z powyższym obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne dla akcji Actionu do redukcji.

Wyniki 2Q2010 pod wpływem strat kursowych

Słabe wyniki Actionu za drugi kwartał były przede wszystkim odbiciem niekorzystnych zmian na rynkach walutowych i dużych strat poniesionych na różnicach kursowych (na samym saldzie pozostałej działalności operacyjnej obniżyły one EBIT o 11,1 mln PLN). Pomijając straty na walutach za sukces można uznać wyprowadzenie spółek zależnych na rentowność (stratę przynosił tylko A.pl, jednak było to rekompensowane przez zyski Sferisu i gramy.pl) oraz dynamiczny wzrost przychodów (obroty w 2Q wzrosły r/r o 13,3% do 487,4 mln PLN. Zysk operacyjny drugiego kwartału wyniósł 1,0 mln PLN (-62,3% r/r), a zysk netto 0,1 mln PLN (-99,0% r/r).

Rezygnacja z rozbudowy magazynu

W związku z renegocjacją stawek czynszowych w wynajmowanych magazynach Action zrezygnował z planowanej rozbudowy magazynu w Zamieniu, która według szacunków zarządu miała w okresie 2011-2013 pochłonąć około 100 mln PLN (wkład własny spółki miał wynieść około 40 mln PLN, reszta miała zostać sfinansowana z dotacji unijnych). Rezygnację z rozbudowy magazynu odbieramy pozytywnie, gdyż w naszej opinii niedawno modernizowany obiekt w Zamieniu nie wymaga szybkiej rozbudowy.

Planowana dalsza redukcja kosztów

Po rozpoczęciu w ubiegłym roku obrotowym programie oszczędnościowym zarząd Actionu planuje przeprowadzić dalsze cięcia kosztów, a oszczędności mają powstać m.in. dzięki zmniejszeniu liczby funkcjonujących oddziałów, redukcji o 30% wynagrodzenia zarządu, przejściu najlepiej wynagradzanych pracowników na samozatrudnienie, a także dalszym zmniejszaniu liczby pracowników. Oczekujemy, że łącznie powyższe działania przyniosą około 4,0 mln PLN oszczędności w skali roku.

(mln PLN)	2007/08	2008/09	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 343,4	3 079,4	2 183,1	2 320,1	2 545,5
EBITDA	65,3	49,9	42,9	53,8	59,4
marża EBITDA	2,8%	1,6%	2,0%	2,3%	2,3%
EBIT	57,3	38,0	34,0	44,8	50,3
Zysk netto	33,8	23,3	24,4	32,3	37,3
DPS	0,3	0,0	0,8	0,6	0,8
P/E	10,0	23,3	13,9	10,5	9,1
P/CE	7,5	15,5	10,2	8,2	7,3
P/BV	1,9	1,9	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	7,0	12,4	9,6	7,5	6,7

Wyniki pod znakiem wydarzeń jednorazowych

Sytuacja finansowa

Wyniki 2Q2010 - różnice kursowe pogrążają wynik

Action zaprezentował bardzo słabe wyniki drugiego kwartału, co zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami jest efektem strat, jakie spółka poniosła na różnicach kursowych. Saldo różnic kursowych netto na poziomie pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło 11,1 mln PLN, co było wartością znacznie przewyższającą nasze szacunki (6,0 mln PLN).

Pod względem sprzedaży spółka pozytywnie nas zaskoczyła zwiększając obrót o 13,3% do 487,4 mln PLN. Wynik ten został osiągnięty przy bardzo dobrej marży brutto (9,4%). Wysoka marża brutto jest efektem różnic kursowych, które na poziomie rentowności na sprzedaży pozytywnie przekładały się na osiągane rezultaty. Szacujemy, że około połowy wartości ujemnych różnic z salda finansowego było rekompensowanych przez dodatnie różnice kursowe w kosztach sprzedanych towarów. Szacowana przez nas skorygowana marża brutto wyniosła zatem 8,3% i była zbliżona do średniej rentowności ostatnich kwartałów.

Koszty ogólne działalności sięgnęły 32,7 mln PLN i były nieco wyższe niż nasze wcześniejsze szacunki (31,2 mln PLN). Bardzo wysokie było ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło 12,3 mln PLN. Poza wspomnianymi wyżej różnicami kursowymi na saldzie na pozostałej działalności operacyjnej spółka zaksięgowała 1,2 mln PLN odpisu aktualizującego wartość należności. W konsekwencji wynik operacyjny drugiego kwartału wyniósł zaledwie 1,0 mln PLN wobec 8,2 mln PLN przed rokiem i 6,3 mln PLN naszych oczekiwań.

Saldo na działalności finansowej było zbliżone do naszych prognoz (-1,0 mln PLN wobec -1,1 mln PLN naszych założeń). Niższy od naszych oczekiwań był natomiast podatek dochodowy (praktycznie brak obciążenia fiskalnego w okresie, podczas gdy oczekiwaliśmy 1,1 mln PLN zaksięgowanego podatku). Strata mniejszości była zgodna z oczekiwaniami, co ostatecznie przełożyło się na 0,1 mln PLN zysku netto (vs. 4,3 mln PLN naszej prognozy).

Wyniki finansowe Grupy Action w 2Q2010

(mln PLN)	2Q2010	4Q08/09	zmiana	2Q2010P	wyniki vs. prognoza	2010P	2008/09	zmiana
Przychody	487,4	430,2	13,3%	469,2	3,9%	2183,1	3079,4	-29,1%
EBITDA	4,0	10,6	-62,3%	9,1	-55,9%	42,9	49,9	-14,0%
marża	0,82%	2,47%	-	1,94%	-	1,97%	1,62%	-
EBIT	1,0	8,2	-87,4%	6,3	-83,6%	34,0	38,1	-10,6%
Zysk brutto	0,0	6,9	-99,9%	5,2	-99,8%	30,1	31,8	-5,2%
Zysk netto	0,1	5,7	-99,0%	4,3	-98,7%	24,4	23,3	4,7%

Źródło: Action, szacunki DI BRE Banku SA

Perspektywy na przyszłość

Kontrakt na dostawę sprzętu w ramach ZMOKU

Oferta Actionu została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu organizowanym przez CPI MSWiA na dostawę sprzętu w ramach aplikacji Zintegrowanego Modułu Obsługi Końcowego Użytkownika (projekt pl.ID). Action wygrał przetarg w zakresie II i III części zamówienia, co oznacza, że spółka dostarczy 20 tys. kart inteligentnych z interfejsem dualnym oraz 20 tys. czytników kart inteligentnych. Kontrakt jest konsekwencją umowy ramowej jaką Action i 9 innych podmiotów podpisał z CPI MSWiA w kwietniu tego roku. Oferta Actionu wynosiła 26,77 mln PLN brutto (około 21,9 mln PLN netto), podczas gdy najniższe oferty sięgały 22-23 mln PLN brutto (Incom 22,51 mln PLN, Integrit 23,12 mln PLN). Tak istotna różnica w wartości ofert mogłaby więc implikować dość dobrą marżę na wykonanej dostawie. W rzeczywistości jednak Action ma wykonywać powyższe zamówienie w ramach konsorcjum i we własnym zakresie dostarczy zaledwie 3-4 tys. urządzeń brzegowych. Tym samym wpływ kontraktu na wyniki spółki będą mocno ograniczone (około 4,0 mln PLN przychodów).

Transakcja na udziałach w a.pl

Po sprzedaży Action Ukraina oraz wyprowadzeniu na rentowność Sferisu i gramy.pl a.pl został ostatnią przynoszącą straty spółką w ramach Grupy Kapitałowej Action (około 1,0 mln PLN straty netto w pierwszym półroczu). W celu uniknięcia konsolidacji strat ponoszonych przez a.pl w okresie dochodzenia sklepu do rentowności Action sprzedał większość majątku spółki do nowo utworzonego podmiotu a.pl Internet, który znajduje się poza strukturami Grupy. W momencie osiągnięcia przez powyższy podmiot rentowności Action ma objąć udziały w a.pl

Internet odzyskując kontrolę nad spółką. Wśród udziałowców A.pl Internet może też pojawić się Bomi, które zostało strategicznym dostawcą sklepu a.pl.

Wyprowadzenie a.pl poza struktury Grupy nie ma wpływu na wycenę Actionu, a całą operację należy traktować jako zabieg czysto marketingowy. W rzeczywistości bowiem straty poniesione przez sklep w okresie dochodzenia do rentowności, mimo że pominięte w rachunku wyników, zostaną na moment odzyskania kontroli skonsolidowane przez kapitały własne.

Sytuację tę może zmienić ewentualne wejście do akcjonariatu Bomi lub innych podmiotów. Wówczas wpływ transakcji na wycenę zależeć będzie od ceny, po jakiej nowi akcjonariusze obejmą swoje udziały.

Plany rozbudowy magazynu w Zamieniu zawieszony

Pod koniec ubiegłego roku Action informował o planie powiększenia mocy linii kompletujących w magazynie w Zamieniu tak by mógł w przyszłości obsłużyć większe wolumeny sprzedaży, płynące zarówno z segmentu dystrybucji IT jak i generowane przez sklep a.pl, którego obsługę miałby przejąć magazyn w Zamieniu. Obecnie z uwagi na korzystne renegocjacje umów magazynowych spółka odstąpiła od wcześniejszych planów inwestycyjnych.

Szacowany koszt inwestycji miał przekroczyć 100 mln PLN, jednak w 60% miał on być finansowany ze środków unijnych. W naszym wcześniejszym modelu zakładaliśmy realizację projektu w latach 2011-2013 z rocznymi wydatkami kapitałowymi na poziomie 13 mln PLN. W związku z rezygnacją z projektu inwestycyjnego w magazynie korygujemy nasze założenia dotyczące wydatków kapitałowych o powyższe kwoty. Choć uważaliśmy, że plan inwestycyjny spółki nie wpłynie na jej zdolność do wypłaty dywidendy w najbliższych latach to jednak rezygnację z mocno obciążającej spółkę rozbudowy magazynu odbieramy pozytywnie. Naszym zdaniem niedawno przecież rozbudowywany magazyn będzie w stanie bez problemu sprostać wolumenom generowanym przez spółkę w najbliższych kilku latach.

Dalsza redukcja kosztów

W ostatnich kwartałach spółka prowadziła restrukturyzację działalności mającą na celu obniżyć koszty operacyjne. W ramach wprowadzanych oszczędności m.in. zredukowano zatrudnienie w spółce dominującej z 660 do 510 osób, dokonano renegocjacji umów z firmami spedycyjnymi. Dokonano też sprzedaży ukraińskiej spółki zależnej Action Ukraina, która w ocenie zarządu ze względu na trudną sytuację gospodarczą i budżetową Ukrainy mogła jeszcze w długim okresie przynosić straty. Dodatkowo w ostatnim okresie Action przeprowadził wraz z firmą doradczą audyt finansowy mający na celu wskazanie źródeł dalszych oszczędności. Na jego podstawie zarząd zapowiada zredukowanie kosztów w skali 2011 roku o 10 mln PLN. Plan ten wydaje nam się zbyt ambitny biorąc pod uwagę, że zarząd w dotychczasowych ruchach wykorzystał już najłatwiejsze źródła cięć kosztów. Zapowiadane zmniejszenie liczby oddziałów, zmniejszenie wynagrodzenia zarządu o 30% oraz dalsza redukcja zatrudnienia (oczekujemy spadku liczby etatów o kolejne 40) przyniosą około 4,0 mln PLN oszczędności. Z uwagi na fakt, że celem zarządu na najbliższe kwartały jest powiększenie wolumenu sprzedaży należy się spodziewać wzrostu m.in. kosztu ubezpieczenia należności, który zniweluje część dokonanych redukcji kosztów.

Perspektywy 2H2010

Zgodnie z wypowiedziami zarządu początek trzeciego kwartału pokazywał oznaki poprawy koniunktury, a szczególnie silny w tym roku okazał się sierpniowy syndrom rozpoczęcia roku szkolnego i związanego z nim zakupu komputerów, który spowodował wzrost obrotów Actionu w sierpniu o 20%. W odniesieniu do września i następnych miesięcy spodziewamy się powrotu dynamik do poziomu z wcześniejszych miesięcy (5-10%). W odniesieniu do wyniku operacyjnego należy oczekiwać, że część strat kursowych drugiego kwartału zostanie odrobionych w marży brutto 3Q2010, choć nie spodziewamy się, by wartość nierozpoznanych dotąd różnic kursowych obniżających koszty sprzedanych towarów przekroczyła 1 mln PLN. Ponadto szósty kwartał (listopad-grudzień) był przed rokiem mocno obciążony przez stratę zrealizowaną na sprzedaży udziałów w Action Ukraina (7,3 mln PLN) oraz rezerwy na wątpliwe należności (3,4 mln PLN).

Z drugiej jednak strony w tym roku zabraknie naszym zdaniem pozytywnego wpływu jaki na wyniki miały w tym okresie dodatnie różnice kursowe. Szacujemy, że przy neutralnym układzie kursów walutowych w okresie sierpień 2009 – grudzień 2009, zrealizowany przez spółkę wynik brutto byłby o około 5,0 mln PLN niższy. W konsekwencji oczekujemy, że drugie półrocze choć przyniesie poprawę wyników Actionu to jednak będzie ona słabsza niż tego oczekują inwestorzy, a zysk netto wypracowany w drugim półroczu sięgnie 16,0 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny Action

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	339,8	50%	
Wycena porównawcza	240,2	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	277,3	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	203,1	50%	
Średnia	290,0		312,9
na 1 akcję Action			18,2

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Action w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W wycenie stosujemy dług netto oszacowany na koniec roku 2008/09 powiększony o wypłaconą w tym roku dywidendę oraz przepływy z lat 2010-2019.
3. W wycenie stosujemy liczbę akcji powiększoną o liczbę warrantów przyznanych zarządowi tytułem programu motywacyjnego.
4. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,5%. 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 5,5%.
5. Po 2019 roku zakładamy wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,0%.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA w latach 2010-2012 przy czym każdemu ze wskaźników przypisana jest waga 50%, przy czym kolejnym latom przypisane zostały kolejno wagi: 25%, 45%, 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla dystrybutorów IT

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Avnet		6,0	4,6	4,2	10,0	7,7	7,1
Esprinet		6,7	6,1	6,0	10,8	9,3	8,8
Ingram Micro		3,9	3,5	3,3	8,7	7,8	6,7
Synnex Corporation		5,4	4,9	4,3	8,3	7,5	6,5
Tech Data		4,4	3,7	3,4	12,4	10,0	9,0
Elektrocomponents PLC		12,2	9,2	8,0	22,4	15,9	13,6
Arrow Electronics PLC		4,6	4,4	4,2	6,7	6,6	6,1
AB		6,8	6,1	5,3	9,2	8,2	7,3
Asbis		6,6	5,3	4,0	14,4	9,1	5,4
Komputronik		9,5	6,8	5,5	28,4	15,2	10,1
Maksimum		12,2	9,2	8,0	28,1	15,9	13,6
Minimum		3,9	3,5	3,3	6,7	6,6	5,4
Mediana		6,3	5,1	4,3	10,4	8,9	7,5
Action	19,7	9,6	7,5	6,7	13,9	10,5	9,1
premia / dyskonto		53,4%	48,1%	56,3%	34,2%	17,5%	21,2%

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	2 183,1	2320,1	2 545,5	2746,3	2918,3	3074,5	3217,5	3367,4	3512,9	3640,6	
zmiana	-29,1%	6,3%	9,7%	7,9%	6,3%	5,4%	4,7%	4,7%	4,3%	3,6%	
EBITDA	42,9	53,8	59,4	62,9	65,8	68,9	71,3	73,6	76,0	78,4	
marża EBITDA	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortyzacja	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7	9,8	
EBIT	34,0	44,8	50,3	53,7	56,5	59,5	61,8	64,0	66,3	68,7	
marża EBIT	1,6%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Opodatkowanie EBIT	6,5	8,5	9,6	10,2	10,7	11,3	11,7	12,2	12,6	13,0	
NOPLAT	27,6	36,3	40,8	43,5	45,8	48,2	50,1	51,9	53,7	55,6	
CAPEX	-12,1	-10,6	-9,7	-9,1	-9,4	-9,8	-9,7	-9,6	-9,6	-9,8	
Kapitał obrotowy	-33,6	-13,3	-14,0	-13,0	-11,7	-11,2	-10,6	-11,3	-11,3	-14,3	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-9,3	21,4	26,2	30,6	33,9	36,6	39,2	40,5	42,6	41,3	42,1
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	10,5%
współczynnik dyskonta	97,8%	89,5%	81,9%	75,0%	68,6%	62,8%	57,5%	52,6%	48,1%	44,0%	43,5%
PV FCF	-9,0	19,2	21,5	23,0	23,2	23,0	22,5	21,3	20,5	18,2	217,7
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	10,5%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
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)	494,4	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	217,7	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	183,3	WACC+1,0pp	16,4	17,2	18,3	19,6	21,3				
Wartość firmy (EV)	401,0	WACC+0,5pp	17,5	18,5	19,7	21,2	23,2				
Dług netto	61,2	WACC	18,7	19,8	21,3	23,1	25,5				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC 0,5pp	20,0	21,4	23,0	25,2	28,1				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC 1,0pp	21,5	23,1	25,0	27,6	31,1				
Wartość firmy	339,8										
Liczba akcji (mln.)	17,2										
Wartość firmy na akcję (PLN)	19,7										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%										
Cena docelowa	21,3										
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	9,3										
P/E(*10) dla ceny docelowej	15,0										
Udział TV w EV	54%										

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007/08	2008/09	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	2 343,4	3 079,4	2 183,1	2 320,1	2 545,5	2 746,3
<i>zmiana</i>	30,4%	31,4%	-29,1%	6,3%	9,7%	7,9%
Koszt własny sprzedaży	2 158,2	2 777,3	2 003,5	2 127,9	2 335,2	2 520,6
Zysk brutto na sprzedaży	185,2	302,1	179,6	192,2	210,3	225,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	7,9%	9,8%	8,2%	8,3%	8,3%	8,2%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	114,3	167,2	113,5	119,4	129,7	140,0
Koszty ogólnego zarządu	36,5	34,4	24,0	25,5	27,7	29,6
Pozostała działalność operacyjna	22,9	-62,5	-8,0	-2,5	-2,5	-2,5
EBIT	57,3	38,0	34,0	44,8	50,3	53,7
<i>zmiana</i>	88,7%	-33,6%	-10,6%	31,6%	12,4%	6,7%
<i>marża EBIT</i>	2,4%	1,2%	1,6%	1,9%	2,0%	2,0%
Wynik na działalności finansowej	-6,2	-6,3	-3,9	-4,9	-4,3	-3,5
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	51,1	31,8	30,1	39,9	46,1	50,3
Podatek dochodowy	15,2	11,1	5,7	7,6	8,8	9,5
Udziałowcy mniejszościowi	2,1	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	33,8	23,3	24,4	32,3	37,3	40,7
<i>zmiana</i>	53,4%	-31,1%	4,7%	32,6%	15,5%	9,1%
<i>marża</i>	1,4%	0,8%	1,1%	1,4%	1,5%	1,5%
Amortyzacja	8,0	11,8	8,9	9,0	9,1	9,2
EBITDA	65,3	49,9	42,9	53,8	59,4	62,9
<i>zmiana</i>	73,2%	-23,6%	-14,0%	25,3%	10,5%	5,9%
<i>marża EBITDA</i>	2,8%	1,6%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
EPS	2,0	1,4	1,4	1,9	2,2	2,4
CEPS	2,6	2,0	1,9	2,4	2,7	2,9



Bilans

(mln PLN)	2007/08	2008/09	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	572,9	549,8	527,8	565,7	615,7	664,3
Majątek trwały	117,4	156,5	159,7	161,3	161,9	161,8
Rzeczowe aktywa trwałe	92,1	131,2	133,8	135,1	135,6	135,5
Wartości niematerialne i prawne	9,0	7,2	7,9	8,2	8,3	8,3
Wartość firmy	11,9	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Inwestycje długoterminowe	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Pozostałe aktywa trwałe	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Majątek obrotowy	455,5	393,3	368,1	404,4	453,8	502,5
Zapasy	173,9	188,7	159,2	169,1	185,5	200,3
Należności krótkoterminowe	269,8	196,7	197,4	216,1	239,2	260,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	8,9	6,9	10,5	18,2	28,0	40,9
Pozostałe aktywa obrotowe	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

(mln PLN)	2007/08	2008/09	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	572,9	549,8	527,8	565,7	615,7	664,3
Kapitał własny	181,2	177,0	187,4	210,0	234,4	260,2
Kapitał zakładowy	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe kapitały własne	179,6	175,4	185,8	208,4	232,7	258,5
Zobowiązania długoterminowe	14,7	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Dług	14,7	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7
Pozostałe	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania krótkoterminowe	376,9	345,5	313,1	328,4	354,0	376,8
Dług	133,9	29,5	59,5	59,5	59,5	59,5
Zobowiązania handlowe	239,1	309,4	247,0	262,3	287,9	310,8
Pozostałe	3,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Dług	148,6	54,2	84,2	84,2	84,2	84,2
Dług netto	139,7	47,3	73,6	65,9	56,1	43,3
(Dług netto / Kapitał własny)	77,1%	26,7%	39,3%	31,4%	24,0%	16,6%
(Dług netto / EBITDA)	214,0%	94,8%	171,6%	122,6%	94,5%	68,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
BVPS	10,5	10,3	10,9	12,2	13,6	15,1



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007/08	2008/09	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-53,3	163,6	-0,3	28,0	32,4	36,9
Zysk netto	33,8	23,3	24,4	32,3	37,3	40,7
Udział mniejszości	2,1	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	8,0	11,8	8,9	9,0	9,1	9,2
Kapitał obrotowy	-76,3	128,6	-33,6	-13,3	-14,0	-13,0
Pozostałe	-20,8	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-21,9	-29,7	-12,1	-10,6	-9,7	-9,1
CAPEX	-21,9	-29,7	-12,1	-10,6	-9,7	-9,1
Inwestycje kapitałowe	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
Przepływy finansowe	76,3	-135,9	16,1	-9,8	-12,9	-14,9
Emisja akcji	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	80,7	-94,5	30,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-4,4	-23,7	-13,9	-9,8	-12,9	-14,9
Pozostałe	-5,9	-17,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,1	-2,0	3,6	7,7	9,8	12,9
Środki pieniężne na koniec okresu	8,9	6,9	10,5	18,2	28,0	40,9

Wskaźniki rynkowe

	2007/08	2008/09*	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	10,0	23,3	13,9	10,5	9,1	8,3
P/CE	7,5	15,5	10,2	8,2	7,3	6,8
P/BV	1,9	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3
MC/S	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	7,0	12,4	9,6	7,5	6,7	6,1
EV/EBIT	8,4	16,3	12,2	9,1	7,9	7,1
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Cena (PLN)	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liczba akcji na koniec roku	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
MC (mln PLN)	339,4	339,4	339,4	339,4	339,4	339,4
Dług netto	139,7	47,3	73,6	65,9	56,1	43,3
Kapitały udziałowców mniejszościowych	9,8	9,8	0,5	0,5	0,5	0,5
EV (mln PLN)	489,0	387,2	413,6	405,9	396,1	383,2

*wskaźniki 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:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 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	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-03-05	2010-04-07	2010-07-05	2010-08-04	2010-09-03
kurs z dnia rekomendacji	17,91	22,00	17,10	18,47	17,10
WIG w dniu rekomendacji	39885,37	43562,01	39805,41	43412,75	42704,39