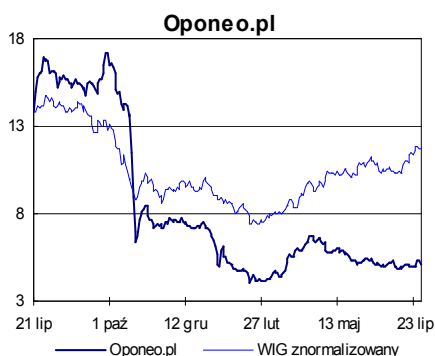


Raport
analityczny

Oponeo.pl

Kupuj

6,90 zł



Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	5,12
kurs docelowy (zł)	6,90
wycena DCF (zł)	6,56
min 52 tyg (zł)	4,08
max 52 tyg (zł)	17,15
kapitalizacja (mln zł)	64,90
EV (mln zł)	56,38
liczba akcji (mln szt.)	12,68
free float	28,0%
free float (mln zł)	18,17
śr. obrót/msc (mln zł)	1,01

Zmiana kursu	Oponeo.pl	WIG
1 miesiąc	1,4%	10,8%
3 miesiące	-19,9%	19,6%
6 miesięcy	0,4%	36,0%
12 miesięcy	-69,9%	-17,2%

Akcjonariat	% akcji i głosów
D. Topolewski	26,99
R. Zawieruszyński	26,62
AIG PTE	7,15
TFI Opera	6,41
A. Kocemba	4,79

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2009-01-22	15,00

□ Prognoza na II kwartał 2009 r.

Ostatnie miesiące nie przyniosły poprawy w polskiej branży motoryzacyjnej, w którą z jednej strony uderza ogólnoswiatowy kryzys, a z drugiej strony umocnienie złotówki. Rynek sprzedaży nowych samochodów pozostaje od początku roku w stagnacji, zaś import używanych samochodów, mający bezpośrednie przełożenie na popyt na opony, silnie spadł. W pierwszej połowie roku, jego sumaryczny spadek względem analogicznego okresu 2008 r. wyniósł ponad 40%.

Wyniki Oponeo.pl za drugi kwartał 2009 r. będą dalekie od tego do czego spółka przyzwyczaiła nas w poprzednich latach. Zamiast kilkudziesięcioprocentowych wzrostów, powodem do zadowolenia są obecnie wyniki powyżej zera. I zgodnie z naszą prognozą, w minionym kwartale, Oponeo.pl rzeczywiście udało się osiągnąć zysk na tyle duży, by z nawiązką pokryć stratę z I kwartału. Choć w związku z niekorzystnymi uwarunkowaniami gospodarczymi prognozujemy 9% spadek przychodów do poziomu 25,35 mln zł, to jednak dzięki poprawie rentowności i pierwszym zyskom z nowootwartych sklepów w Niemczech, Francji i Hiszpanii, spółce udało się osiągnąć 0,64 mln zł zysku operacyjnego i 0,53 mln zł zysku netto.

□ Perspektywy średnioterminowe

Nasze prognozy na II kw. 2009 r. w porównaniu z wynikami, które spółka osiągała jeszcze rok temu wypadają nad wyraz blado. Wiele wskazuje jednak na to, że **najgorsze Oponeo.pl ma już za sobą**. Dzięki pozycji lidera na polskim rynku oraz ekspansji na rynki zagraniczne kolejne miesiące powinny przynieść stopniową poprawę. O ile jest jeszcze za wcześnie by oczekiwać jej na rynku polskim (choć zarazem przyszłe wyniki nie powinny być znacząco słabsze od tych z ostatnich trzech kwartałów), o tyle już zaczyna być widoczny pozytywny wpływ nowootwartych sklepów we Francji, Hiszpanii i Niemczech.

Kluczowym czynnikiem w nadchodzących miesiącach będzie właśnie powrodoenie Oponeo.pl na rynkach zagranicznych. W Polsce udało się spółce uzyskać pozycję lidera z udziałem 3 stron w pierwszej dziesiątce Google pod najpopularniejszym hasłem „opony”, udowadniając bardzo wysoką skuteczność działań pozycjonujących w organicznych wynikach wyszukiwania (SEO). Biorąc pod uwagę wysokie ceny SEM (linki sponsorowane), **sukces na rynkach zagranicznych w bardzo dużej mierze będzie uzależniony właśnie od działań SEO.** Jeśli powiodą się i zagraniczne strony Oponeo zyskają wysokie pozycje w wyszukiwarkach, to zyski z rynków zagranicznych będą stanowić pokaźny procent całkowitego wyniku spółki. Zdaniem prezesa Oponeo.pl, w tym roku przychody z rynków zagranicznych mogą sięgnąć 10% sprzedaży z Polski, a docelowo w kolejnych latach można oczekiwać nawet kilkudziesięciu procent.

W obecnej chwili jest jeszcze za wcześnie by ocenić skuteczność podejmowanych działań pozycjonujących, ale biorąc pod uwagę sukcesy na polskim rynku, można zakładać, że i na rynkach zagranicznych spółka będzie potrafiła skutecznie zaważyć o udział w rynku. Z pewnością będzie on dużo mniejszy niż w przypadku Polski, ale z uwagi na wielkość rynków zagranicznych oraz mniejsze ryzyko kursowe będzie mieć duży wpływ na wyniki spółki.

□ Wycena i rekomendacja

Pomimo znacznie słabszych wyników niż w ubiegłym roku, sytuacja Oponeo.pl jest stabilna z perspektywą na poprawę w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę fakt, że w ostatnich miesiącach kurs Oponeo.pl nie uczestniczył we wzrostach, które miały miejsce na GPW, spółka jest naszym zdaniem niedowartościowana. Na podstawie wyceny porównawczej wartość jej jednej akcji określamy na 7,25 zł, zaś bazując na modelu DCF na 6,56 zł. Tym samym ustalamy cenę docelową na 6,90 zł, wydając rekomendację KUPUJ.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2007	2008	2009p	2010p	2011p
Sprzedaż	64,82	94,28	88,95	101,21	118,23
EBITDA	5,59	7,67	4,86	7,16	8,89
EBIT	5,06	6,67	2,97	3,77	4,87
Zysk netto	4,15	6,00	2,71	3,40	4,33
Zysk skorygowany	4,15	5,00	2,71	3,40	4,33
EPS (zł)	0,33	0,47	0,21	0,27	0,34
DPS (zł)	0,10	0,14	0,07	0,08	0,10
CEPS (zł)	0,37	0,55	0,36	0,54	0,66
P/E	15,65	10,81	23,97	19,11	14,98
P/BV	1,46	1,32	1,30	1,24	1,16
EV/EBITDA	10,09	7,35	11,59	7,88	6,34

p - prognoza DM PKO BP SA

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



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	IIQ 08	I-IIQ 08	IIQ 09P	I-IIQ 09P
Przychody netto ze sprzedaży	29,83	64,82	94,28	88,95	101,21	118,23	27,71	43,38	25,35	41,76
zmiana	67,7%	117,3%	45,5%	-5,7%	13,8%	16,8%	145,4%	109,6%	-8,5%	-3,7%
EBITDA	1,41	5,59	7,67	4,86	7,16	8,89	2,53	4,32	1,24	1,57
zmiana	351,8%	295,0%	37,4%	-36,6%	47,1%	24,2%	-	399,1%	-51,2%	-63,8%
EBIT	1,26	5,06	6,67	2,97	3,77	4,87	2,31	3,93	0,64	0,45
zmiana	-	302,5%	31,9%	-55,5%	26,9%	29,3%	-	-	-72,2%	-88,4%
Zysk netto	1,02	4,15	6,00	2,71	3,40	4,33	2,21	3,58	0,53	0,24
zmiana	-	304,9%	44,8%	-54,9%	25,4%	27,6%	-	-	-75,8%	-93,3%
Zysk netto skorygowany	1,02	4,15	5,00	2,71	3,40	4,33	2,21	3,58	0,53	0,24
zmiana	-	304,9%	20,5%	-45,8%	25,4%	27,6%	-	-	-75,8%	-93,3%
Marża EBITDA	4,7%	8,6%	8,1%	5,5%	7,1%	7,5%	9,1%	10,0%	4,9%	3,8%
Marża EBIT	4,2%	7,8%	7,1%	3,3%	3,7%	4,1%	8,3%	9,1%	2,5%	1,1%
Rentowność netto	3,4%	6,4%	6,4%	3,0%	3,4%	3,7%	8,0%	8,2%	2,1%	0,6%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Aktywa ogółem	4,58	52,22	63,45	63,70	67,68	72,93
Aktywa trwałe	1,08	15,56	38,93	38,05	38,52	39,38
Aktywa obrotowe	3,50	36,66	24,52	25,65	29,16	33,55
Kapitał własny	1,47	44,38	49,11	49,98	52,55	55,84
Zobowiązania i rezerwy ogółem	3,11	7,84	14,34	13,72	15,13	17,09
Dług netto	-1,32	-12,41	-12,41	-14,35	-16,33	-18,61
Kapitał obrotowy	-0,50	1,23	1,20	1,00	1,12	1,28
Kapitał zaangażowany	0,15	31,98	36,70	35,63	36,22	37,24
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	0,52	2,60	1,02	0,21	4,42	6,24
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-0,85	-14,99	-14,49	-15,57	-3,09	-3,57
Środki pieniężne z działalności finansowej	-0,07	38,69	-1,72	0,17	-2,03	-1,05
Środki pieniężne na koniec okresu	1,29	27,60	12,41	12,41	11,71	13,32
Dług netto/EBITDA	-0,93	-2,22	-1,62	-2,95	-2,28	-2,09
ROE	106,9%	18,1%	12,8%	5,5%	6,6%	8,0%
ROACE	-186,3%	25,5%	15,7%	6,6%	8,5%	10,7%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Prognozy										
EBIT	3	4	5	6	7	9	10	11	12	13
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
Amortyzacja	2	3	4	5	5	5	5	5	5	5
Nakłady inwestycyjne	1	4	5	6	6	6	5	5	4	3
Inwestycje w kapitał obrotowy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	3	2	3	4	5	6	8	9	10	12
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
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%
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wycena										
DFCF	3	2	2	2	3	3	4	4	4	4
Suma DFCF	29									
Zdy skontowana wartość rezydualna	37									
Dług netto	-12									
Kapitały mniejszości	0									
Wartość spółki	78									
Liczba akcji (mln sztuk)	12,676									
Wartość 1 akcji 01.01.09 (zł)	6,17									
Wartość 1 akcji 30.07.09 (zł)	6,56									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E		EV/EBITDA			
			EUR	USD	2008	2009	2010	2008	2009	2010
DELTICOM AG	Germany	DEX GR	218	306	6,83	16,10	14,49	12,64	9,86	8,88
US AUTO PARTS NETWORK INC	USA	PRTS US	106	149	100,00	66,67	-	22,18	16,36	-
BLUE NILE INC	USA	NILE US	465	653	41,85	38,26	35,82	24,74	24,73	22,53
LDLC.COM	France	LDL FP	15	21	18,07	17,50	11,92	10,04	8,97	7,95
COASTAL CONTACTS INC	Canada	COA CN	39	54	-	13,73	11,44	11,33	5,72	4,55
MERCADOLIBRE INC	Argentina	MELI US	921	1 294	81,76	51,13	37,15	31,37	26,71	17,67
AMAZON.COM INC	USA	AMZN US	26 482	37 196	47,64	37,63	31,68	25,27	20,01	16,41
Mediana					44,75	37,63	23,08	22,18	16,36	12,65
Oponeo.pl	Polska	OPN PW	15	22	10,81	23,97	19,11	7,35	11,59	7,88
Premia/(dy skonto) w wycenie rynkowej spółki					-75,8%	-36,3%	-17,2%	-66,9%	-29,1%	-37,7%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					21,19	8,04	6,18	14,10	6,95	7,81

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
Przemysł metalowy, spożywczy, media	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
Przemysł drzewny i papierniczy, 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	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 Szymanek	(0-22) 521 82 14 artur.szymanek@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 10 marcin.kuciapski@pkobp.pl	Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Kamil Cisko	(0-22) 521 82 13 kamil.cisko@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

KUPUJ - 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. Modele 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 jakiekolwiek 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 złożyć 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 następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem 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 dotyczą analizy. 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.