

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	5,93
kurs docelowy (zł)	7,37
wycena DCF (zł)	8,13
min 52 tyg (zł)	4,18
max 52 tyg (zł)	7,66
kapitalizacja (mln zł)	82,51
EV (mln zł)	69,62
liczba akcji (mln szt.)	13,91
free float	32,6%
free float (mln zł)	26,92
śr. obrót/msc (mln zł)	2,14

Zmiana kursu	Oponeo.pl	WIG
1 miesiąc	1,9%	-6,3%
3 miesiące	-3,5%	-4,8%
6 miesięcy	-1,0%	-3,2%
12 miesięcy	40,6%	77,1%

Akcjonariat	% akcji i głosów
R. Zawieruski	26,96
D. Topolewski	26,85
Amplico PTE	7,15
TFI Opera	6,41

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2009-07-31	6,90

**Dom Maklerski PKO BP SA**

ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00

## Analityk:

**Przemysław Smoliński**

tel. (0-22) 521-79-10  
e-mail: przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

**Wyniki za IV kwartał 2009 r.**

Wyniki Oponeo.pl za IV kwartał 2009 r. były stosunkowo dobre. Choć w związku z nienajlepszą koniunkturą na całym rynku motoryzacyjnym, spółka zanotowała niewielki spadek przychodów do poziomu 37,70 mln zł z 39,84 mln zł w porównywalnym okresie 2008 r., to jednak wzrósł jej zysk operacyjny i netto w stosunku do wyników skorygowanych o zdarzenia jednorazowe. Cały rok 2009 nie należał jednak do udanych. W związku ze stratą z trzech pierwszych kwartałów spowodowaną niekorzystną sytuacją na rynku walutowym, narastającą po czterech kwartałach 2009 r. Oponeo.pl zanotowało silny spadek zysku netto z 6,02 mln zł do zaledwie 1,84 mln zł.

**Przejęcie największego konkurenta**

Pod koniec lutego Oponeo.pl poinformowało o przejęciu za 13,2 mln zł swojego największego konkurenta Favonia Trading Ltd., prowadzącego sklepy internetowe z oponami w domenach Opony.pl i Ogumienie.com. Udział spółki w rynku internetowej sprzedaży opon wynosi ok. 15%, przy przychodach rzędu 22 mln zł (i szacowanym zysku netto 1-1,5 mln zł). Tym samym, po przejęciu Oponeo.pl będzie odpowiadała za ok. 75% sprzedaży opon przez Internet w Polsce.

**Przejęcie Favonia należy z kilku powodów interpretować pozytywnie:**

- Wykorzystanie spowolnienia gospodarczego do powiększenia udziału w rynku po niskiej cenie (P/E Favonia oscylujące w okolicach 10).
- Wysokie efekty synergii, dzięki 25% wzrostowi przychodów przy niewielkim wzroście kosztów stałych (obsługa sklepów w nowych domenach realizowania będzie przy wykorzystaniu obecnej technologii Oponeo.pl).
- Znaczne utrudnienie wejścia na polski rynek sprzedaży opon przez Internet podmiotom zagranicznym.

Koszt przejęcia Oponeo.pl ma zamiar sfinansować ze środków własnych (5,7 mln zł) i wpływów z emisji 1 267 600 akcji (7,5 mln zł, a więc 6,06 zł za akcję) skierowanej do Favonia Trading.

**Perspektywa średnioterminowa**

Choć miniony rok nie był dla Oponeo.pl korzystny, to jednak prognozy na obecny rok wyglądają już o wiele bardziej optymistycznie. O ile nie prognozujemy dużego polepszenia wyników z rynku krajowego, to jednak z jednej strony zagraniczne sklepy internetowe, a z drugiej strony nowo przejęta spółka Favonia, powinny przyczynić się do znacznego zwiększenia zysku w 2010 r. Szacujemy, że z dotychczasowej działalności Oponeo.pl powinno w bieżącym roku osiągnąć co najmniej 1,8 - 2,0 mln zł zysku netto, z zagranicznych sklepów internetowych około 0,75 mln zł oraz około 1,5 mln zł z Favonia wraz efektami synergii wynikającymi z jej przejęcia i połączenia. Łącznie powyższa prognoza daje ponad 4 mln zł zysku netto, przy konserwatywnym założeniu kontynuacji spowolnienia gospodarczego. W przypadku polepszenia sytuacji makroekonomicznej, z pewnością powyższy wynik może wzrosnąć przynajmniej o 1 mln zł do ponad 5 mln zł.

**Wycena i Rekomendacja**

Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia, uważamy, że kurs Oponeo.pl jest niedowartościowany. Na podstawie wyceny porównawczej wartość jednej akcji spółki określamy na 6,98 zł, zaś bazując na modelu DCF na 8,13 zł. Na podstawie powyższych wycen ustalamy cenę docelową akcji Oponeo.pl na 7,37 zł, wydając rekomendację KUPUJ.

**Dane finansowe (skonsolidowane)**

mln zł	2008	2009	2010p	2011p	2012p
Sprzedaż	94,28	85,66	107,37	119,08	138,18
EBITDA	7,67	3,84	8,07	10,21	11,80
EBIT	6,67	1,73	4,62	6,27	7,34
Zysk netto	6,00	1,84	4,19	5,90	6,80
Zysk skorygowany	5,00	1,84	4,19	5,90	6,80
EPS (zł)	0,39	0,15	0,30	0,42	0,49
DPS (zł)	0,14	0,04	0,09	0,13	0,15
CEPS (zł)	0,55	0,31	0,55	0,71	0,81
P/E	15,05	40,85	19,69	14,00	12,14
P/BV	1,53	1,47	1,33	1,24	1,15
EV/EBITDA	8,12	16,24	8,63	6,82	5,90



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	IVQ 08	I-IVQ 08	IVQ 09	I-IVQ 09
Przychody netto ze sprzedaży	64,82	94,28	85,66	107,37	119,08	138,18	39,84	94,28	37,70	85,66
zmiana	117,3%	45,5%	-9,1%	25,3%	10,9%	16,0%	10,3%	45,5%	-5,4%	-9,1%
EBITDA	5,59	7,67	3,84	8,07	10,21	11,80	3,17	7,67	2,94	3,84
zmiana	295,0%	37,4%	-50,0%	110,4%	26,5%	15,6%	-23,9%	38,2%	-7,5%	-50,0%
EBIT	5,06	6,67	1,73	4,62	6,27	7,34	2,72	6,67	2,33	1,73
zmiana	302,5%	31,9%	-74,1%	167,5%	35,6%	17,1%	-32,6%	31,9%	-14,6%	-74,1%
Zysk netto	4,15	6,00	1,84	4,19	5,90	6,80	2,30	6,00	2,01	1,84
zmiana	304,9%	44,8%	-69,4%	127,7%	40,7%	15,3%	-33,8%	44,8%	-12,6%	-69,4%
Zysk netto skorygowany	4,15	5,00	1,84	4,19	5,90	6,80	1,29	5,00	2,01	1,84
zmiana	304,9%	20,5%	-63,2%	127,7%	40,7%	15,3%	-62,9%	20,5%	55,7%	-63,2%
Marża EBITDA	8,6%	8,1%	4,5%	7,5%	8,6%	8,5%	8,0%	8,1%	7,8%	4,5%
Marża EBIT	7,8%	7,1%	2,0%	4,3%	5,3%	5,3%	6,8%	7,1%	6,2%	2,0%
Rentowność netto	6,4%	6,4%	2,1%	3,9%	5,0%	4,9%	5,8%	6,4%	5,3%	2,1%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Aktywa ogółem	52,22	63,45	59,32	72,01	77,47	83,84
Aktywa trwałe	15,56	38,93	33,90	35,28	20,93	21,91
Aktywa obrotowe	36,66	24,52	25,42	36,73	56,54	61,93
Kapitał własny	44,38	49,11	50,96	62,09	66,70	71,70
Zobowiązania i rezerwy ogółem	7,84	14,34	8,36	9,92	10,77	12,14
Dług netto	-12,24	-11,80	-12,53	-27,01	-40,00	-43,58
Kapitał obrotowy	1,23	1,20	1,27	2,03	2,24	2,58
Kapitał zaangażowany	32,15	37,31	38,43	35,08	26,71	28,12
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	2,60	1,02	0,21	1,48	6,04	8,33
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-14,99	-14,49	-15,57	-0,20	-9,64	-5,21
Srodki pieniężne z działalności finansowej	38,69	-1,72	0,17	-0,81	6,87	-1,36
Srodki pieniężne na koniec okresu	27,60	12,41	12,41	12,89	16,16	17,92
Dług netto/EBITDA	-2,19	-1,54	-3,27	-3,35	-3,92	-3,69
ROE	18,1%	12,8%	3,7%	7,4%	9,2%	9,8%
ROACE	25,3%	15,6%	3,7%	10,2%	16,4%	21,7%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
Amortyzacja	3	4	4	5	5	5	5	4	4	4
Nakłady inwestycyjne	0	0	5	5	3	4	4	4	3	3
Inwestycje w kapitał obrotowy	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>WACC</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
Suma DFCF	52									
Zdy skontowana wartość rezydualna	46									
Dług netto	-13									
Kapitały mniejszości	0									
<b>Wartość spółki</b>	<b>111</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	13,914									
Wartość 1 akcji 01.01.10 (zł)	8,00									
<b>Wartość 1 akcji 28.02.10 (zł)</b>	<b>8,13</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2009	2010	2011	2009	2010	2011
DELTICOM AG	Niemcy	DEX GR	333	452	17,92	17,70	15,31	-	-	-
US AUTO PARTS NETWORK INC	USA	PRTS US	128	174	35,39	28,77	30,74	10,65	8,70	7,07
BLUE NILE INC	USA	NILE US	549	746	42,22	42,32	36,87	23,50	19,87	17,79
LDLC.COM	Francja	LDL FP	16	22	19,06	13,86	10,17	9,51	9,32	7,24
COASTAL CONTACTS INC	Kanada	COA CN	58	79	29,40	17,71	13,01	9,50	7,05	5,75
NETMEDIA SA	Polska	NEM PW	21	29	14,29	12,70	9,98	17,25	14,96	12,43
AMAZON.COM INC	USA	AMZN US	38 658	52 545	44,02	32,26	24,73	25,18	18,57	14,29
<b>Mediana</b>					<b>29,40</b>	<b>17,71</b>	<b>15,31</b>	<b>13,95</b>	<b>12,14</b>	<b>9,84</b>
Oponeo.pl	Polska	OPN PW	21	28	40,85	19,69	14,00	16,24	8,63	6,82
Premia(dy skonto) w wyliczeniu rynkowej spółki					39,0%	11,2%	-8,6%	16,4%	-28,9%	-30,6%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>					<b>4,27</b>	<b>5,33</b>	<b>6,49</b>	<b>4,77</b>	<b>7,97</b>	<b>8,14</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
Budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
Energetyka, przemysł drzewny, płytki ceramiczne	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Telekomunikacja, handel	Monika Milko (022) 521 79 17 monika.milko@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 12 marcin.kuciapski@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Krzysztof Zajkowski	(0-22) 521 82 13 krzysztof.zajkowski@pkobp.pl
Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl		

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

## Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

## Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.