

# AB, ABC Data, Action

## branża dystrybucji IT

	rekomendacja	cena	cena docelowa
AB	kupuj	27.5	36.5
ABC Data	neutralnie	2.44	2.62
Action	zawieszona	6.0	*

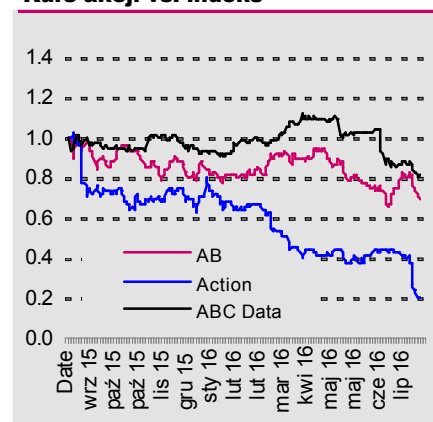
## Dalsze wstrząsy na rynku dystrybucji IT

Turbulencje na rynku dystrybucji w ostatnich kwartałach (spowolnienie na rynku globalnym oraz lokalne kwestie związane z VATem) są sprawdzianem odporności spółek na wstrząsy. W tej sytuacji **AB** staje się zdecydowanym liderem korzystającym na słabości konkurencji. Spółka nie zyskiwała w latach 2011-2014 na transakcjach, które uważała za ryzykowne, dzięki czemu nie ma teraz problemów ze spadającymi przychodami, ani ryzykiem zaległego VAT. Słabość konkurencji w długim terminie zostanie wykorzystana przez AB na dalsze zdobywanie rynku. W krótkim terminie kłopoty Actiona mogą jednak negatywnie odbić się na całej branży (ryzyko ograniczenia finansowania przez banki oraz limitów u ubezpieczycieli). Jednak również w takiej sytuacji AB jako stabilny lider powinien otrzymać największe zaufanie i poprawić swoją pozycję konkurencyjną. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj pomimo obniżeniu ceny docelowej z 38.5 do 36.5 PLN za akcję.

Wzrost przychodów **ABC Data** za II kw. (+18.8% r/r) wskazuje, że spółka odbiera przychody tracącemu na rynku Actionowi, dzięki czemu spadek zysku w tym roku nie powinien być tak dramatyczny jak sugerował wynik I kwartału (ok. 2 mln PLN zysku netto bez jednorazowego dochodu). Oczekujemy w tym roku 35.2 mln PLN zysku netto (prognoza obniżona z 41.9 mln PLN), jednak prognozowanie wyników na tak niestabilnym rynku jest obciążone dużym ryzykiem. Dodatkowo ryzyko w ABC Data zdarzeń z VAT analogicznych jak w spółce Action jest naszym zdaniem zdecydowanie większe niż w przypadku AB. Obniżamy cenę docelową z 3.0 do 2.62 PLN za akcję oraz utrzymujemy naszą rekomendację neutralnie.

Po decyzji urzędów skarbowych o realnej potrzebie zapłacenia przez **Action** w sumie 80 mln PLN, zarząd zaproponował plan układowy z wierzycielami w ramach postępowania sanacyjnego. W scenariuszu pozytywnym (udana restrukturyzacja, powrót do trwałej rentowności) potencjał wzrostu akcji jest wysoki, gdyż C/WK (po odjęciu 80 mln PLN) to zaledwie 0.36. Jednak w związku z realnym ryzykiem bankructwa (przy ewentualnych nowych decyzjach US), ryzykiem trwałej utraty rentowności (w wyniku pogorszenia warunków u kontrahentów i mniejszej skali działania) oraz bardzo dużej wrażliwości wyceny na przyjęte (mocno niepewne) założenia, zawieszamy wydawanie rekomendacji dla spółki Action.

Kurs akcji vs. indeks



Marcin Palenik, CFA  
+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
<b>AB</b>													
2014/15	6793	100.2	108.5	68.4	4.2	4.74	32.1	6.5	0.86	2.5%	7.4	6.9	13.2
2015/16p	7221	98.1	111.8	63.5	3.9	4.77	35.3	7.0	0.78	2.5%	7.6	6.7	11.1
2016/17p	7546	99.8	113.9	66.3	4.1	4.96	38.5	6.7	0.71	3.3%	7.4	6.5	10.6
2017/18p	7801	104.0	118.0	69.6	4.3	5.16	41.7	6.4	0.66	4.0%	7.1	6.3	10.3
<b>ABC Data</b>													
2015	4856	66.5	69.0	46.8	0.4	0.39	2.4	6.5	1.01	14.4%	7.7	7.4	15.5
2016p	4905	51.3	53.4	35.2	0.3	0.30	2.3	8.7	1.06	16.0%	10.0	9.6	12.2
2017p	5101	47.7	50.2	31.2	0.2	0.27	2.3	9.8	1.08	9.2%	10.8	10.2	11.0
2018p	5254	49.7	52.4	31.7	0.3	0.27	2.3	9.6	1.08	8.1%	10.3	9.8	11.2

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

## AB

### Prognoza wyników w IV kw. 2015/2016

W IV kw. 2015/16 spółka na rynku polskim obserwowała lepsze odbiory ze strony sieci handlowych niż w III kw. (gdy wystąpił w Polsce zastój, przez co krajowa sprzedaż AB spadła o 13.7% r/r). Dodatkowym pozytywnym czynnikiem było odpuśczenie rynku przez Actiona. Wzrost sprzedaży w Polsce prawdopodobnie był mały, jednocyfrowy (oczekujemy 4% r/r), gdyż rynek jako całość spada, a większą część tego co stracił Action prawdopodobnie przejęła ABC Data. Zakładamy, że sprzedaż poza Polską po bardzo silnych dynamikach w III kw. 2015/16 (29% w Czechach i 21% na Słowacji) w IV kw. spowolni do 15%. Oczekujemy spadku marży EBIT o 0.2 p.p. r/r zgodnie z tendencjami w ostatnich kwartałach (marża EBITDA spadła o 0.1 p.p., a dodatkowo o 1.6 mln PLN/kwartał wzrosła amortyzacja). Spadek marży wynika z faktu, że nisko marżowe transakcje są najłatwiej oddawane przez konkurencję. Koszty finansowe powinny być na poziomie z III kw. 2015/16 (4.9 mln PLN). Zyski spółki powinny być tylko nieznacznie niższe r/r.

### Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych AB

	IV kwartał 2015/2016 P	IV kwartał 2014/2015	zmiana	I-IV kw. 2015/2016P	I-IV kw. 2014/2015	zmiana
Przychody	1 654.9	1 528.2	8.3%	7 221.2	6 793.2	6.3%
EBITDA	25.2	24.6	2.3%	111.8	108.5	3.0%
EBIT	21.4	22.4	-4.6%	98.1	100.2	-2.1%
Zysk netto	13.0	14.2	-8.4%	63.5	68.4	-7.2%
<b>Marże</b>						
Marża EBIT	1.3%	1.5%		1.4%	1.5%	
Marża netto	0.8%	0.9%		0.9%	1.0%	

Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka AB S.A.

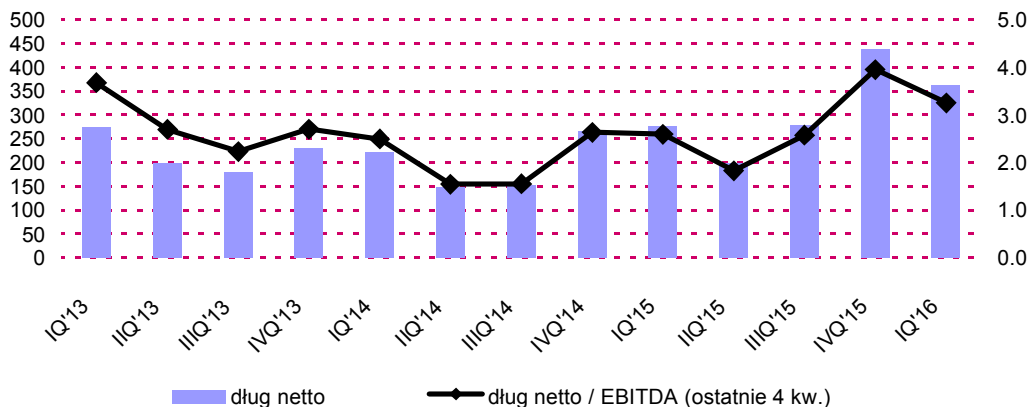
### Słabość rynku IT

Słabość rynku IT, która ma miejsce od początku 2015 r. w ostatnim czasie nasiliła się. Nie jest to specyfika rynku polskiego, gdzie dane są zaburzone przez zmiany z odwróconym VATem. Symptomatycznym zjawiskiem był pierwszy od ponad 10 lat kwartalny spadek sprzedaży spółki Apple (a prognozy na najbliższe kwartały również sugerują spadki r/r). Również u innych producentów, a także dystrybutorów takich jak Techdata, Ingram Micro czy Synnex widać silne spowolnienie lub spadki przychodów trwające od połowy 2015 r. Ewidentnie faza wzrostowa rynku trwające od 2009 roku zakończyła się. Dodatkowo w Polsce po zmianie rządu od początku roku widoczne jest spowolnienie w przetargach. Wprawdzie teoretycznie w związku ze środkami z UE w końcu przetargi muszą ruszyć, jednak nie ma pewności kiedy to nastąpi.

### Dług wysoki, ale pod kontrolą

W grupie AB w ostatnim okresie istotnie wzrósł dług, który jednak naszym zdaniem pozostaje pod kontrolą, głównie dzięki zyskowności i stabilności biznesu. Koszty finansowe netto za ostatnie 4 kwartały wyniosły 18 mln PLN w porównaniu z 9.2 mln PLN we wcześniejszym, analogicznym okresie. Bilansowy dług netto na koniec I kw. wyniósł 361.8 mln PLN w porównaniu z 277.3 mln PLN rok wcześniej oraz 222.1 mln PLN 2 lata wcześniej. Factoring generujący koszty finansowe to kolejne ok. 100 mln PLN. Dług netto/EBITDA na koniec I kwartału wyniósł 3.25x (4.15x wliczając factoring). Wprawdzie można uznać ten wskaźnik za wysoki, jednak przy założeniu, że biznes AB jest stabilny nie powinien on stanowić problemu. To założenie w przeszłości się sprawdzało (AB ma dużo bardziej stabilny model biznesowy niż konkurencja), choć na dynamicznym rynku ryzyko jest podwyższone również dla tej spółki.

## Zadłużenie grupy AB



Źródło: AB S.A., mln PLN

Spółka AB tłumaczy podwyższone zadłużenie faktem bardzo niskich stóp i możliwością taniego finansowania w Czechach, dzięki czemu spółka podbija rynek w Czechach i na Słowacji. Naszym zdaniem jest to właściwa strategia - wartość dodana takiego pośrednika jak AB to oprócz logistyki również finansowanie kontrahentów. Przy słabości Actiona oraz ograniczeniu zadłużenia przez ABC Data, AB może dawać atrakcyjne warunki kontrahentom i rosnąć kosztem słabszych graczy. Wprawdzie wartość zapasów w całej grupie wzrosła przez rok o 229 mln PLN, jednak patrząc na rotację zapasów okazuje się, że grupa AB miała za I kw. 2016 kwartał zbliżony poziom do konkurencji (47 dni vs 44 dni w ABC Data oraz 48 w grupie Action). Patrząc na ostatnie 4 kwartały rotacja zapasów w AB jest dłuższa o 2 dni niż w Action i 6 dni niż w ABC Data. Przekłada się to na cykl konwersji gotówki (33 dni za ostatnie 4 kwartały) dłuższy od konkurentów odpowiednio o 5 i 8 dni. Patrząc na wyniki wszystkich trzech graczy uważamy, że dłuższa rotacja w AB jest kompensowana lepszymi wynikami.

Szansą na zmniejszenie zadłużenia byłaby sprzedaż starego magazynu we Wrocławiu, który wcześniej miał zostać sprzedany za 35-40 mln PLN. Zarząd jednak zmienił plany (również ze względu na problem ze znalezieniem kupca oferującego właściwą kwotę) i teraz zamierza go przeznaczyć na działalność logistyki kontraktowej (czyli podnajem magazynu np. sklepom internetowym). Spółka mogłaby mieć potencjalnie z działalności na tym magazynie 3-5 mln PLN EBITDA, jednak aktualnie wynik wynosi ok. zera (EBITDA 0+).

## Słabość konkurenta szansą dla AB

Spośród trzech głównych graczy na rynku, AB jest najbardziej stabilnym podmiotem pod względem wyników. Ma to nie tylko oczywisty wpływ na postrzeganie przez inwestorów, ale również przez dostawców, ubezpieczycieli oraz podmioty finansujące AB. Słabość Actiona jest więc szansą na łatwe zdobywanie rynku, jednak biorąc pod uwagę charakter biznesu Actiona, na jego słabości więcej prawdopodobnie zyska ABC Data.

Niestety ewentualne silne kłopoty Actiona (w tym np. bankructwo) miałyby negatywny wpływ na rynek jako całość. Można by oczekiwać, że współpracujące podmioty stałyby się bardziej ostrożne, a ubezpieczyciele ograniczyliby wszystkim limity i/lub podnieśliby ceny usług. Dlatego kłopoty spółki Action mogą mieć też negatywne reperkusje dla całego rynku.

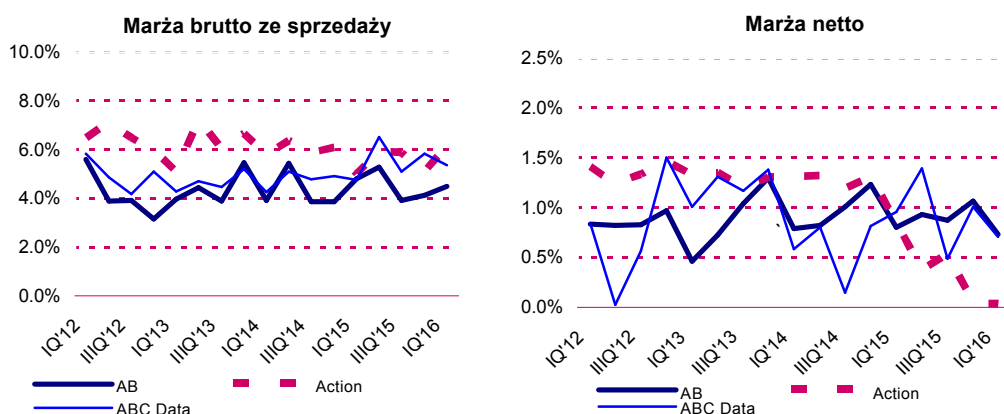
## Prognoza wyników i rekomendacja

W kolejnym roku oczekujemy niewielkiej poprawy wyników w grupie AB. Cały czas to głównie sprzedaż w Czechach i na Słowacji będzie driverem wzrostu grupy. W minionym roku obrotowym wzrost przychodów w Czechach szacujemy na 24.1% (po 3 kwartałach było 26.8%), a na Słowacji 21.3%. Zakładamy wyraźne spowolnienie w obu krajach do 8%. ATC, spółka zależna działająca w Czechach i na Słowacji, posiada ok. 35-40% w rynku czeskim więc potencjał do odbierania rynku innym rywalom nie jest już znaczący. Nie należy się wprawdzie spodziewać załamania sprzedaży w tych krajach, ale z pewnością niższej dynamiki w związku z pewnym spowolnieniem wzrostu obu gospodarek (spadek dynamiki PKB w Czechach z 4.5% do 2.4%, a na Słowacji z 3.6% do 3.3%). W Polsce odbieranie rynku spółce Action będzie równoważone słabością całego rynku. Zakładamy dynamikę wzrostu przychodów spółki w naszym kraju na poziomie 2% (w roku ubiegłym spadek wyniósł ok. 4-5%). Dynamikę skonsolidowanych przychodów w roku obrotowym 2016/2017 szacujemy na 4.5%, natomiast EBITDA powinna wzrosnąć o 1.9% (ze 111.8 do 113.9 mln PLN), a zysk netto o 4.0% (do 66.3 mln PLN).

W ostatnich dwóch latach spółka wypłacała 0.7 PLN na akcję (stopa dywidendy 2.5%). Sądzymy, że dywidenda z zysku za rok 2015/2016 również będzie na tym poziomie. AB pozostanie więc spółką o umiarkowanej dywidendzie i raczej nie awansuje do ligi spółek dywidendowych ze stopą jaką daje ABC Data (w której jednak istnieje duże prawdopodobieństwo redukcji jej poziomu za rok). Ponieważ jest to jednak tylko 18% zysku netto, można liczyć na powtarzalność wypłat.

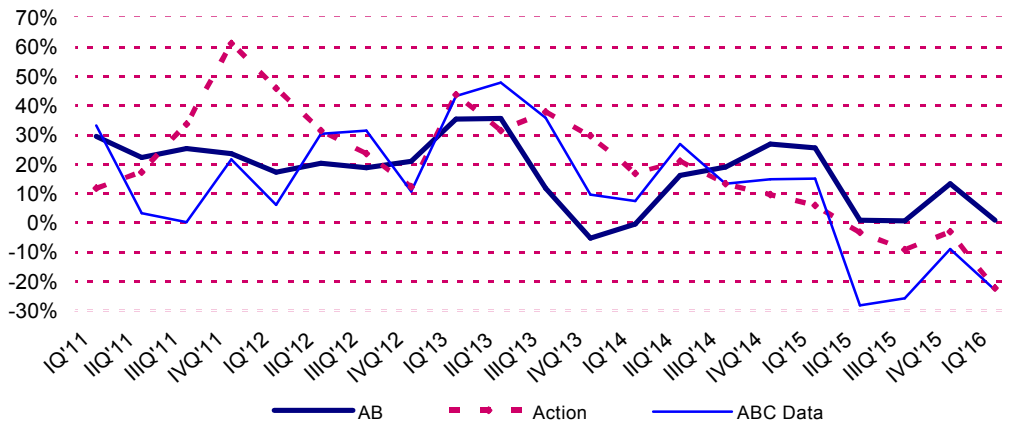
AB jest liderem na rynku, który przechodzi dynamiczne zmiany dotyczące jednak w większym stopniu konkurentów. W latach 2013-2014 zarząd AB był krytykowany za swoje zbyt konserwatywne podejście do rynku, niechęć do sprzedaży eksportowej itp. Spółka jednak podkreślała chęć stabilnego biznesu i budowania długoterminowych relacji z kontrahentami. Czas pokazał, że rzeczywiście AB ma stabilny biznes, który w długim terminie powinien rosnąć, co najmniej tak szybko jak rynek. AB jest notowane przy atrakcyjnym wskaźniku C/Z 6.7x na rok 2016/2017. Wprawdzie obniżamy cenę docelową dla AB z 38.5 do 36.5 PLN za akcję oraz utrzymujemy rekomendację kupuj.

## Porównanie rentowności w AB, ABC Data i Action



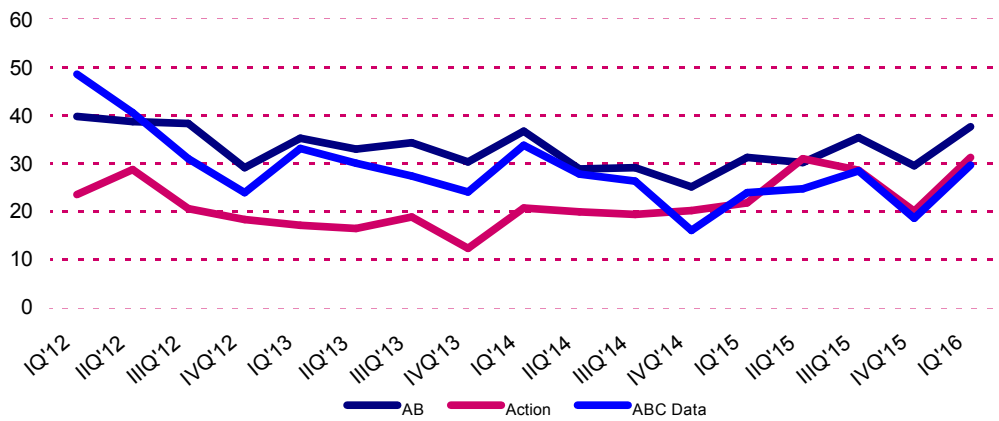
Źródło: AB S.A., Action S.A., ABC Data S.A.

### Dynamika sprzedaży r/r



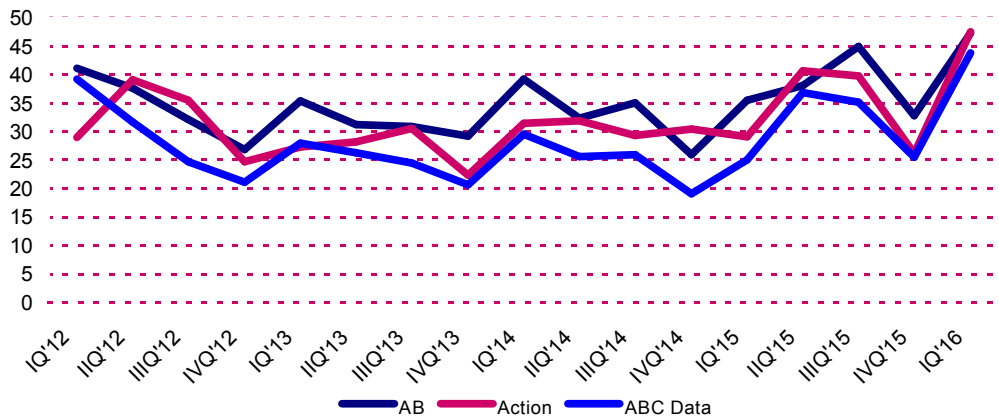
Źródło: AB S.A., Action S.A., ABC Data S.A.

### Cykl konwersji gotówki w dniach



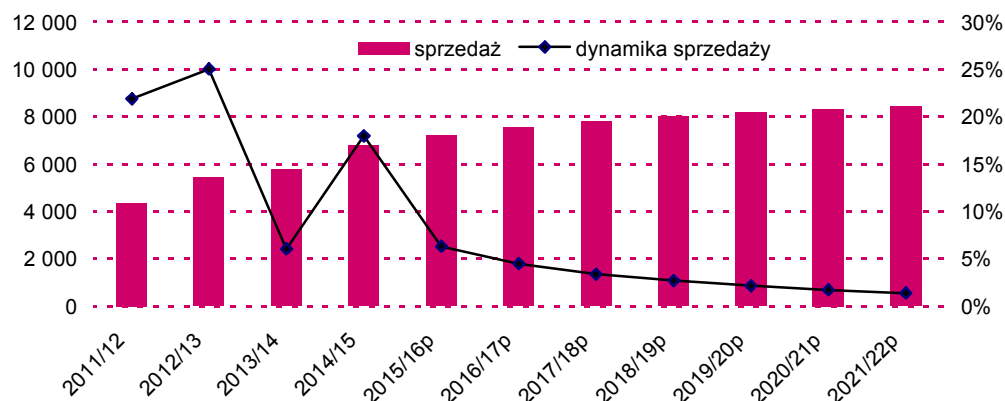
Źródło: AB S.A., Action S.A., ABC Data S.A.

### Rotacja zapasów w dniach



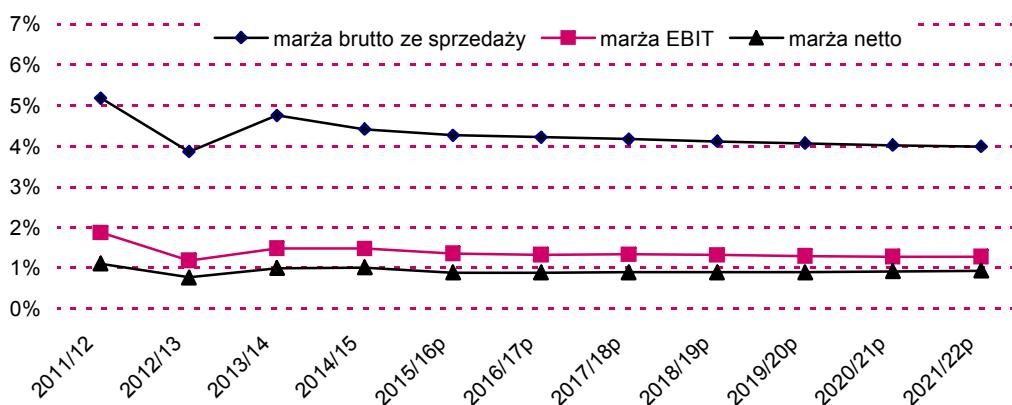
Źródło: AB S.A., Action S.A., ABC Data S.A.

### Prognozowana sprzedaż i dynamika sprzedaży r/r dla grupy AB



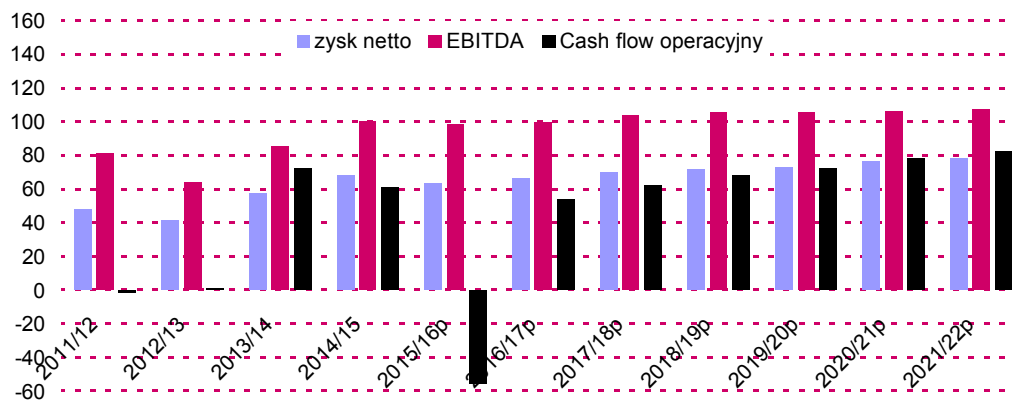
Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka AB S.A.

### Prognozowany poziom marż dla grupy AB



Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka AB S.A.

### Prognozowane zyski i cash flow dla grupy AB



Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka AB S.A.

# Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem dystrybutorów IT polskich i zagranicznych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 693 mln PLN, czyli 42.8 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 490 mln PLN (30.3 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 591 mln PLN, czyli 36.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną otrzymujemy dla akcji spółki rekomendację akumuluj.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	693	42.8
Wycena porównawcza	490	30.3
<b>Wycena spółki AB SA</b>	<b>591</b>	<b>36.5</b>

*Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.*

## Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2024,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2024 roku na poziomie 2.8%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2025 na 1.0%,
- Zakładamy niewielki spadek (0.03% rocznie) marży EBITDA w najbliższych 3 latach oraz jej stabilizację w latach kolejnych
- Zakładamy dynamikę sprzedaży w roku obrotowym 2016/2017 na poziomie 8% w Czechach i na Słowacji oraz 2% w Polsce, a w kolejnych latach skonsolidowany wzrost o 3.4%, 2.7%, 2.2%, 1.7% oraz 1.4% w latach kolejnych
- Założyliśmy, że spółka oprócz długu bilansowego korzysta z factoringu na poziomie 100 mln PLN
- Przyjęliśmy założenie o wypłacaniu przez spółkę dywidendy 0.9 PLN w roku 2016/2017, 1.1 PLN w 2018/2019, a następnie o 2 PLN od roku 2018/2019 oraz w kolejnych latach

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	7221	7546	7801	8011	8184	8326	8441	8558	8676	8796	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	79.4	80.9	84.3	85.3	85.8	85.9	87.1	88.3	89.5	90.7	
Amortyzacja	13.7	14.0	14.0	13.9	13.8	13.8	13.7	13.6	13.6	13.6	
Inwestycje	-18.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	
Zmiana kap.obrotowego	-132.4	-26.6	-20.9	-17.3	-14.2	-11.6	-9.4	-9.6	-9.7	-9.8	
FCF	-57.3	55.2	64.3	68.9	72.4	75.1	78.3	79.4	80.4	81.5	1321.8
Zmiana FCF	-		16%	7.0%	5.1%	3.7%	4.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%
Dług/Kapitał	36.1%	39.8%	36.1%	32.2%	29.4%	26.4%	22.9%	19.1%	15.2%	15.2%	15.2%
Stopa wolna od ryzyka	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
Premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%
Koszt kapitału	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%
WACC	5.2%	5.1%	5.4%	5.6%	5.9%	6.2%	6.5%	6.7%	7.0%	7.1%	7.2%
PV (FCF)	-51.8	47.6	52.2	52.3	51.3	49.3	47.5	44.1	40.8	38.2	619.9
Wartość DCF (mln PLN)	991	w tym wartość rezydualna				620					
(Dług) Gotówka netto	-298										
Wycena DCF (mln PLN)	693										
Liczba akcji (mln)	16.2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>42.8</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

## Wrażliwość wyceny spółki AB na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu													
	2.0%	2.5%	2.8%	3.0%	3.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%					
stopa $R_f$ rezydualna	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	38.4	41.2	44.5	48.4	53.1	58.9	66.1
	36.2	38.7	41.5	44.8	48.8	53.5	59.3	34.9	37.2	39.8	42.8	46.4	50.6	55.7
	34.3	36.4	38.9	41.8	45.1	49.1	53.9	32.5	34.5	36.6	39.1	42.0	45.4	49.5

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 42.8 PLN.



## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży dystrybucji IT. Wartość spółki ABC Data oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

### Wycena porównawcza do spółek polskich i zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
ABC Data		PL	10.2	10.9	10.4	10.7	11.4	11.0	9.6	10.9	10.7
Techdata		US	6.7	6.4	6.4	7.6	7.3	7.5	12.7	12.2	12.2
Ingram		US	6.0	5.6	5.4	6.8	6.5	6.4	10.7	10.0	9.8
Synnex		US	9.1	8.1	7.5	10.9	9.5	9.0	16.3	14.3	13.3
Esprinet		IT	1.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6	8.1	7.3	7.6
Mediana			6.7	6.4	6.4	7.6	7.3	7.5	10.7	10.9	10.7
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		298	96.0	108.5	111.8	85.3	100.2	98.1	57.3	68.4	63.5
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			340	394	418	354	438	436	611	742	678
<b>Wycena</b>			<b>490</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>30.3</b>								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 30.3 PLN.

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16p	2016/17p	2017/18p
<b>przychody netto</b>	<b>5 430.4</b>	<b>5 758.2</b>	<b>6 793.2</b>	<b>7 221.2</b>	<b>7 546.1</b>	<b>7 800.8</b>
Koszty sprzedanych towarów	5 220.4	5 484.5	6 492.9	6 912.8	7 227.7	7 475.5
zysk brutto na sprzedaży	210.0	273.7	300.3	308.3	318.4	325.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	139.3	161.1	174.3	185.3	193.6	196.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6.6	-27.3	-25.8	-25.0	-25.0	-25.0
<b>EBITDA</b>	<b>74.2</b>	<b>96.0</b>	<b>108.5</b>	<b>111.8</b>	<b>113.9</b>	<b>118.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>64.2</b>	<b>85.3</b>	<b>100.2</b>	<b>98.1</b>	<b>99.8</b>	<b>104.0</b>
saldo finansowe	-12.2	-11.6	-11.3	-17.7	-17.0	-17.1
zysk przed opodatkowaniem	52.0	73.7	88.9	80.4	82.8	87.0
podatek dochodowy	10.3	16.4	20.5	16.9	16.6	17.4
<b>zysk netto</b>	<b>41.7</b>	<b>57.3</b>	<b>68.4</b>	<b>63.5</b>	<b>66.3</b>	<b>69.6</b>
EPS	2.57	3.54	4.23	3.92	4.09	4.30

### Bilans (mln PLN)

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16p	2016/17p	2017/18p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>165.7</b>	<b>168.4</b>	<b>260.6</b>	<b>264.9</b>	<b>263.9</b>	<b>262.9</b>
wartości niematerialne i prawne	25.9	22.6	22.0	22.0	22.0	22.0
rzeczowe aktywa trwałe	90.1	94.3	182.8	187.1	186.1	185.1
inwestycje długoterminowe	42.8	42.3	42.5	42.5	42.5	42.5
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>1 001.7</b>	<b>1 091.4</b>	<b>1 259.0</b>	<b>1 564.1</b>	<b>1 630.1</b>	<b>1 681.8</b>
zapasy	453.9	546.0	647.1	888.2	928.2	959.5
należności	532.2	495.8	513.7	577.7	603.7	624.1
inwestycje krótkoterminowe	15.7	46.0	95.1	95.1	95.1	95.1
rozliczenia międzyokresowe	0.0	3.6	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>aktywa razem</b>	<b>1 167.4</b>	<b>1 259.8</b>	<b>1 519.6</b>	<b>1 829.0</b>	<b>1 893.9</b>	<b>1 944.7</b>
kapitał własny	420.6	463.9	519.8	572.0	623.7	675.4
zobowiązania	746.7	795.8	999.8	1 257.0	1 270.3	1 269.2
zobowiązania długoterminowe	5.5	5.0	135.0	135.0	135.0	135.0
zobowiązania krótkoterminowe	741.2	790.8	864.8	1 122.0	1 135.3	1 134.2
<b>pasywa razem</b>	<b>1 167.4</b>	<b>1 259.8</b>	<b>1 519.6</b>	<b>1 829.0</b>	<b>1 893.9</b>	<b>1 944.7</b>
BVPS	26.0	28.7	32.1	35.3	38.5	41.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

## Cash flow (mln PLN)

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16p	2016/17p	2017/18p
wynik netto	41.7	57.3	68.4	63.5	66.3	69.6
amortyzacja	10.0	10.7	8.3	13.7	14.0	14.0
zmiana kapitału obrotowego	-56.0	10.2	-14.1	-132.4	-26.6	-20.9
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>-4.3</b>	<b>78.2</b>	<b>62.6</b>	<b>-55.2</b>	<b>53.6</b>	<b>62.6</b>
inwestycje (capex)	-4.9	-15.2	-95.1	-18.0	-13.0	-13.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4.9</b>	<b>-15.2</b>	<b>-95.1</b>	<b>-18.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-13.0</b>
wypłata dywidendy	0.0	0.0	-11.3	-11.3	-14.6	-17.8
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
zmiana zadłużenia	11.4	-16.4	98.9	84.6	-26.1	-31.8
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>11.4</b>	<b>-16.4</b>	<b>87.6</b>	<b>73.2</b>	<b>-40.6</b>	<b>-48.6</b>
zmiana gotówki netto	2.2	46.6	55.1	0.0	0.0	1.0
DPS	0.0	0.0	0.7	0.7	0.9	1.1
CEPS	3.2	4.2	4.7	4.8	5.0	5.2
FCFPS	0.6	6.3	10.3	-1.4	5.0	5.5

## Wskaźniki (%)

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16p	2016/17p	2017/18p
zmiana sprzedaży	25.1%	6.0%	18.0%	6.3%	4.5%	3.4%
zmiana EBITDA	-19%	29.5%	13.0%	3.0%	1.9%	3.6%
zmiana EBIT	-21%	33.0%	17.5%	-2.1%	1.8%	4.2%
zmiana zysku netto	-13%	37.5%	19.4%	-7.2%	4.3%	5.0%
marża EBITDA	1.4%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
marża EBIT	1.2%	1.5%	1.48%	1.36%	1.32%	1.33%
marża netto	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
sprzedaż/aktywa (x)	4.7	4.6	4.5	3.9	4.0	4.0
dług / kapitał (x)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
odsetki / EBIT	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
stopa podatkowa	20%	22%	23%	21%	20%	20%
ROE	9.9%	12.4%	13.2%	11.1%	10.6%	10.3%
ROA	3.6%	4.5%	4.5%	3.5%	3.5%	3.6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-195.3	-148.6	-298.4	-383.0	-356.9	-325.0

Źródło: prognozy Millennium DM

## ABC Data

### Prognoza wyników w II kw. 2016

Spółka podała wielkość przychodów za II kwartał, które są 18.8% wyższe r/r. Oznacza to bardzo wysoką dynamikę przychodów i wyraźne odwrócenie tendencji ujemnych dynamik z 4 poprzednich kwartałów. Naszym zdaniem silny wzrost to efekt przejścia znaczącej części rynku od spółki Action oraz fakt, że spółka już w II kwartale 2015 ograniczyła znacząco sprzedaż, której spadek później był powiązany ze zmianami w przepisach VAT (choć spółka twierdziła, że ograniczała sprzedaż niskomarkową).

Zakładamy spadek marży brutto o 1 p.p. r/r do 5.5% oraz wzrost kosztów SGA o 15% r/r do poziomu 52 mln PLN. Spółka twierdzi, że marża brutto w 2015 r. była raczej blisko szczytów i w tym roku należy oczekiwać jej spadków (choć w I kw. nastąpił jej wzrost o 0.6 p.p. r/r). Szacujemy EBIT równy zyskowi na sprzedaży na poziomie 13.2 mln PLN (-32.8% r/r), a zysk netto 9.2 mln PLN (-34.2%).

### Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych ABC Data

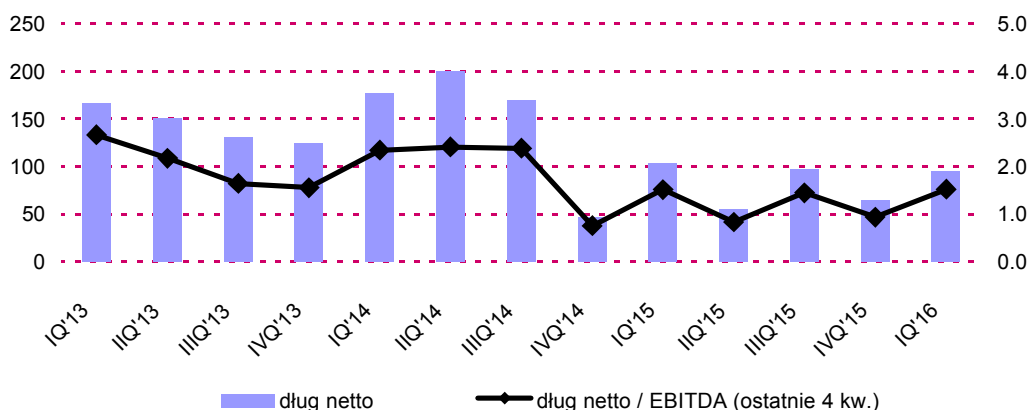
	II kwartał 2016 P	II kwartał 2015	zmiana	I-II kw. 2016 P	I-II kw. 2015	zmiana
Przychody	1 186.0	998.5	18.8%	2 222.4	2 345.0	-5.2%
EBITDA	13.8	20.7	-33.3%	25.9	39.0	-33.6%
EBIT	13.2	20.0	-34.0%	24.7	37.7	-34.5%
Zysk netto	9.2	13.9	-34.2%	16.5	26.8	-38.7%
<b>Marże</b>						
Marża EBIT	1.1%	2.0%		1.1%	1.6%	
Marża netto	0.8%	1.4%		0.7%	1.1%	

Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka ABC Data S.A.

### Dług netto pod kontrolą ?

Dług netto na koniec I kwartału 2016 wyniósł 96 mln PLN, jednak wliczając w to factoring (szacowany na ok. 120 mln PLN) jest to ok. 216 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że EBITDA na ten rok według naszych prognoz spadnie do ok. 53.4 mln PLN (w tym pozytywny one-off 6.4 mln PLN zysku za wniesienie aportem domeny internetowej i znaku towarowego biznes link), to dług netto/EBITDA wynosi dla ABC Data ok. 4.0x. Taki poziom jest wysoki i ryzykowny w przypadku, gdyby zaszły jakieś nieprzewidziane zdarzenia takie jak np. potrzeba zapłacenia należnego VAT (jak w przypadku Actiona). Uważamy, że prawdopodobieństwo takiego zdarzenia jest istotnie mniejsze niż w przypadku Actiona, ale większe niż w grupie AB.

### Zadłużenie grupy ABC Data



Źródło: ABC Data S.A., mln PLN

## Przejęcia raczej odłożone w czasie

Spółka planowała w 2016 r. nabyć większy podmiot, który umożliwiłby przyspieszenie rozwoju. Oczekiwaliśmy, że mogłaby to być akwizycja nawet za ponad 100 mln PLN. Dziś widać, że oczekiwanie na szybkie przejęcie jest raczej tonowane. Zarząd podkreśla, że akwizycja musiałaby dodawać ewidentną wartość grupie ABC Data. Waluacje na rynku prywatnym są dość niskie, ale raczej nie ma chęci do sprzedawania przy takich cenach. Biorąc pod uwagę aktualne turbulencje rynkowe (duża niepewność, spadki na wielu asortymentach) można sądzić, że spółka będzie polować na specjalne okazje, a w przypadku ich braku będzie preferować rezerwy na nieprzewidziane zdarzenia.

## Dywidenda w tym roku na szczycie

W tym roku spółka wypłaciła 0.39 PLN dywidendy na akcję po dwóch latach wypłat na poziomie 0.36 PLN. Wypłata w tym roku 48.9 mln PLN to ponad 104% zeszłorocznego skonsolidowanego zysku netto (zysk netto w ujęciu jednostkowym wyniósł 60.3 mln PLN dzięki dywidendom ze spółek zależnych). Oczekujemy, że w przyszłym roku wraz ze spadkiem zysku netto (zarówno skonsolidowanego jak i jednostkowego) dywidenda będzie istotnie niższa. Oczekujemy, że będzie to poziom zbliżony do skonsolidowanego zysku netto, czyli ok. 0.28 PLN na akcję. Przy obecnej cenie 2.52 PLN za akcję ABC Data cały czas daje to atrakcyjną stopę dywidendy 11%. Z drugiej jednak strony warto pamiętać, że spółki obniżające dywidendy statystycznie zachowują się słabiej od rynku.

## Prognoza wyników

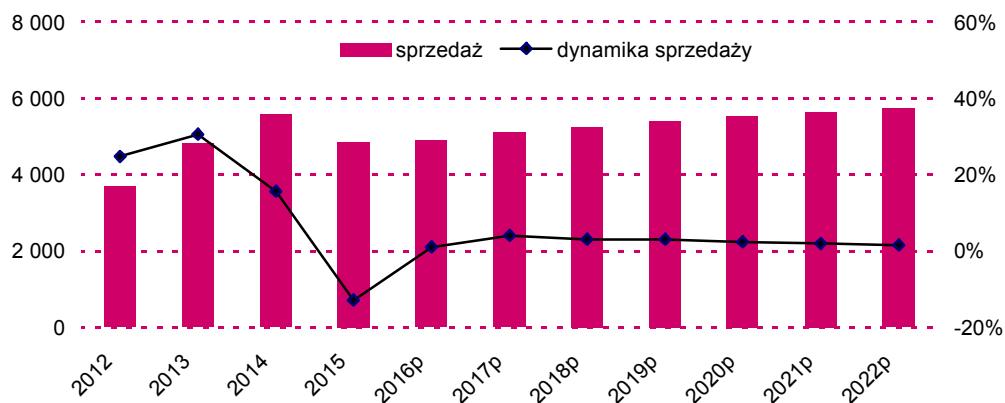
Zmienność osiągniętych wyników przez ABC Data znacząco wzrosła w ostatnim okresie. Po spadku przychodów o 5.3% w I półroczu, oczekujemy, że w całym roku spółka pokaże wzrost przychodów o 1%. W II półroczu wzrost o 6.8% r/r będzie głównie efektem kontynuacji wzrostowej tendencji z II kw. W I kw. 2016 EBITDA bez one-offów wyniosła zaledwie 4.9 mln PLN. Wprawdzie wraz silnym odbiciem przychodów w II kw. i oczekiwanej EBITDA na poziomie 13.8 mln PLN oczekujemy, że spadek wyników w tym roku nie będzie dramatyczny. Nasza prognoza EBITDA na ten rok została obniżona o 13% z 61.5 mln PLN do 53.5 mln PLN (-27% r/r), a bez one-offa z I kw. byłoby to 47 mln PLN. Zysk netto według naszych prognoz wyniesie 35.2 mln PLN (-24.8% r/r), co przy aktualnej cenie akcji spółki daje wskaźnik C/Z 9.2.

Niestety przy aktualnej zmienności rynku istnieje duża niepewność w stosunku do prognoz dla ABC Data (choć istotnie mniejsza niż w przypadku spółki Action). Czynnikiem niesprzyjającym będzie spadek całego rynku, co zostanie jednak skompensowane odbieraniem udziałów spółce Action. ABC Data oczekuje w tym roku spadku marż przy równoczesnym inwestowaniu na rynkach zagranicznych. Grupa walczy głównie o rynek rumuński, gdzie jest 3 graczem, a chce zdobyć 2 miejsce w ciągu 3 lat. Natomiast na Węgrzech został otwarty w maju magazyn, co również podnosi wydatki. Ekspansja zagraniczna nie pozwala ograniczać kosztów SGA, które wzrosły o 12% r/r (w całym roku szacujemy ich wzrost na 9% r/r, co jednak może się okazać zbyt niskim założeniem). Niestety efektów ekspansji zagranicznej nie widać w sprzedaży poza Polską, gdyż nakłada się na tendencję spadku eksportu).

## Wycena i rekomendacja

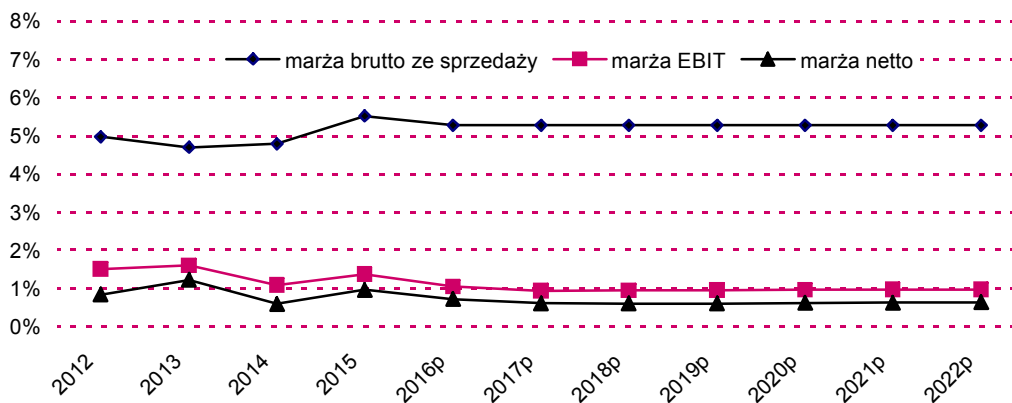
ABC Data w ostatnich latach była (i jest) traktowana jako spółka dywidendowa o niewielkim potencjale poprawy wyników. Biorąc pod uwagę tegoroczną wypłatę 0.39 PLN na akcję, aktualna cena akcji uwzględnia, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, znaczącą redukcję w przyszłym roku. Jednak nawet 0.28 PLN przyniesie stopę ok. 11%, co jest atrakcyjną wartością. Niestety istniejące ryzyka dotyczące tegorocznych zysków oraz potencjalne ryzyka związane z VATem (analogicznych do tych w spółce Action) nie pozwalają na nadmierny optymizm. Obniżamy naszą wycenę z 3.0 PLN do 2.62 PLN (po istotnym obniżeniu naszych prognoz) oraz utrzymujemy rekomendację neutralnie.

### Prognozowana sprzedaż i dynamika sprzedaży r/r dla grupy ABC Data



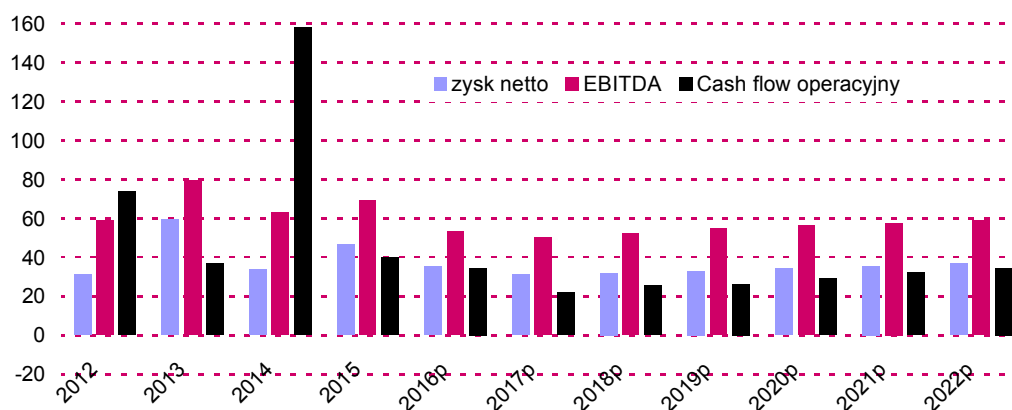
Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka ABC Data S.A.

### Prognozowany poziom marż dla grupy ABC Data



Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka ABC Data S.A.

### Prognozowane zyski i cash flow dla grupy ABC Data



Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka ABC Data S.A.

## Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem dystrybutorów IT polskich i zagranicznych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 407 mln PLN, czyli 3.25 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 249 mln PLN (1.99 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 328 mln PLN, czyli 2.62 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną otrzymujemy dla akcji spółki rekomendację akumuluj.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	407	3.25
Wycena porównawcza	249	1.99
<b>Wycena spółki ABC Data SA</b>	<b>328</b>	<b>2.62</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2025 roku na poziomie 2.8%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2024 na 1.0%,
- Zakładamy spadek marży EBITDA o 0.1% w 2016 r. oraz jej utrzymanie na poziomie 1.0% w kolejnych latach
- Zakładamy dynamikę sprzedaży w roku 2016 na poziomie 1.0%, w 2017 r. 4.0% oraz liniowy spadek do 1.5% w 2022 r.
- Przyjęliśmy założenie o wypłacaniu przez spółkę dywidendy na poziomie 100% skonsolidowanego zysku netto za rok ubiegły,
- Założyliśmy, że spółka oprócz dług bilansowego korzysta z factoringu na poziomie 110 mln PLN

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	4905	5101	5254	5412	5542	5648	5735	5823	5912	6003	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	41.5	38.6	40.2	41.9	43.2	44.3	45.2	46.1	47.1	48.0	
Amortyzacja	2.1	2.5	2.7	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
Inwestycje	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	
Zmiana kap.obrotowego	-2.9	-11.7	-9.2	-9.4	-7.8	-6.4	-5.2	-5.3	-5.4	-5.4	
FCF	37.7	26.4	30.8	32.3	35.4	37.9	40.0	40.9	41.7	42.6	792.2
Zmiana FCF		-30%	17%	4.8%	9.5%	7.2%	5.5%	2.1%	2.1%	2.1%	1.0%
Dług/Kapitał	31.0%	21.7%	24.6%	28.7%	31.7%	33.1%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%
Stopa wolna od ryzyka	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Premia rynkowa	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
Koszt długu	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%
Koszt kapitału	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%
WACC	5.2%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%
PV (FCF)	32.4	21.2	23.4	23.2	24.0	24.1	23.7	22.6	21.5	20.4	379.2
Wartość DCF (mln PLN)	616	w tym wartość rezydualna				379					
(Dług) Gotówka netto	-208										
Wycena DCF (mln PLN)	407										
Liczba akcji (mln)	125.2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>3.25</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

## Wrażliwość wyceny spółki ABC Data na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	
stopa $R_r$ rezydualna	2.0%	2.86	3.10	3.40	3.76	4.20	4.76	5.51
	2.5%	2.67	2.88	3.13	3.43	3.80	4.25	4.82
	2.8%	2.56	2.76	2.99	3.25	3.58	3.97	4.47
	3.0%	2.51	2.69	2.91	3.16	3.47	3.84	4.30
	4.5%	2.13	2.26	2.41	2.57	2.77	2.99	3.26

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 3.25 PLN.



## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży dystrybucji IT. Wartość spółki ABC Data oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

### Wycena porównawcza do spółek polskich i zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
AB		PL	6.7	6.5	6.3	7.6	7.4	7.1	7.0	6.7	6.4
Techdata		US	6.7	6.4	6.4	7.6	7.3	7.5	12.7	12.2	12.2
Ingram		US	6.0	5.6	5.4	6.8	6.5	6.4	10.7	10.0	9.8
Synnex		US	9.1	8.1	7.5	10.9	9.5	9.0	16.3	14.3	13.3
Esprinet		IT	1.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6	8.1	7.3	7.6
<b>Mediana</b>			<b>6.7</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.3</b>	<b>7.1</b>	<b>10.7</b>	<b>10.0</b>	<b>9.8</b>
<b>Dług netto</b>											
Wyniki spółki (mln PLN)		208.1	69.0	53.4	50.2	66.5	51.3	47.7	46.8	35.2	31.2
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			251	133	108	296	169	133	499	350	305
<b>Wycena</b>			<b>249</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>1.99</b>								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 1.99 PLN.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>przychody netto</b>	<b>4 822.5</b>	<b>5 573.4</b>	<b>4 856.3</b>	<b>4 904.8</b>	<b>5 101.0</b>	<b>5 254.0</b>
Koszty sprzedanych towarów	4 596.0	5 306.4	4 588.0	4 646.2	4 832.0	4 977.0
zysk brutto na sprzedaży	226.5	267.0	268.2	258.7	269.0	277.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	151.1	204.5	199.3	214.4	222.3	228.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3.7	8.7	7.8	7.0	1.0	1.0
<b>EBITDA</b>	<b>79.5</b>	<b>62.8</b>	<b>69.0</b>	<b>53.4</b>	<b>50.2</b>	<b>52.4</b>
<b>EBIT</b>	<b>77.1</b>	<b>60.6</b>	<b>66.5</b>	<b>51.3</b>	<b>47.7</b>	<b>49.7</b>
saldo finansowe	-11.3	-12.1	-7.4	-7.8	-9.2	-10.5
zysk przed opodatkowaniem	67.9	48.6	59.1	43.4	38.5	39.1
podatek dochodowy	8.8	15.3	12.3	8.3	7.3	7.4
<b>zysk netto</b>	<b>59.1</b>	<b>33.3</b>	<b>46.8</b>	<b>35.2</b>	<b>31.2</b>	<b>31.7</b>
EPS	0.47	0.27	0.37	0.28	0.25	0.25

## Bilans (mln PLN)

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>74.5</b>	<b>77.5</b>	<b>73.1</b>	<b>74.0</b>	<b>74.5</b>	<b>74.7</b>
wartości niematerialne i prawne	42.8	46.1	46.2	46.2	46.2	46.2
rzeczowe aktywa trwałe	4.8	5.6	4.7	5.6	6.1	6.3
inwestycje długoterminowe i rmk	26.9	25.8	22.2	22.2	22.2	22.2
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>842.0</b>	<b>870.9</b>	<b>995.2</b>	<b>1 004.8</b>	<b>1 043.6</b>	<b>1 073.8</b>
zapasy	327.3	348.0	422.0	426.2	443.3	456.6
należności	496.8	488.7	537.6	543.0	564.7	581.6
inwestycje krótkoterminowe	17.8	34.1	35.6	35.6	35.6	35.6
rozliczenia międzyokresowe	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>aktywa razem</b>	<b>916.5</b>	<b>948.4</b>	<b>1 068.3</b>	<b>1 078.8</b>	<b>1 118.0</b>	<b>1 148.5</b>
kapitał własny	315.7	298.6	301.2	287.5	283.5	284.0
zobowiązania	600.8	649.8	767.1	791.3	834.6	864.6
zobowiązania długoterminowe	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
zobowiązania krótkoterminowe	599.9	648.5	765.8	790.0	833.3	863.3
<b>pasywa razem</b>	<b>916.5</b>	<b>948.4</b>	<b>1 068.3</b>	<b>1 078.8</b>	<b>1 118.0</b>	<b>1 148.5</b>
BVPS	2.52	2.38	2.41	2.30	2.26	2.27

Źródło: Prognozy Millennium DM

**Cash flow (mln PLN)**

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
wynik netto	59.1	33.3	46.8	35.2	31.2	31.7
amortyzacja	2.4	2.2	2.5	2.1	2.5	2.7
zmiana kapitału obrotowego	-31.1	95.5	-21.1	-2.9	-11.7	-9.2
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>30.4</b>	<b>131.0</b>	<b>28.2</b>	<b>34.4</b>	<b>21.9</b>	<b>25.3</b>
inwestycje (capex)	-3.0	-12.6	-1.9	-3.0	-3.0	-3.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1.2</b>	<b>-15.7</b>	<b>-1.2</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>
wypłata dywidendy	-29.7	-44.6	-44.1	-48.9	-35.2	-31.2
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
zmiana zadłużenia	9.2	-59.1	15.5	17.5	16.2	8.9
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-20.5</b>	<b>-103.7</b>	<b>-28.6</b>	<b>-31.4</b>	<b>-18.9</b>	<b>-21.3</b>
zmiana gotówki netto	8.7	11.6	-1.6	0.0	0.0	1.0
DPS	0.24	0.36	0.35	0.39	0.28	0.25
CEPS	0.49	0.28	0.39	0.30	0.27	0.27
FCFPS	0.33	1.21	0.29	0.35	0.26	0.29

**Wskaźniki (%)**

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
zmiana sprzedaży	30.6%	15.6%	-12.9%	1.0%	4.0%	3.0%
zmiana EBITDA	35.2%	-21.0%	9.9%	-22.7%	-5.9%	4.3%
zmiana EBIT	38.8%	-21.4%	9.8%	-22.9%	-6.9%	4.1%
zmiana zysku netto	90.2%	-43.7%	40.6%	-24.9%	-11.4%	1.7%
marża EBITDA	1.6%	1.1%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%
marża EBIT	1.6%	1.1%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%
marża netto	1.2%	0.6%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
sprzedaż/aktywa (x)	5.3	5.9	4.5	4.5	4.6	4.6
dług / kapitał (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
odsetki / EBIT	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
stopa podatkowa	13%	31%	21%	19%	19%	19%
ROE	18.7%	11.2%	15.5%	12.2%	11.0%	11.2%
ROA	6.4%	3.5%	4.4%	3.3%	2.8%	2.8%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-221.7	-162.6	-208.1	-235.6	-251.9	-260.8

Źródło: prognozy Millennium DM

# Action

## Otwarcie postępowania sanacyjnego

1 sierpnia sąd wydał postanowienie o postępowaniu sanacyjnym wobec Action. Zarząd w przedstawionych wstępnych propozycjach układowych zaproponował objęcie wszystkich wierzycieli w jednej grupie, karencję w spłacie zobowiązań do końca 2017 r. oraz umorzenie odsetek w całości. Spółka zaproponowała spłatę wierzycieli w pełnej wysokości należności głównej w maksymalnie 20 równych ratach kwartalnych płatnych do końca miesiąca następującego po upływie pierwszego kwartału 2018 roku.

Action złożył wstępny plan restrukturyzacyjny, w którym założono m. in.: rezygnację lub znaczne ograniczenie niskorentownych kontraktów oraz projektów; koncentrację na dalszym rozwoju kanałów dystrybucji o najwyższej rentowności oraz najszybszym spływie należności, selektywny dobór dostawców, weryfikację zasad dotyczących zakupu towarów i usług oraz konsolidację grupy poprzez przejęcie niektórych spółek zależnych przez Action. W ocenie prezesa Piotra Bielińskiego, po otwarciu postępowania sanacyjnego, Action jest w stanie prowadzić działalność operacyjną, a w razie konieczności płacić dostawcom gotówką. Obecnie spółka ma 30 dni na sporządzenie planu restrukturyzacji. Prezes Bieliński oskarża o sytuację w spółce decyzje Urzędu Skarbowego. Według niego obciążają spółkę odpowiedzialnością za błędy, zaniechania i niedociągnięcia urzędników i podmiotów trzecich.

## Zawieszenie rekomendacji dla spółki Action

Ostatnie kwartały pokazały, że prognozowanie przyszłości spółki Action jest obarczone wyjątkowo dużym ryzykiem. Wydawało się, że rok 2015 r. to dno wyników, jednak spółka ponownie zaskakuje negatywnymi informacjami. Bardzo silne spadki przychodów, wysokie zadłużenie oraz ryzyko zapłacenia w sumie 80 mln PLN zaległego VAT (pytanie czy na tym koniec) wskazują, że nie tylko prognozowanie przyszłych wyników jest obarczone dużym ryzykiem, ale rośnie wręcz ryzyko kontynuacji działalności spółki. Według zarządu spółka Action rynek musi się skonsolidować, a walka konkurencyjna się zmniejszyć. Niestety wzrosło ryzyko, że to Action stanie się jednym z kandydatów do odpadnięcia z rynku.

Uważamy, że w przypadku pozytywnego scenariusza dla spółki (żadne nowe zobowiązania z tytułu VAT się nie pojawią, spółce uda się dogadać z wierzycielami, a w dłuższym terminie powróci zdrowa rentowność przy niższych przychodach) istnieje duży potencjał wzrostowy dla ceny akcji. Patrząc na sam majątek spółki należy podkreślić, że spółka jest notowana 0.36 C/WK i to już po odjęciu 80 mln PLN na zapłacenie VATu.

Istnieje jednak wiele scenariuszy negatywnych. Wyniki I kwartału sugerują, że spółka ma problemy w podstawowym biznesie i dług wcale nie jest jedynym problemem. W nowej sytuacji spółka będzie otrzymywać od kontrahentów gorsze warunki (jako partner o wyższym ryzyku), co dalej pogorszy rentowność i potencjał generowania zysków w długim terminie. Poza tym przy mniejszej skali działalności uzyskiwanie dobrej rentowności (przy istotnych kosztach stałych np. magazynu) będzie dużo trudniejsze. Dodatkowo nie ma pewności czy nie pojawią się jakieś nowe decyzje kolejnych urzędów skarbowych, które jeszcze zwiększą obciążenia.

Trudno przewidzieć na ile rentowana będzie spółka z okrojonymi przychodami. Pomimo sanacji nie można też całkowicie wykluczyć bankructwa. Dlatego ze względu na brak możliwości wiarygodnego prognozowania przyszłych wyników spółki (oraz dużej wrażliwości wyceny zależnie od założonego scenariuszu) zawieszamy rekomendacje dla spółki Action.

### Problem z potencjalnym VATem do oddania

Według decyzji Urzędu Skarbowego w Warszawie w sprawie podatku VAT, spółka zawiązała podatek naliczony do odliczenia w łącznej wysokości 36 mln PLN za styczeń i luty 2013 r., co wraz z odsetkami oznaczałoby 46.9 mln PLN do oddania przez spółkę. Spółka będzie się odwoływać od tej decyzji, a w przypadku, gdyby odwołanie nie przyniosło skutku, Action odwoła się do sądu, przy czym w takim wypadku zostanie utworzona rezerwa odpowiadająca 50% powyższej kwoty (czyli 23.5 mln PLN).

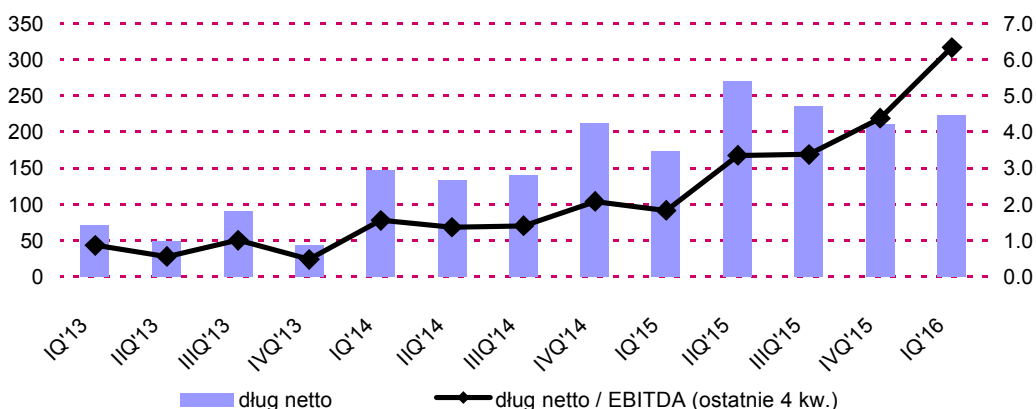
Analogiczna decyzja dotycząca okresu od lipca 2011 do stycznia 2012 wydana przez Urząd Skarbowy w Olsztynie określiła zawyżony podatek naliczony do odliczenia na poziomie 22.6 mln PLN. Potencjalną rezerwę w przypadku nieudanego odwołania i zaskarżenia sądowego spółka szacuje na 16.5 mln PLN (co oznacza 33 mln PLN potencjalnego zobowiązania końcowego). Biorąc pod uwagę aktualne tendencje związane z rosnącą restrykcyjnością dotyczącą kwestii podatkowych, sądzimy, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że odwołania nie przyniosą skutku (oczekiwany wynik odwołania to IV kw.), co oznaczałoby obowiązek zapłacenia 80 mln PLN, a spółka zawiązałaby rezerwy na połowę tej kwoty.

### Wysoki dług przy słabych wynikach

Action miał 210 mln PLN długu netto na koniec 2015 r., które na koniec I kw. 2016 wzrosło jeszcze do 224 mln PLN. Dług netto do EBITDA przekraczający 4.4x (dla zysku 2015 r.) należy traktować jako niebezpieczny w przypadku gdyby zyski nie wzrosły istotnie w kolejnych latach. W lipcu 2017 zapadają obligacje o wartości 100 mln PLN. W kontekście tego co aktualnie dzieje się w spółce dość dziwną decyzją było uchwalenie wypłaty dywidendy 1 PLN na akcję oraz ogłoszenie skupu akcji. Można sądzić, że była to chęć podtrzymywania optymizmu przez głównego akcjonariusza spółki. Jednak wraz z otwarciem postępowania sanacyjnego los tegorocznej dywidendy jest niepewny.

Dług powinien spaść istotnie na koniec II kw. wraz ze spadkiem obrotów i obniżeniem kapitału obrotowego. Oczekujemy, że dług netto w II kw. obniży się o 50-80 mln PLN. Sądzimy, że spółka ma jeszcze niewielki potencjał ograniczania kapitału obrotowego, ale i tak to by nie wystarczyło w przypadku potrzeby zapłacenia 80 mln PLN zaległego VATu. Dług będzie szczególnie dużym problemem przy szacowanej przez nas tegorocznej EBITDA na poziomie zaledwie 20-30 mln PLN (bez uwzględniania rezerwy na VAT).

### Zadłużenie grupy Action



Źródło: Action S.A., mln PLN

## Zapowiedź ograniczenia kosztów oraz generowania gotówki

Spółka zapowiada, że zredukowała koszty o 1 mln PLN/mies. (m.in. zwolnienia 60 osób), co w znacznym stopniu ma być widoczne w wynikach II kw., a w pełni od III kwartału. W perspektywie kilku (dwóch, trzech) kolejnych kwartałów spółka widzi potencjał obniżki kosztów o kolejny 1 mln PLN/mies. Dodatkowo przeniesienie stanów magazynowych z Nadarzyna do Zamienia ma przynieść ograniczenie kosztów o 0.2 mln PLN/mies. od sierpnia, a ostateczne zakończenie umowy w tej lokalizacji ograniczy koszty o kolejne 0.3 mln PLN. Poza poprawą rentowności zarząd pracuje nad obniżeniem poziomu kapitału obrotowego. W związku z bardziej agresywną polityką w stosunku do producentów spółka ograniczyła znacząco zapasy, szczególnie na produktach niskomargowych. Obniżenie stanu magazynu ma już być widoczne na koniec II kw. Zapasy mają być zbliżone do 400 mln PLN podczas gdy rok wcześniej było to 524 mln PLN, a na koniec I kw. 576 mln PLN. Dlatego oczekujemy silnych przepływów operacyjnych, które zmniejszą według nas zadłużenie ok. 50-80 mln PLN. Oczywiście będzie to powiązane z obniżką przychodów, które spadną aż o 35%.

## Prognoza wyników w II kw. 2016

Po spadku przychodów w I kw. o 23.2% r/r, w II kw. sprzedaż spadła jeszcze bardziej (o 35% do 750 mln PLN), mimo wcześniejszego optymizmu zarządu, że spółka wychodzi na prostą. Według zarządu głównym powodem spadku przychodów było zmniejszenie poziomu zakupów w związku z dążeniem do lepszej rotacji stanów magazynowych. Grupa ma pokazać znaczący wzrost marży, gdyż spadek przychodów to głównie efekt rezygnacji z niskomargowych towarów. Jednak przy tak dużym spadku sprzedaży niewiele już pomoże założony przez nas bardzo optymistyczny wzrost marży brutto o 1.6 p.p. r/r (po wzroście o 1 p.p. w I kwartale). Spółka zapowiada też, że powinny być już widoczne efekty (choć nie w całości) redukcji kosztów na poziomie 1 mln PLN/mies. Silny spadek przychodów powinien doprowadzić do straty spółki 2.7 mln PLN na poziomie EBIT oraz 4.9 mln PLN straty netto.

## Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych Action

	II kwartał 2016 P	II kwartał 2015	zmiana	I-II kw. 2016 P	I-II kw. 2015	zmiana
Przychody	750.0	1 157.2	-35.2%	1 839.5	2 559.9	-28.1%
EBITDA	0.9	9.8	-90.8%	6.7	28.6	-76.6%
EBIT	-2.7	6.4	-	-0.5	22.7	-
Zysk netto	-4.9	4.4	-	-4.5	16.3	-
<b>Marże</b>						
Marża EBIT	-0.4%	0.6%		0.0%	0.9%	
Marża netto	-0.7%	0.4%		-0.2%	0.6%	

Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka Action S.A.

## Nowe pomysły biznesowe sygnałem słabości

Spółka zapowiadała wchodzenie w nowe obszary jako odpowiedź na słabość rynku w dotychczasowej działalności. Nowe biznesy, które miały być rozwijane, czyli ActionMed oraz sprzedaż żywności do Chin nie mają i prawdopodobnie nie będą miały w najbliższym czasie istotnego znaczenia dla spółki. Patrząc na kontrybucję do wyników ActionMed na razie wychodzi na zero (po niecałym roku od rozpoczęcia tej działalności), natomiast handel z Chinami przynosi straty rzędu kilkuset tysięcy PLN w skali roku. Niestety nie widzimy, żadnych przewag konkurencyjnych Actiona w dalekowschodniej działalności. Takie decyzje sugerują natomiast brak szans wzrostu w dziedzinach bliższych kompetencjom spółki oraz rozpraszenie uwagi zarządu.

W kontekście nowych działalności warto przyjrzeć się niemieckiej części Actiona, która powinna już od roku przynosić zyski. Wprawdzie strata Action EU wyniosła 2015 r. nieznaczną stratę ok. 1 mln PLN, to w tym roku spółka liczy za ledwie na osiągnięcie płaskiej sprzedaży r/r oraz osiągnięcie break even. A jeszcze pod koniec ubiegłego roku spółka oczekiwała, że w 2016 przychody wzrosną o 22%, a zysk wyniesie 1-2 mln EUR. Brak wzrostu i zysku w Niemczech stawia pod znakiem zapytania sukces tej działalności.

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2012	2013	2014	2015
<b>przychody netto</b>	<b>3 515.2</b>	<b>4 749.2</b>	<b>5 445.2</b>	<b>5 312.1</b>
Koszty sprzedanych towarów	3 288.4	4 452.1	5 116.9	5 023.9
zysk brutto na sprzedaży	226.8	297.1	328.3	288.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	158.5	210.5	238.8	253.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.0	-4.6	2.9	0.4
<b>EBITDA</b>	<b>79.6</b>	<b>91.3</b>	<b>101.9</b>	<b>48.2</b>
<b>EBIT</b>	<b>68.3</b>	<b>82.0</b>	<b>92.4</b>	<b>35.0</b>
saldo finansowe	-7.3	-5.2	-6.8	-8.1
zysk przed opodatkowaniem	60.9	76.8	85.6	26.9
podatek dochodowy	12.7	16.1	17.2	6.0
<b>zysk netto</b>	<b>48.3</b>	<b>61.6</b>	<b>69.9</b>	<b>23.2</b>
EPS	2.94	3.75	4.26	1.41

### Bilans (mln PLN)

	2012	2013	2014	2015
<b>aktywa trwałe</b>	<b>137.9</b>	<b>148.5</b>	<b>203.4</b>	<b>218.2</b>
wartości niematerialne i prawne	16.0	16.9	21.6	30.0
rzeczowe aktywa trwałe	112.0	124.5	174.4	181.2
inwestycje długoterminowe i rmk	9.2	7.0	7.3	6.9
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>763.1</b>	<b>1 005.7</b>	<b>1 258.4</b>	<b>1 142.9</b>
zapasy	315.8	369.6	551.3	460.2
należności	439.3	593.8	592.5	644.5
inwestycje krótkoterminowe	7.9	42.2	114.5	38.1
rozliczenia międzyokresowe	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>aktywa razem</b>	<b>901.0</b>	<b>1 154.2</b>	<b>1 461.8</b>	<b>1 361.1</b>
kapitał własny	259.6	301.6	345.5	359.6
zobowiązania	641.5	852.6	1 116.3	1 001.5
zobowiązania długoterminowe	5.0	7.9	143.1	140.1
zobowiązania krótkoterminowe	636.4	844.7	973.2	861.4
<b>pasywa razem</b>	<b>901.0</b>	<b>1 154.2</b>	<b>1 461.8</b>	<b>1 361.1</b>
BVPS	15.8	18.4	21.1	21.9

Źródło: Action SA

### Cash flow (mln PLN)

	2012	2013	2014	2015
wynik netto	48.3	61.6	69.9	23.2
amortyzacja	11.4	9.3	9.5	13.2
zmiana kapitału obrotowego	-59.5	29.6	-164.4	1.3
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>0.2</b>	<b>100.5</b>	<b>-85.0</b>	<b>37.7</b>
inwestycje (capex)	-2.8	-18.6	-59.7	-17.3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.8</b>	<b>-18.6</b>	<b>-59.7</b>	<b>-17.3</b>
wypłata dywidendy	-13.8	-24.6	-16.6	-16.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	22.9	-25.9	245.0	-76.7
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>9.1</b>	<b>-50.5</b>	<b>228.4</b>	<b>-93.3</b>
zmiana gotówki netto	6.4	31.4	83.7	-72.9
DPS	0.84	1.50	1.0	1.0
CEPS	3.64	4.32	4.84	2.22
FCFPS	0.53	7.47	-1.28	3.63

### Wskaźniki (%)

	2012	2013	2014	2015
zmiana sprzedaży	25.3%	35.1%	14.7%	-2.4%
zmiana EBITDA	16%	15%	12%	-53%
zmiana EBIT	19%	20%	13%	-62%
zmiana zysku netto	14%	27%	13%	-67%
marża EBITDA	2.3%	1.9%	1.9%	0.9%
marża EBIT	1.9%	1.7%	1.7%	0.7%
marża netto	1.4%	1.3%	1.3%	0.4%
sprzedaż/aktywa (x)	3.9	4.1	3.7	3.9
dług / kapitał (x)	0.3	0.1	0.4	0.4
odsetki / EBIT	0.1	0.1	0.1	0.2
stopa podatkowa	21%	21%	20%	22%
ROE	18.6%	20.4%	20.2%	6.5%
ROA	5.4%	5.3%	4.8%	1.7%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-106.5	-38.4	-211.1	-210.8

Źródło: Action SA



## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Marcin Palenik, CFA**  
+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

**Maciej Krefta**  
+22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

**Sebastian Siemiątkowski**  
+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

**Artur Topczewski**  
+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse

Analityk  
branża spożywcza, handel

Analityk  
energetyka i deweloperzy

Analityk funduszy

Analityk funduszy

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Leszek Iwaniec**  
+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

**Marcin Czerwonka**  
+48 22 598 26 70  
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp  
02-593 Warszawa Polska

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, Lokum Deweloper, Zamet Industry, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper, od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank, Getin Holding oraz Benefit Systems w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszej udogodnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym. Prace nad raportem zostały ukończone 4 sierpnia 2016 roku o godzinie 8.40, datą rozpowszechnienia jest data raportu, godzina 9.00.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
AB	kupuj	21 sty 16	31.7	38.5
AB	kupuj	23 lis 15	32.7	44.1
ABC Data	neutralnie	21 sty 16	3.10	3.00
ABC Data	neutralnie	23 lis 15	3.40	3.53
Action	akumuluj	21 sty 16	24.6	29.0
Action	akumuluj	23 lis 15	27.5	31.8

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2016 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	1	33%
Akumuluj	1	33%
Neutralnie	1	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora

