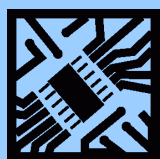




9 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Dystrybucja sprzętu IT**
Polska

Cena bieżąca	4,50 PLN
Cena docelowa	4,23 PLN
Kapitalizacja	250 mln PLN
Free float	85,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,77 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Siarhei Kostevitch	46,26%
Maizuri Enterprises	8,65%
Alpha Ventures	5,76%
Sangita Enterprises	5,05%

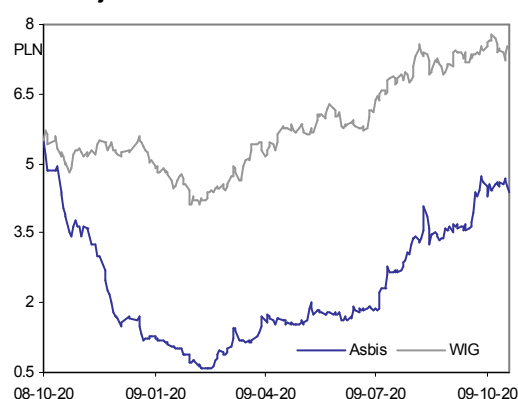
Pozostali	34,28%
-----------	--------

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

ASBIS jest dystrybutorem sprzętu IT zarejestrowanym na Cyprze. Około 29% sprzedaży Spółki pochodzi z rynku rosyjskiego. Na rynku polskim ASBIS realizuje około 5% swojej sprzedaży. Spółka jest obecna w państwach byłego ZSRR, Europy Wschodniej, Środkowej, Zachodniej, a także w państwach Bliskiego Wschodu oraz Afryki. Największy udział w sprzedaży przypada na procesory oraz napędy dysków twardych.

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

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

ASBIS

ASB.PW; ASBEN.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Powolny start ożywienia

Trzeci kwartał przyniósł w Asbisie pierwszy kwartalny zysk netto od 3Q2008, a w czwartym kwartale oczekujemy dalszej poprawy wyników i znacznego zredukowania tegorocznej straty. Również przyszły rok powinien naszym zdaniem stać pod znakiem dużej poprawy rezultatów płynących ze wzrostu sprzedaży (w szczególności na rynkach ukraińskim i rosyjskim) oraz wzrostu rentowności obrotu. Mimo to sądzimy, że umiarkowanie pozytywny scenariusz rozwoju spółki jest już uwzględniony w bieżącej wycenie. Według naszych prognoz na 2010 rok Asbis notowany jest z 7,9% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA i 13,2% premią na wskaźniku P/E. Tym samym nie wyróżnia się ona atrakcyjnością na tle porównywalnych spółek. Dlatego podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne trzymaj i obniżamy cenę docelową dla akcji spółki z 4,33 PLN do 4,23 PLN.

Wyniki 3Q 2009

Spółka zanotowała pierwszy od roku kwartalny zysk netto w wysokości 1 mln USD, przy wciąż utrzymujących się niskich obrotach (-32,4% r/r) oraz spadku rentowności brutto w ujęciu q/q z 5,1% do 5,0%. Na poziomie salda finansowego wynik został poprawiony przez 0,4 mln USD płynące z różnic kursowych.

W czwartym kwartale dalsza poprawa wyników

Czwarty kwartał będzie naszym zdaniem kolejnym kwartałem, w którym uda się znacząco zwiększyć wynik netto. Dużą odmianą będą zwłaszcza obserwowane pierwsze objawy ożywienia na rynkach wschodnich, które powinny pozwolić niemal całkowicie zredukować obserwowaną do tej pory ujemną dynamikę przychodów. Spodziewamy się również nieznacznej poprawy rentowności biznesu i w konsekwencji znacznej redukcji tegorocznej straty spółki. Nie sądzimy jednak by zgodnie z pierwotnymi planami zarządu było możliwe osiągnięcie rentowności w skali całego 2009 roku.

2010 rok

Spodziewamy się kontynuacji poprawy sytuacji finansowej spółki również w przyszłym roku. Odbicie na rynkach rosyjskim i ukraińskim w połączeniu z bardzo prawdopodobnym korzystnym scenariuszem kształtowania się kursów walutowych przełoży się naszym zdaniem na 19% wzrost przychodów na rynkach byłego ZSRR i 13,6% wzrost przychodów w skali całej Grupy. Ze względu na brak negatywnego wpływu różnic kursowych korzystniej powinny prezentować się marże na rynkach naszego regionu.

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1 397,3	1 495,3	1 117,8	1 270,0	1 418,0
EBITDA	27,6	18,2	6,5	17,2	21,9
marża EBITDA	2,0%	1,2%	0,6%	1,4%	1,5%
EBIT	25,7	15,3	3,4	14,1	18,7
Zysk netto	18,7	4,0	-2,2	7,1	10,8
DPS	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
P/E	4,9	23,0	-	13,0	8,5
P/CE	4,5	13,5	100,6	9,0	6,6
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,3	6,1	14,8	6,0	4,8

Powolny start ożywienia

Sytuacja finansowa

Wyniki 3Q 2009

Asbisowi udało się w trzecim kwartale osiągnąć rentowność netto, jednak skala poprawy była mniejsza od naszych oczekiwań. Przychody spółki kontynuowały silny trend spadkowy obniżając się o 32,4% do 289,0 mln USD. Lepiej niż w poprzednich kwartałach zachowywały się przy tym rynki Europy Środkowo-Wschodniej, które zanotowały spadek zaledwie o 4,4%. Wciąż trudna sytuacja utrzymywała się natomiast w krajach byłego Związku Radzieckiego, gdzie spadek obrotów w ujęciu r/r sięgnął 57,2%.

W wynikach negatywnie zaskoczyła nas rentowność brutto biznesu, która spadła w porównaniu do ubiegłego kwartału mimo, że ze względów sezonowych naturalnym zjawiskiem jest nieznaczne rozszerzenie marży w tym okresie. Raportowana marża brutto zachowała swój zeszłoroczny poziom jednak należy pamiętać, że straty na różnicach kursowych obciążające wynik brutto na sprzedaży rok temu wyniosły 5,7 mln USD, a zatem po oczyszczeniu z ich wpływu zeszłoroczna marża brutto wyniosła 6,3%.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły z 16,0 mln USD do 12,3 mln USD, co jest efektem programu restrukturyzacyjnego przeprowadzonego pod koniec zeszłego roku. Przełożyło się to na wynik operacyjny na poziomie 2,1 mln USD przy 5,3 mln USD wypracowanych przed rokiem. Saldo finansowe zamknęło się kwotą -1,0 mln USD na co wpływ miało 0,4 mln USD zysku zaksięgowanego z tytułu różnic kursowych. Niewielki zysk spółek zależnych na Białorusi i w Bośni przełożył się na 0,1 mln USD zysku mniejszości. Spółka zaksięgowała ponadto ujemny podatek w wysokości 0,1 mln USD. Ostatecznie zysk netto spółki wyniósł 1,0 mln USD przy 3,1 mln USD osiągniętych w ubiegłym roku.

Poza osiągnięciem rentowności pozytywnie należy ocenić ponadto zmiany jakie zaszły w bilansie spółki. Zadłużenie netto spadło w porównaniu do ubiegłego kwartału z 17,5 mln USD do 7,3 mln USD. Poprawa sytuacji płynnościowej powinna być naszym zdaniem utrzymana również w czwartym kwartale przekładając się na niższe koszty finansowania.

Prognozy wyników finansowych ASBISc w 3Q2009

(mln USD)	3Q2009	3Q2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	289,0	427,3	-32,4%	1117,8	1495,3	-25,2%
EBITDA	2,8	6,0	-53,3%	6,5	18,2	-64,2%
marża	1,6%	1,4%	-	0,6%	1,2%	-
EBIT	2,1	5,3	-60,5%	3,4	15,3	-77,8%
Zysk brutto	1,0	3,2	-67,2%	-2,3	7,1	-
Zysk netto	1,0	3,1	-67,4%	-2,2	4,0	-

Źródło: ASBISc

Perspektywy na przyszłość

Perspektywy na resztę roku

Czwarty kwartał przyniesie według nas dalszą poprawę wyników spółki. Pozytywnym bodźcem powinno być zwłaszcza spłaszczenie się ujemnej dynamiki przychodów. Spodziewamy się, że przychody w tym okresie powinny mieć porównywalny poziom z ubiegłorocznym okresem (zakładamy dynamikę na poziomie -1,3%). Impuls powinien pójść z głównych rynków zbytu spółki: Ukrainy, Rosji i Słowacji, gdzie wobec większej stabilizacji finansowej pojawił się większy popyt ze strony przedsiębiorstw. Na pozytywną dynamikę powinny przełożyć się również rynki Bliskiego Wschodu, na co wpływ będzie miał choćby fakt, że baza ubiegłego roku ustawiona jest bardzo nisko ze względu na Ramadan, który w 2008 roku miał miejsce w październiku. Pewnym zagrożeniem dla takiego scenariusza może być ukraińska epidemia świńskiej grypy. W chwili obecnej nie ma jednak sygnałów, by epidemia negatywnie wpływała na wielkość sprzedaży.

Jaki będzie 2010 rok?

Kluczową kwestią dla poprawy sytuacji finansowej w Asbisie jest skala odbicia jakie może mieć miejsce zwłaszcza na rynkach ukraińskim i rosyjskim. Ten pierwszy w ciągu pierwszych trzech kwartałów przyniósł 41,8% spadku przychodów (ze 123,8 mln USD do 72,0 mln USD). Rosja będąca historycznie najważniejszym dla Asbisu rynkiem przyniosła jeszcze większy spadek wpływów – z 342,0 mln USD do 119,0 mln USD, tj. o 65,2%. Uważamy, że wobec tak poważnego tapnięcia wynikającego przede wszystkim z przejściowego kompletnego paraliżu



systemu finansowego tych krajów, 2010 rok powinien przynieść niewielką poprawę wyników sprzedaży nawet jeśli brak będzie symptomów większego ożywienia gospodarczego.

Kolejnym argumentem za wzrostem sprzedaży na powyższych rynkach są kwestie walutowe. Mimo, że rozliczenia na nich są prowadzone obecnie wyłącznie w dolarach amerykańskich to jednak dochody tamtejszych społeczeństw są wyrażane w walutach lokalnych. W przypadku rosyjskiego rubla kurs z 5 listopada jest w stosunku do dolara mocniejszy w porównaniu do średnich wartości za pierwsze 10 miesięcy roku o 11,0%. Oznacza to, że przy założeniu utrzymania się w przyszłym roku stabilnego kursu rubla na obecnym poziomie nawet w przypadku, gdy wartość rosyjskiego rynku pozostanie niezmieniona w przeliczeniu na dolary będzie ona 11% większa, a wraz z nią przychody Asbisu. W przypadku rynku ukraińskiego wpływ waluty na wartość przychodów jest pomijalny (0,2% umocnienia w porównaniu do średniej wartości z okresu styczeń-październik).

Uwzględniając powyższe czynniki skłaniamy się ku scenariuszowi 18-20% wzrostu przychodów z regionu krajów byłego Związku Radzieckiego. W skali całej Grupy spodziewamy się wzrostu przychodów o 13,6%.

Podsumowanie inwestycyjne

Pomimo przewidywanej przez nas istotnej poprawy przyszłorocznych wyników sądzymy, że bieżąca wycena spółki dyskontuje przyjęty przez nas umiarkowanie pozytywny scenariusz ożywienia rynków, na których funkcjonuje spółka. Według naszych prognoz na 2010 rok Asbis notowany jest z 7,9% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA i 13,2% premią na wskaźniku P/E. Tym samym nie wyróżnia się ona atrakcyjnością na tle porównywalnych spółek. Większe dyskonto pojawia się w 2011 roku: 13,0% i 8,1% odpowiednio według EV/EBITDA i P/E jednak poziom taki może być uzasadniony większą niepewnością w odniesieniu do ożywienia na rynkach wschodzących, gdzie funkcjonuje Asbis.

Wycena

Podsumowanie wyceny ASBIS

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	252,4	50%	
Wycena porównawcza	168,2	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	144,7	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	191,6	50%	
Średnia	210,3		234,9
na 1 akcję Asbis			4,23

Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników ASBIS w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. Zarówno w okresie prognozy, jak i po okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 10,6%. Przyjęta przez nas stopa wolna od ryzyka wynika z rentowności obligacji skarbowych w państwach, w których operuje ASBIS, przemnożonych przez udział sprzedaży w danym państwie w ogóle przychodów ze sprzedaży.
3. Po 2018 roku zakładamy wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,0%.
4. W wycenie porównawczej redukujemy dyskonto z 25% do 20%, co odzwierciedla w naszym odczuciu spadek ryzyka inwestycyjnego związany z ustabilizowaniem się sytuacji makroekonomicznej na kluczowych dla rynku rynkach rosyjskim i ukraińskim, a także spadkiem znaczenia tych rynków w skali działalności spółki,

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA w latach 2009-2011 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		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Avnet		6,7	6,6	5,7	12,9	12,3	10,3
Cellnet Group		-	-	-	-	-	-
Esprinet		6,5	5,9	5,4	10,8	9,6	8,2
Ingram Micro		5,4	4,5	3,9	14,5	11,7	9,9
Synnex Corporation		6,5	5,8	5,1	9,5	8,8	8,0
Tech Data		4,9	4,8	4,4	19,1	14,2	13,0
Elektrocomponents PLC		7,4	9,1	9,1	11,8	16,4	15,2
Arrow Electronics PLC		8,0	6,3	5,4	16,6	12,1	9,9
AB		9,9	7,0	6,1	9,2	7,4	6,5
Action		8,1	7,5	6,9	10,7	9,7	8,7
Komputronik		14,4	7,9	6,6	33,4	11,2	8,4
Maksimum		14,4	9,1	9,1	33,4	16,4	15,2
Minimum		4,9	4,5	3,9	9,2	7,4	6,5
Mediana		7,1	6,5	5,5	12,4	11,5	9,3
Asbis	4,50	14,8	6,0	4,8	-42,7	13,0	8,5
premia / dyskonto		108,5%	-7,9%	-13,0%	-	13,2%	-8,1%

Model DCF

(mln USD)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	1 117,8	1 270,0	1 418,0	1 571,7	1 737,1	1 888,8	1 992,0	2 077,7	2 140,5	2 205,3	
zmiana	-25,2%	13,6%	11,7%	10,8%	10,5%	8,7%	5,5%	4,3%	3,0%	3,0%	
EBITDA	6,5	17,2	21,9	26,5	29,9	32,5	34,5	36,2	37,5	38,9	
marża EBITDA	0,6%	1,4%	1,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
Amortyzacja	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	
EBIT	3,4	14,1	18,7	23,3	26,5	29,1	31,0	32,7	34,0	35,3	
marża EBIT	0,3%	1,1%	1,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Opodatkowanie EBIT	0,6	2,7	3,6	4,4	5,0	5,5	5,9	6,2	6,5	6,7	
NOPLAT	2,8	11,4	15,1	18,9	21,5	23,6	25,1	26,5	27,5	28,6	
CAPEX	-5,0	-4,4	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,6	-4,4	-4,2	-3,5	
Kapitał obrotowy	18,5	-12,7	-11,9	-12,4	-13,3	-12,2	-8,3	-6,9	-5,1	-5,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	19,3	-2,5	1,9	5,1	6,8	10,1	15,7	18,7	21,8	24,4	24,9
WACC	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	15,6%
współczynnik dyskonta	98,3%	85,8%	74,8%	65,3%	57,0%	49,7%	43,4%	37,9%	33,0%	28,8%	24,9%
PV FCF	19,0	-2,2	1,4	3,3	3,9	5,0	6,8	7,1	7,2	7,0	
WACC	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	15,6%
Koszt długu	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Stopa wolna od ryzyka	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
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	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	0,0%
Koszt kapitału własnego	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
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)	183,1	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	52,8	0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	58,5	WACC +1,0pp	4,26	4,40	4,56	4,74	4,95				
Wartość firmy (EV)	111,3	WACC +0,5pp	4,48	4,63	4,81	5,01	5,25				
Dług netto	17,8	WACC	4,71	4,88	5,08	5,31	5,57				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	4,96	5,16	5,37	5,63	5,93				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	5,24	5,45	5,70	5,99	6,33				
Kurs USD/PLN	2,70										
Wartość firmy	252,4										
Liczba akcji (mln)	55,5										
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,55										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	11,7%										
Cena docelowa	5,08										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	17,1										
P/E('09) dla ceny docelowej	-48,2										
Udział TV w EV	47%										

Rachunek wyników

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 397,3	1 495,3	1 117,8	1 270,0	1 418,0	1 571,7
<i>zmiana</i>	38,5%	7,0%	-25,2%	13,6%	11,7%	10,8%
Koszt własny sprzedaży	1 329,4	1 418,1	1 065,3	1 203,7	1 344,0	1 489,8
Zysk brutto na sprzedaży	67,9	77,2	52,4	66,3	73,9	81,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	4,9%	5,2%	4,7%	5,2%	5,2%	5,2%
Koszty sprzedaży	25,4	34,7	27,2	29,4	31,8	34,2
Koszty ogólnego zarządu	16,8	27,2	21,8	22,8	23,4	24,4
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	25,7	15,3	3,4	14,1	18,7	23,3
<i>zmiana</i>	59,6%	-40,4%	-77,8%	313,8%	32,5%	24,4%
<i>marża EBIT</i>	1,8%	1,0%	0,3%	1,1%	1,3%	1,5%
Wynik na działalności finansowej	-4,4	-8,5	-5,5	-5,2	-5,2	-4,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	21,4	7,1	-2,1	8,9	13,5	19,1
Podatek dochodowy	2,7	3,0	0,0	1,7	2,6	3,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wynik netto	18,7	4,0	-2,2	7,1	10,8	15,4
<i>zmiana</i>	68,0%	-78,5%	n/a	n/a	52,0%	41,5%
<i>marża</i>	1,3%	0,3%	-0,2%	0,6%	0,8%	1,0%
Amortyzacja	1,9	2,8	3,1	3,1	3,2	3,3
EBITDA	27,6	18,2	6,5	17,2	21,9	26,5
<i>zmiana</i>	53,8%	-34,2%	-64,2%	165,5%	27,0%	21,2%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	1,2%	0,6%	1,4%	1,5%	1,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
EPS (USD)	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
CEPS (USD)	0,4	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3



Bilans

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	365,7	362,9	327,9	353,7	383,4	418,5
Majątek trwały	17,3	26,8	28,7	30,0	31,4	32,8
Rzeczowe aktywa trwałe	16,2	24,5	26,0	27,1	28,2	29,3
Wartości niematerialne i prawne	1,0	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	348,4	336,1	299,2	323,6	352,0	385,7
Zapasy	88,3	81,0	67,1	75,8	84,7	93,9
Należności krótkoterminowe	209,7	202,9	165,4	187,9	209,8	232,5
Środki pieniężne	45,2	41,3	55,7	48,9	46,5	48,2
Pozostałe aktywa obrotowe	5,2	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	365,7	362,9	327,9	353,7	383,4	418,5
Kapitał własny	95,7	95,0	92,9	100,1	111,0	126,5
Kapitał zakładowy	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Pozostałe kapitały własne	84,6	83,9	81,8	89,0	99,9	115,4
Zobowiązania długoterminowe	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Dług	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	267,6	262,9	230,0	248,6	267,4	287,0
Dług	40,9	54,3	54,3	54,3	54,3	54,3
Zobowiązania handlowe	181,9	175,9	143,0	161,6	180,4	200,0
Pozostałe	44,8	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7
Dług	43,0	59,1	59,1	59,1	59,1	59,1
Dług netto	-2,2	17,8	3,7	10,2	12,5	10,8
(Dług netto / Kapitał własny)	-2,3%	18,8%	4,0%	10,2%	11,3%	8,6%
(Dług netto / EBITDA)	-8,0%	98,2%	58,5%	59,1%	57,2%	40,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
BVPS	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	2,3

Przepływy pieniężne

(mln USD)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	1,1	-2,7	19,4	-2,4	2,2	6,3
Zysk netto	18,7	4,0	-2,2	7,1	10,8	15,4
Amortyzacja	1,9	2,8	3,1	3,1	3,2	3,3
Kapitał obrotowy	-13,1	8,2	18,5	-12,7	-11,9	-12,4
Pozostałe	-6,4	-17,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Przepływy inwestycyjne	-7,6	-14,0	-5,0	-4,4	-4,6	-4,7
CAPEX	-8,1	-14,0	-5,0	-4,4	-4,6	-4,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	22,5	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	6,6	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-1,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	16,0	-3,9	14,4	-6,8	-2,4	1,7
Środki pieniężne na koniec okresu	45,2	41,3	55,7	48,9	46,5	48,2

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	4,9	23,0	-	13,0	8,5	6,0
P/CE	4,5	13,5	100,6	9,0	6,6	5,0
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	6,1	14,8	6,0	4,8	3,9
EV/EBIT	3,5	7,2	28,1	7,3	5,6	4,4
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cena (PLN)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Liczba akcji na koniec roku	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5	55,5
MC (mln PLN)	249,8	249,8	249,8	249,8	249,8	249,8
Dług netto	-2,2	17,8	3,4	10,2	12,5	10,8
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	243,8	297,9	259,0	277,3	283,6	279,0



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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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 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, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-04-30	2009-08-14	2009-10-16
kurs z dnia rekomendacji	1,67	2,90	4,70
WIG w dniu rekomendacji	28273,93	34676,38	38626,43