

RAPORT

Kupuj

(niezmieniona)

Oponeo.pl

Optymistycznie w średnim terminie

Choć wyniki Oponeo.pl za 2011 r. nie zachwycają, to jednak spółka nadal radzi sobie bardzo dobrze pod względem biznesowym, a główną przyczyną słabszego roku był brak opadów śniegu w miesiącach zimowych. Oponeo.pl cały czas dynamicznie rozwija sprzedaż na rynkach zagranicznych, które to powinny być głównym motorem wzrostu przychodów w najbliższym czasie.

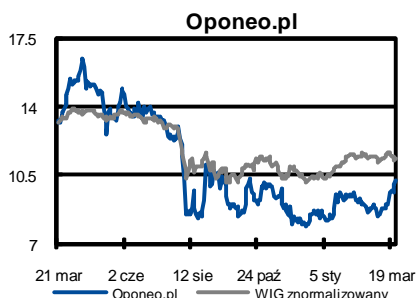
Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	10,10
Cena docelowa (PLN)	11,86
Min 52 tyg (PLN)	7,91
Max 52 tyg (PLN)	16,38
Kapitalizacja (mln PLN)	140,75
EV (mln PLN)	146,54
Liczba akcji (mln szt.)	13,94
Free float	44,5%
Free float (mln PLN)	62,65
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	0,17
Kod Bloomberg	OPN.PW
Kod Reutersa	OPNO.WA

Zmiana kursu	Oponeo.pl	WIG
1 miesiąc	19,3%	-0,1%
3 miesiące	19,3%	8,9%
6 miesięcy	14,0%	12,1%
12 miesięcy	-22,2%	-14,4%

Akcjonariat	% akcji i głosów
D. Topolewski	22,12
R. Zawieruszyński	21,62
Amplico PTE	6,51
Aviva Investors	5,24

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2011-01-28	15,29



Monika Kalwasińska
(0-22) 521-79-41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

27 marzec 2012

◆ Nienajlepsze wyniki 2011 roku

W związku z beznieźnym początkiem zimy, Oponeo.pl zaprezentowało słabe wyniki w IV kw. 2011 r., który standardowo odpowiada za ponad połowę rocznego zysku netto. Narastająco za cztery kwartały ubiegłego roku spółka zanotowała 18,5% wzrost przychodów względem analogicznego okresu poprzedniego roku, który jednak nie przełożył się na wzrost wyniku operacyjnego i netto. Pierwszy z nich spadł o ponad 35% do 6,09 mln zł, a drugi zwiększył się zaledwie o 1,1% do 7,24 mln zł (głównie dzięki sprzedaży akcji Marketeo w III kwartale bez której to transakcji byłby niższy o ponad 2 mln zł).

◆ Optymistyczne perspektywy rozwoju w średnim terminie

Pomimo słabego IV kw. 2011 r., spółka nadal dobrze radzi sobie pod względem operacyjnym, a szybka i ciepła wiosna powinna przyczynić się do znaczącego wzrostu sprzedaży w I kw. 2012r. Warto również wspomnieć o zmianach w algorytmie Google.com, które od kilku miesięcy premiuje w wynikach wyszukiwania strony sklepów internetowych, kosztem porównywarek cenowych, co powinno znacząco zwiększyć ruch na stronach spółki.

Oponeo.pl cały czas dynamicznie rozwija sprzedaż zagraniczną, z której w 2011 r. zanotowała 60% wzrost przychodów r./r., a jej udział w całkowitych przychodach sięgnął 26%. W bieżącym roku prognozujemy utrzymanie równie wysokiej dynamiki wzrostu przychodów z rynków zagranicznych, zakładając walkę Oponeo.pl o jak największy udział w rynku, nawet kosztem tymczasowego zmniejszenia zysku.

Choć prognozy dla branży oponiarskiej na bieżący rok nie są optymistyczne, to jednak wierzymy, że silny wzrost rynku e-commerce, jak i duży potencjał wzrostowy sklepów zagranicznych spółki, z nawiązką pokryją ewentualny, niewielki spadek popytu. Jako główny czynnik ryzyka, jak co roku, uznać należy trudno prognozowalny sezon zimowy.

◆ Rekomendacja i wycena

Pomimo zwyżki z ostatnich tygodni, uważamy, że Oponeo.pl nadal jest niedowartościowane i posiada potencjał wzrostowy. Na podstawie wyceny porównawczej wartość jednej akcji spółki określamy na 14,38 zł, zaś bazując na modelu DCF na 10,60 zł. Na podstawie powyższych wycen ustalamy cenę docelową akcji Oponeo.pl na 11,86 zł, wydając rekomendację KUPUJ.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Sprzedaż	144,14	170,84	207,88	243,18	273,49
EBITDA	12,97	11,71	14,82	18,67	22,98
EBIT	9,42	6,09	6,91	8,44	10,04
Zysk netto	7,44	7,24	6,12	7,40	8,74
Zysk skorygowany	7,44	5,18	6,12	7,40	8,74
EPS (PLN)	0,59	0,37	0,44	0,53	0,63
DPS (PLN)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
CEPS (PLN)	0,87	0,92	1,01	1,26	1,56
P/E	17,21	27,15	23,00	19,02	16,10
P/BV	2,19	1,80	1,67	1,54	1,40
EV/EBITDA	10,32	12,51	9,89	7,85	6,38

P - prognoza PKO DM

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	IVQ 10	I-IVQ 10	IVQ 11	I-IVQ 11
Przychody netto ze sprzedaży	85,66	144,14	170,84	207,88	243,18	273,49	62,46	144,14	65,95	170,84
zmiana	-9,1%	68,3%	18,5%	21,7%	17,0%	12,5%	65,7%	68,3%	5,6%	18,5%
EBITDA	4,98	12,97	11,71	14,82	18,67	22,98	6,95	12,97	4,35	11,71
zmiana	-35,3%	160,6%	-9,7%	26,5%	26,0%	23,1%	136,8%	239,6%	-37,4%	-9,7%
EBIT	1,73	9,42	6,09	6,91	8,44	10,04	5,65	9,42	2,64	6,09
zmiana	-74,2%	445,7%	-35,4%	13,5%	22,2%	18,9%	142,8%	451,1%	-53,2%	-35,4%
Zysk netto	1,93	7,44	7,24	6,12	7,40	8,74	4,37	7,44	4,52	7,24
zmiana	-67,9%	284,9%	-2,7%	-15,5%	20,9%	18,2%	117,6%	302,8%	3,6%	-2,7%
Zysk netto skorygowany	1,93	7,44	5,18	6,12	7,40	8,74	4,37	7,44	4,52	5,18
zmiana	-61,4%	284,9%	-30,3%	18,1%	20,9%	18,2%	117,6%	302,8%	3,6%	-30,3%
Marża EBITDA	5,8%	9,0%	6,9%	7,1%	7,7%	8,4%	11,1%	9,0%	6,6%	6,9%
Marża EBIT	2,0%	6,5%	3,6%	3,3%	3,5%	3,7%	9,0%	6,5%	4,0%	3,6%
Rentowność netto	2,3%	5,2%	4,2%	2,9%	3,0%	3,2%	7,0%	5,2%	6,9%	4,2%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Aktywa ogółem	59,57	85,67	108,93	118,23	129,84	140,70
Aktywa trwałe	39,07	56,70	69,62	74,77	79,37	83,58
Aktywa obrotowe	20,50	28,97	39,31	43,47	50,46	57,12
Kapitał własny	51,13	58,44	78,28	84,28	91,57	100,19
Zobowiązania i rezerwy ogółem	8,44	27,22	30,65	33,95	38,26	40,51
Dług netto	-10,81	-4,05	-14,45	-15,36	-16,88	-20,22
Kapitał obrotowy	1,05	-1,62	-0,20	-0,26	0,90	1,95
Kapitał zaangażowany	40,31	54,39	63,83	68,92	74,69	79,97
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	13,33	12,76	11,97	13,45	15,78	19,87
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-17,49	-21,23	-17,44	-12,65	-14,16	-17,11
Środki pieniężne z działalności finansowej	-0,49	3,84	10,44	-0,01	0,76	-0,72
Środki pieniężne na koniec okresu	8,23	8,26	13,23	14,02	16,40	18,45
Dług netto/EBITDA	-2,17	-0,31	-1,23	-1,04	-0,90	-0,88
ROE	3,9%	13,6%	10,6%	7,5%	8,4%	9,1%
ROACE	3,6%	16,1%	8,3%	8,4%	9,5%	10,5%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wycena DCF (mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Prognozy										
EBIT	6,91	8,44	10,04	11,62	14,06	16,13	18,16	20,21	22,24	24,16
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	5,60	6,84	8,13	9,41	11,38	13,07	14,71	16,37	18,01	19,57
Amortyzacja	7,91	10,23	12,94	13,50	13,54	13,30	12,87	12,35	11,93	11,52
Nakłady inwestycyjne	13,05	14,84	17,15	18,10	17,19	16,08	14,92	14,30	14,27	13,62
Inwestycje w kapitał obrotowy	-0,06	1,16	1,06	0,18	0,13	0,12	0,10	0,10	0,10	0,09
FCF	0,52	1,07	2,86	4,64	7,60	10,17	12,56	14,33	15,57	17,37
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Koszt kapitału	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Wycena										
DFCF	0,52	0,97	2,34	3,43	5,08	6,15	6,87	7,08	6,96	7,02
Suma DFCF	46,43									
Zdyskontowana wartość rezydualna	83,31									
Dług netto	-14,45									
Kapitały mniejszości	0,76									
Wartość spółki	144,19									
Liczba akcji (mln sztuk)	13,936									
Wartość 1 akcji 01.01.12 (PLN)	10,35									
Cena docelowa (PLN)	11,86									

Źródło: PKO DM

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		2011	P/E		EV/EBITDA		
			EUR	USD		2012	2013	2011	2012	2013
DELICOM AG	NIEMCY	DEX GR	908	1 209	26,79	22,91	19,37	17,29	14,79	12,51
US AUTO PARTS NETWORK INC	USA	PRTS US	82	109	-	178,50	29,75	7,00	6,73	4,93
BLUE NILE INC	USA	NILE US	348	464	29,12	36,54	34,15	-	16,26	15,03
COASTAL CONTACTS INC	KANADA	COA CN	115	153	-	-	27,84	100,54	29,43	13,53
OVERSTOCK.COM INC	USA	OSTK US	97	130	-	-	55,40	4,64	3,88	2,52
Mediana						22,91	29,75	7,00	14,79	12,51
Oponeo.pl	Polska	OPN PW	34	45	27,15	23,00	19,02	12,51	9,89	7,85
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki						-	0,4%	-36,1%	78,7%	-33,2%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)						-	10,06	15,80	5,47	15,32

Źródło: Bloomberg, PKO DM



Telefony kontaktowe

Biurowe Analiz Rynkowych

Dyrektor
Sektor Wydobywczy, Materiały Budowlane

Przemysł Paliwowy, Chemiczny, Spożywczy

Sektor Energetyczny, Deweloperski

Sektor Finansowy

Handel, Media, Telekomunikacja, Informatyka

E-commerce, Analiza Techniczna

Analiza Techniczna

Artur Iwański
(022) 521 79 31
artur.iwanski@pkobp.pl

Monika Kalwasińska
(022) 521 79 41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

Stanisław Ozga
(022) 521 79 13
stanislaw.ozga@pkobp.pl

Jaromir Szortyka
(022) 580 39 47
jaromir.szortyka@pkobp.pl

Włodzimierz Giller
(022) 521 79 17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Paweł Małmyga
(022) 521 65 73
pawel.malmyga@pkobp.pl

Biurowe Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19
wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33
krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn (0-22) 521 82 10
tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13
tomasz.zabrocki@pkobp.pl

Piotr Dededecjus (0-22) 521 91 40
piotr.dededecjus@pkobp.pl
Maciej Kałuża (0-22) 521 91 50
maciej.kaluza@pkobp.pl
Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41
igor.szczepaniec@pkobp.pl
Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12
marcin.borciuch@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 10% potencjał wzrostu
TRZYMAJ - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 10% 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 złożyć ofertę 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 następnego dnia po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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 sprawdzą 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.

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.