

# Action

## Actywna strategia

Action to drugi co do wielkości dystrybutor sprzętu komputerowego w Polsce, walczący o pozycję lidera. Spółka w ostatnim okresie wycofała się z nierentownych rynków i zoptymalizowała model funkcjonowania. Aktualnie Action koncentruje się na projektach, które mają podwyższyć efektywność funkcjonowania. Te przedsięwzięcia spółka pragnie w części sfinansować środkami z emisji nowych akcji. Wszyscy dotychczasowi akcjonariusze, podpisując stosowne zobowiązania, zdecydowali się pozostać w spółce na co najmniej dwa kolejne lata.

## Oferta publiczna

Wycena DCF	20.8
Wycena porównawcza	20.9

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004/05	1 331.9	-14.7	-7.0	-13.3	-14.2	-0.9	-0.4	3.6	-	5.23	-	-	-
2005/06p	1 427.2	22.9	30.6	23.0	17.5	1.1	1.5	9.6	17.8	1.97	16.3	12.2	16.1%
2006/07p	1 729.1	30.3	38.4	29.2	21.7	1.3	1.8	10.6	14.4	1.79	12.3	9.7	13.0%
2007/08p	2 080.8	41.5	50.7	39.6	29.3	1.8	2.4	12.0	10.6	1.58	9.0	7.4	15.8%
2008/09p	2 409.9	48.6	58.1	47.5	34.8	2.1	2.7	13.6	9.0	1.40	7.7	6.4	16.6%

Prognozy wyników Millennium DM, mln PLN, wskaźniki przy cenie 19.0 PLN oraz 16 410 000 akcji

### Rosnący rynek

Polski rynek IT rośnie rokrocznie po kilkanaście procent i wiele wskazuje, że będzie tak przez kilka najbliższych lat. W dość wolnym tempie obniża się przy tym udział sprzedaży sprzętu w tym rynku i nadal stanowi około 55% jego wartości (w tym sprzęt sieciowy). Stwarza to sytuację, w której podmioty potrafiące sprawnie operować na tym rynku mają wciąż szansę dalszego rozwoju. Do liderów takiej klasyfikacji należy Action, a środki pozyskane z emisji powinny pozwolić na efektywniejsze wykorzystanie tej pozycji.

### Spółka po restrukturyzacji

Spółka przeprowadziła szereg zmian operacyjnych i zrezygnowała z części nieefektywnych rynków. Action funkcjonuje już w nowej siedzibie w Zamieniu pod Warszawą, gdzie dysponuje nowoczesnym magazynem centralnym i warunkami do rozbudowy. Obecnie wszelkie decyzje produktowe, negocjacje handlowe, zamówienia oraz kontakty z dostawcami prowadzi za pomocą scentralizowanego systemu zarządzania całą grupą. Nierentowna działalność w Niemczech i w Szwajcarii została zlikwidowana, a na koszty z tym związane zostały utworzone rezerwy.

### Nowe kanały dystrybucji

**Przetargi publiczne.** Nadrabianie zaległości informatycznych w Polsce oraz znaczne środki unijne zapewniają, że rynek przetargów publicznych na dostawy sprzętu IT będzie w najbliższych latach rósł. Spółka już w II poł. 2005 roku dostarczyła tą drogą sprzęt o wartości ponad 100 mln PLN.

**Ukraina.** Action w chwili obecnej realizuje program ekspansji na rynku ukraińskim. Obecna początkowa faza rozwoju tego rynku spowodowała, że spółka zdecydowała się dodatkowo na rozwój sieci sprzedaży sprzętu AGD/RTV. Jest to nowy rodzaj działalności dla Action, jednak przynoszący ponadprzeciętne zyski. Partnerem spółki w tym przedsięwzięciu został podmiot ukraiński, mający doświadczenie w dystrybucji sprzętu AGD/RTV.

**Wielobranżowa platforma internetowa.** Inwestycja ta ma wartość kilku milionów złotych i ma być oparta na modelu działania sprawdzonym na rynku amerykańskim. Przedsięwzięcie to jednak ma na celu zapewnienie rozwoju spółce w dłuższym terminie i w najbliższych latach nie przewiduje się jego znaczącego udziału w ogólnej sprzedaży firmy.

### Kalendarium publicznej oferty akcji

4-5 lipca	Book building
5 lipca	Publikacja ceny emisyjnej
6-7 lipca	Zapisy na akcje
<b>do 11 lipca</b>	<b>Przydział akcji</b>
II poł. lipca	Debiut akcji spółki

Liczba akcji (mln)*	16.410
Kapitalizacja (mln PLN)*	312
EV (mln PLN)*	373
Free float (mln PLN)*	85
Główny akcjonariusz*	Piotr Bieliński
% akcji, % głosów	28.6/28.6

\* po emisji, przy cenie akcji 19.0 PLN oraz założeniu emisji całości 4.5 mln akcji serii B po cenie 19.0 PLN

Adam Zajler

(022) 598 26 05

adam.zajler@millenniumdm.pl

# Spis treści

<b>Podsumowanie wyceny .....</b>	<b>3</b>
Wycena porównawcza .....	3
Wycena DCF .....	5
<b>Oferta publiczna akcji .....</b>	<b>6</b>
Cele emisji .....	6
Akcjonariat .....	7
<b>Charakterystyka spółki .....</b>	<b>8</b>
Historia spółki .....	8
Sprzedaż i jej prognozy .....	9
Wyniki finansowe oraz ich prognozy .....	11
Zabezpieczanie ryzyka walutowego .....	13
Przyczyny straty w roku obrotowym 2004/05 .....	14
<b>Otoczenie spółki .....</b>	<b>15</b>
Rynek IT w Polsce .....	15
Rynek dystrybucji sprzętu IT w Polsce .....	16
Główni konkurenci spółki Action oraz ich plany upublicznienia .....	19
<b>Prognozy sprawozdań finansowych .....</b>	<b>20</b>

## Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji spółki Action, uwzględniającą nową emisję akcji. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą, przy czym porównania dokonaliśmy osobno ze spółkami polskimi oraz zachodnimi.

Wagi wycenie DCF i wycenie porównawczej nadaliśmy po 50%, przy czym waga dla wyceny porównawczej została podzielona równo między porównanie ze spółkami polskimi i zachodnimi.

Otrzymana średnia wycena wynosi 341 mln PLN, czyli 20.8 PLN na jedną akcję.

Action - podsumowanie wyceny					
Metoda wyceny	Wartość		Waga	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna			
Wycena DCF			50%	341	20.8
Wycena porównawcza - spółki polskie	281	480	25%	363	22.1
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne	253	463	25%	321	19.6
Średnia ważona z wycen (mln PLN)			342		
<b>Średnia ważona z wycen 1 akcji</b>			<b>20.8</b>		

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT, które są najczęściej brane pod uwagę przez inwestorów. Wskaźniki obliczyliśmy w odniesieniu do spółki Action dla danych za rok obrotowy 2005/06, który spółka kończy w lipcu i zestawiliśmy je z danymi porównywanych spółek za 2005 rok. Wynika to z wypracowywania przez Action znacznej części wyników w IV kwartale oraz przyjęcia, że dane za wspomniany okres można traktować w większym stopniu jako historyczne niż jako prognozy. Analogicznie zestawiliśmy odpowiednio prognozy dla spółki Action na lata obrotowe 2006/07 i 2007/08 z danymi prognozowanymi dla spółek porównywanych na lata 2006 i 2007

Stosując metodę porównawczą do spółek polskich ustaliliśmy wartość Action na 363 mln PLN, czyli 22.1 PLN w przeliczeniu na jedną akcję, natomiast porównując do spółek zagranicznych wartość Action wynosi 321 mln PLN, a jednej akcji 19.6 PLN.

Dla prognoz wyników spółek zagranicznych skorzystaliśmy z konsensusów podawanych przez serwis Bloomberg i otrzymana w tym porównaniu wycena jest o 12.8% niższa niż wycena w porównaniu do spółek polskich. Różnica ta wynika w naszej opinii ze spodziewanego szybszego wzrostu polskiego rynku niż rynku światowego, co przełoży się na większe tempo rozwoju spółek operujących na krajowym rynku.

Wyceny porównawczej dokonaliśmy osobno do spółek polskich oraz zagranicznych.

Z powodu braku na warszawskiej GPW spółek o takim samym charakterze działalności dystrybucyjnej, wybraliśmy podmioty charakteryzujące się podobnym poziomem wypracowywanych rentowności sprzedaży, rentowności operacyjnej i rentowności netto.

W przypadku doboru spółek zagranicznych do porównania kierowaliśmy się przede wszystkim podobieństwem charakteru działalności.

#### Wycena porównawcza do spółek krajowych

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Eldorado	10.5	9.1	9.0	16.6	13.3	13.1	21.6	18.2	17.7	
Eurocash	7.8	9.8	9.4	11.2	10.8	10.3	16.0	14.3	12.7	
Farmacol	10.1	9.9	9.1	11.4	11.2	10.2	14.5	14.1	13.0	
PGF	9.7	9.6	8.7	11.9	11.6	10.4	14.3	13.3	11.8	
Prosper	6.9	6.7	6.6	8.9	9.2	8.8	10.9	9.8	9.2	
TIM	11.7	10.5	9.7	13.5	11.9	10.8	17.3	15.4	13.7	
Torfarm	15.5	12.7	11.6	23.0	17.1	15.4	16.9	14.6	13.0	
Mediana	10.1	9.8	9.1	11.9	11.6	10.4	16.0	14.3	13.0	
Dług netto + emisja *	20	EBITDA		EBIT			Zysk netto			
Wyniki Action (mln PLN)		30.6	38.4	50.7	22.9	30.3	41.5	17.5	21.7	29.3

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	328	397	480	292	372	452	281	311	380
Wagi	35%	35%	30%	35%	35%	30%	35%	35%	30%

Wycena (mln PLN)

363

Wycena 1 akcji (PLN)

22.1

ceny z dnia 06.06.2006r.

\* wartość dodatnia oznacza gotówkę netto

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

#### Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Państwo	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
INGRAM MICRO INC-CL A	USA	7.25	6.49	5.67	8.54	7.24	6.54	12.97	10.64	9.72
TECH DATA CORP	USA	8.56	8.16	6.87	10.92	8.82	8.06	76.25	18.47	14.47
BELL MICROPRODUCTS INC	Szwecja	8.62	7.52	6.25	10.96	6.75	6.36	376.40	11.49	8.80
ESPRINET SPA	USA	13.54	8.83	8.02	14.35	9.21	7.80	26.39	16.01	12.97
CELLNET GROUP LTD	USA	10.86	8.03	7.13	14.97	9.49	8.62	24.31	11.67	10.29
Mediana		8.62	8.03	6.87	10.96	8.82	7.80	26.39	11.67	10.29
Dług netto + emisja *	20	EBITDA			EBIT			Zysk netto		
Wyniki Action (mln PLN)		30.6	38.4	50.7	22.9	30.3	41.5	17.5	21.7	29.3

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	284	328	368	271	287	343	463	253	302
Wagi	35%	35%	30%	35%	35%	30%	35%	35%	30%

Wycena (mln PLN)

321

Wycena 1 akcji (PLN)

19.6

ceny z dnia 06.06.2006r.

\* wartość dodatnia oznacza gotówkę netto

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow. Wartość spółki ustalona tą metodą to 341 mln PLN, czyli 20.8 PLN na akcję.

W modelu wyceny przyjęliśmy współczynnik beta równy 1.2, co jest wartością przeciętną dla notowanych za granicą spółek dystrybuujących sprzęt IT (przy wartości bety 1.0 wyliczona wartość wynosi 23.7 PLN, czyli jest wyższa o 14%).

Istotnym założeniem jest przyjęcie zmiany wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy na poziomie 2% (przy 3% wartość jednej akcji 22.8 PLN, czyli jest wyższa o 9.6%).

Kolejnym czynnikiem, na który model DCF wykazuje znaczną wrażliwość jest poziom długoterminowej stopy wolnej od ryzyka po okresie prognozy, czyli w tym wypadku po 2015 roku. Przyjęliśmy, że wyniesie ona 5% (obniżenie do poziomu 4% podwyższyłoby wycenę jednej akcji do 22.6 PLN, czyli o 8.7%).

Wycena metodą DCF											
(mln PLN)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	>2015
sprzedaż	1 427	1 729	2 081	2 410	2 752	2 999	3 243	3 474	3 664	3 841	
zmiana sprzedaży	7.2%	21.2%	20.3%	15.8%	14.2%	9.0%	8.2%	7.1%	5.5%	4.8%	
marża EBIT	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	
EBIT	22.9	30.3	41.5	48.6	54.5	57.3	59.7	62.4	64.6	66.6	
zmiana EBIT	-	32.2%	36.8%	17.2%	12.2%	5.1%	4.3%	4.5%	3.5%	3.1%	
stopa podatkowa	19%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
amortyzacja	7.7	8.1	9.3	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11.1	11.4	
inwestycje	-9.8	-14.8	-10.8	-11.1	-11.5	-11.8	-12.2	-12.5	-12.9	-13.3	
zmiana kap.obrotowego	-33.6	-14.3	-20.7	-20.2	-18.5	-15.3	-12.4	-10.6	-9.6	-9.2	
FCF	-17.1	3.4	11.4	17.5	24.1	29.5	34.3	38.2	40.9	42.9	
zmiana FCF			- 238.9%	54.2%	37.3%	22.4%	16.3%	11.4%	7.1%	4.9%	2.0%
dług/kapitał	27.3%	29.0%	28.8%	28.8%	28.1%	26.7%	23.8%	20.6%	20.0%	19.4%	19.4%
stopa wolna od ryzyka	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.0%
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	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
koszt długu	4.6%	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%
koszt kapitału	10.1%	10.3%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%	11.0%
WACC	8.6%	8.7%	9.0%	9.2%	9.3%	9.4%	9.7%	9.9%	10.0%	10.0%	9.9%
PV (FCF)	-15.7	2.8	8.8	12.3	15.4	17.1	17.9	17.9	17.3	16.5	212.8
wartość DCF (mln PLN)	323										
wartość rezydualna	554										
zdysk. wart. rezydualna	213										
dług netto	61										
wycena DCF (mln PLN)	260										
wpływy z emisji	81										
liczba akcji (mln sztuk)	16.410										
<b>wycena DCF na 1 akcję (PLN)</b>	<b>20.8</b>										

Zródło: prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

wartość DCF liczona na początek roku obrotowego, wycena DCF na dzień publikacji raportu

# Oferta publiczna akcji

W publicznej ofercie oferowanych jest 4 500 000 nowych akcji Serii B.

Dotychczas wyemitowane akcje (11 910 000 akcji Serii A) nie są na razie wprowadzane do obrotu.

## Cele emisji

Spółka planuje pozyskać z emisji nowych akcji 70-90 mln PLN. Środki te mają być wykorzystane do realizacji strategii rozwoju Action. Mają one umożliwić zarówno zwiększenie sprzedaży, jak i jednocześnie zwiększenie udziału w rynku oraz wzrost rentowności.

Spółka postawiła sobie cztery cele, których realizacja ma być współfinansowana przez nowych akcjonariuszy, a podział pozyskanych środków między nie, ma być dokonany w częściach prezentowanych poniżej.

- 26 - 33 mln PLN ma zasilić kapitał obrotowy. Dodatkowe zapotrzebowanie w tym zakresie wynika z zaangażowania spółki w przetargi publiczne oraz zwiększania asortymentu.
- 26 - 33 mln PLN zostanie przeznaczony na inwestycje na rynku ukraińskim. Na tym rynku spółka zaangażowała się w dystrybucję sprzętu AGD/RTV, gdzie możliwe jest obecnie osiągnięcie ponadprzeciętnych marż. Rynek ten jest w chwili obecnej niezwykle chłonny, jednak z uwagi na początkową fazę rozwoju wymaga zaangażowania znacznych środków. Potrzebne są one zarówno na kapitał obrotowy (praktycznie brak kredytu kupieckiego) oraz na uruchamianie nowych sklepów. Action Ukraina planuje początkowo rozwijać sieć supermarketów na zachodniej i w centralnej Ukrainie, przy czym zamierza otwierać 2 - 3 obiekty rocznie. Równoległe do rozwoju sieci detalicznej AGD/RTV spółka zamierza rozwijać właściwą sobie dystrybucję sprzętu IT oraz hurtową dystrybucję sprzętu AGD/RTV, co dodatkowo zwiększy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
- 12 - 16 mln PLN spółka zamierza przeznaczyć na zwiększenie zdolności logistycznych, głównie poprzez budowę nowego magazynu oraz nowoczesnych systemów transportu. Spółka posiada w chwili obecnej 7 tys. czynnych odbiorców i wydaje około 5 tys. paczek dziennie. Sprawne funkcjonowanie i dalszy rozwój wymaga więc inwestycji w najnowocześniejsze systemy magazynowe. Action posiada obecnie na swoim terenie warunki do rozbudowy i jest w trakcie uzyskania odpowiednich zezwoleń na rozpoczęcie budowy. Obecna pojemność posiadanego magazynu to 4.5 tys. miejsc paletowych, a docelowo ma to być 15 tys. Liczba wydawanych paczek dziennie ma ulec zwiększeniu do 12 tys. dziennie.
- 6 - 8 mln PLN zostanie zainwestowane w wielobranżową platformę internetową. Obecnie spółka współpracuje jedynie z odbiorcami niedetalicznymi (z wyjątkiem działalności na Ukrainie). Planowana platforma internetowej sprzedaży detalicznej ma obejmować możliwie najszerszy asortyment, tak by umożliwiała dokonywanie kompleksowych zakupów z dostawą do domu. W asortymencie niebędącym typowym dla Action, spółka podejmie współpracę z poddostawcami zajmując się jedynie logistyką. Model biznesowy platformy opierać się będzie na sprawdzonych modelach z rynku amerykańskiego. Jej uruchomienie przewidziano na IV kw. 2006 roku.

Spśród powyższych jako priorytetowe spółka określiła zwiększenie kapitału obrotowego oraz inwestycje na rynku ukraińskim.

## Akcjonariat

Obecni trzej najwięksi akcjonariusze spółki, posiadający łącznie 80.6% kapitału i głosów (58.5% po emisji) prowadzili od 1991 roku spółkę cywilną Action, będącą poprzednikiem prawnym obecnej spółki akcyjnej i wszyscy trzej są nadal pracownikami spółki. Pan Piotr Bieliński, posiadający 39.5% kapitału (28.6% po emisji) jest prezesem zarządu, Olgierd Matyka (29.4% obecnie i 21.3% po emisji) jest wiceprezesem, a Wojciech Wietrzykowski (11.8% obecnie i 8.5% po emisji) jest prokurentem.

W przeprowadzanej ofercie publicznej nie będą sprzedawane dotychczas wyemitowane akcje spółki.

Wszyscy akcjonariusze posiadający akcje Serii A, czyli całość dotychczasowego akcjonariatu, podpisali oświadczenia, że w ciągu 24 miesięcy od daty zatwierdzenia prospektu emisyjnego akcji Serii B:

- nie dokonają sprzedaży żadnej z posiadanych akcji Serii A,
- nie obciążą żadnej z posiadanych akcji Serii A,
- nie będą zawierać żadnych umów, które dotyczyłyby zbycia lub obciążenia posiadanych akcji Serii A.

Jeżeli zostaną objęte wszystkie oferowane akcje, to stanowią one będą 27.4% kapitału i będą uprawniać do takiego samego udziału w głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Akcjonariat Action przed i po emisji*					
Akcjonariusz	Przed emisją			Po emisji*	
	Liczba akcji	Udział w kapitale	Udział w głosach	Liczba akcji	Udział w kapitale
	(tys.)	(%)	(%)	(tys.)	(%)
Piotr Bieliński	4 700	39.5%	39.5%	4 700	28.6%
Olgierd Matyka	3 500	29.4%	29.4%	3 500	21.3%
Wojciech Wietrzykowski	1 400	11.8%	11.8%	1 400	8.5%
Kazimierz Lasecki	715	6.0%	6.0%	715	4.4%
Józef Dębski	715	6.0%	6.0%	715	4.4%
Pozostali	880	7.4%	7.4%	880	5.4%
<b>Nowe akcje</b>				<b>4 500</b>	<b>27.4%</b>

\* przy założeniu emisji całości 4.5 mln nowych akcji

Posiadający łącznie 16% kapitału Panowie Lasecki, Dębski, Wójcik i Bąk mają obowiązujące do 31.10.2006r. opcje sprzedaży akcji spółki po cenach 9.09 PLN i 9.85 PLN. Skorzystać z nich mogą w przypadku nie wprowadzenia walorów Action do obrotu na GPW do dnia 30.09.2006r. Zawarcie takiej umowy między spółką, a częścią akcjonariuszy oznacza ich chęć do wyjścia z akcjonariatu Action. Biorąc jednak pod uwagę, że wraz z resztą akcjonariuszy podpisali wspomniane wcześniej zobowiązanie do pozostania w spółce przez kolejne 2 lata (o ile zostanie upubliczniona) świadczy o ich przekonaniu u wzroście jej notowań w tym okresie.

## Charakterystyka spółki

Action jest drugim co do wielkości dystrybutorem sprzętu komputerowego w Polsce. Długoterminowa strategia firmy zakłada uzyskanie pozycji lidera, przy czym lider rankingu największych dystrybutorów odnotował w 2005 roku sprzedaż o 25% większą niż Action.

Spółka dystrybuje produkty wiodących producentów sprzętu komputerowego, dla których jako jeden z liderów krajowego rynku jest poważnym partnerem handlowym. Odbiorcami natomiast są sprzedawcy detaliczni oraz integratorzy.

Zagadnieniem niezwykle istotnym dla spółki posiadającej w ofercie wiele tysięcy produktów i realizującej kilka tysięcy zamówień dziennie (obecnie przeciętnie 5 tys.) jest perfekcyjny system logistyczny. Action dysponuje obecnie nowym magazynem, w którym posiada specjalistyczny system magazynowy oraz know-how dzięki któremu może myśleć o dalszym poszerzaniu oferty i powiększaniu kompetencji. Działaniem poprawiającym efektywność procesu logistycznego było podjęcie przez spółkę w ubiegłym roku obrotowym decyzji o zastąpieniu spółek zależnych powstałymi w ich miejsce oddziałami, dzięki czemu unika opóźnienia związanego z przejmowaniem przez nie towaru przed dostarczeniem go do klienta.

Wspomniany nowy magazyn znajduje się w Zamieniu pod Warszawą, gdzie spółka przeniosta siedzibę i posiada dogodne warunki do dalszej rozbudowy.

Dążąc do podwyższenia rentowności sprzedaży spółka stara się zwiększać sprzedaż produktów pod własnymi markami, takimi jak Actina, Active Jet, Active Power, na których wypracowuje wyższe marże.

Kolejnym krokiem firmy w kierunku podwyższenia efektywności było wejście na rynek przetargów publicznych, z których w pierwszym półroczu roku obrotowego 2004/05 uzyskała 106 mln PLN.

Nieco odmienną działalnością Action jest dystrybucja na Ukrainie sprzętu AGD/RTV. Podstawowym celem wejścia na rynek ukraiński było rozwinięcie typowej dla Action dystrybucji sprzętu komputerowego, co z resztą spółka czyni. W związku ze specyfiką obecnej fazy rozwoju gospodarki ukraińskiej spółka postanowiła wejść na ten rynek nawiązując współpracę z podmiotem funkcjonującym w tamtejszych realiach. Podmiot ten wniósł do wspólnego przedsięwzięcia doświadczenie w sprzedaży sprzętu AGD/RTV, a w związku z ponadprzeciętnym poziomem rentowności tej działalności władze Action podjęły decyzję o dalszym jej rozwoju.

## Historia spółki

Początek działalności firmy to 1991 rok, kiedy to obecni główni akcjonariusze Piotr Bieleński, Olgierd Matyka i Wojciech Wietrzykowski rozpoczęli działalności handlową w formie spółki cywilnej. Spółka stopniowo się rozwijała, by w 1996 roku przyjąć formę spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W tym samym czasie powstały oddziały Action w Krakowie, Szczecinie, Bytomiu (przeniesiony później do Katowic).

W 2000 roku spółka uruchomiła produkcję komputerów oraz serwerów pod własną marką Actina, a dwa lata później rozpoczęła sprzedaż materiałów eksploatacyjnych pod kolejną marką własną ActiveJet.

Rokiem intensywnych zmian w firmie był 2004 rok, kiedy to Action wdrożył system sprzedaży on-line, otworzył pierwszy oddział na Ukrainie oraz dział sprzedaży korporacyjnej i przetargów publicznych.

W tym samym roku zrealizowano przeniesienie do nowej, większej siedziby, gdzie firma dysponuje znacznymi powierzchniami magazynowymi oraz miejscem do rozbudowy. Rok 2004 to także zakup konkurenta, należącego do krajowych liderów dystrybucji sprzętu komputerowego, firmy California Computer.

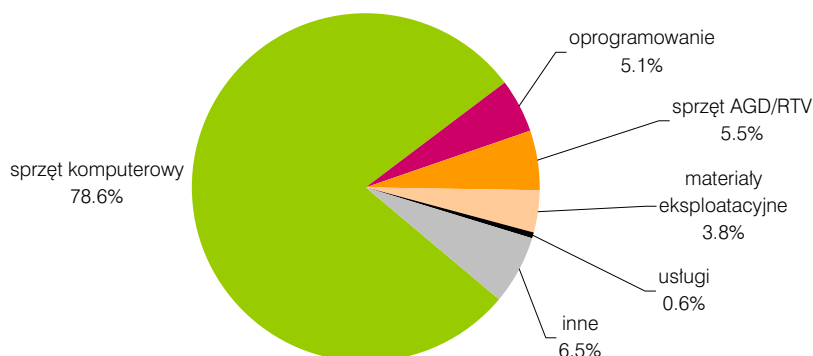
W 2004 roku spółka wdrożyła nowy system IT, co wiązało się z opisanymi w osobnej części raportu komplikacjami oraz rozpoczęła przygotowania do debiutu giełdowego.



## Sprzedaż i jej prognozy

Sprzedaż Action w blisko 80% stanowi sprzęt komputerowy, w którym szeroki asortyment podzielić można na szereg kategorii, przy czym żadna z nich nie dominuje w przychodach. Do tej pory największą pozycję stanowiły nośniki pamięci, których udział w 2003/04 roku wyniósł 31.1%, rok później 24.6% i w pierwszej połowie roku obrotowego 2005/06 16.8%. Drugą istotną kategorią są peryferia komputerowe i multimedia (15.9% w roku ubiegłym i 13.8% w bieżącym). Kolejne istotne kategorie to monitory (15.5% w 2004/05 i 12.3% w I pół. 2005/06) oraz procesory (11.5% w 2004/05 i 9.5% w I pół. 2005/06). Łącznie wymienione kategorie odpowiadały za 67.4% przychodów w okresie 2004/05 i 52.4% w I pół. 2005/06. Spadek udziału tych kategorii wynika z intensywnego wejścia Action na rynek publiczny, gdzie dostarcza głównie kompletne zestawy oraz z faktu promowania gotowych produktów pod własnymi markami. Wyrazem tego jest pojawienie się w I pół. 2005/06 pozycji Pracownie komputerowe, których udział w sprzedaży Grupy wyniósł od razu 7.8% oraz wzrost udziału kategorii komputery z 10.0% w roku 2004/05 do 12.5% w I pół. 2005/06.

### Ogólna struktura rodzajowa sprzedaży Grupy Action\*



\* dane za I połowę roku obrotowego 2005/06

Źródło: Action, Millennium DM

### Szczegółowa struktura rodzajowa sprzedaży Grupy Action

	2002/2003		2003/2004		2004/2005		I pół. 2005/06	
	(mln zł)	(%)	(mln zł)	(%)	(mln zł)	(%)	(mln zł)	(%)
Nośniki pamięci	304.0	29.3%	372.0	31.1%	327.8	24.6%	139.1	16.8%
Peryferia i multimedia	166.9	16.1%	184.4	15.4%	211.5	15.9%	114.7	13.8%
Monitory	206.2	19.9%	211.2	17.7%	206.0	15.5%	102.3	12.3%
Procesory	121.3	11.7%	151.8	12.7%	152.7	11.5%	79.1	9.5%
Komputery	54.9	5.3%	68.6	5.7%	133.3	10.0%	103.5	12.5%
Oprogramowanie	30.2	2.9%	58.1	4.9%	87.5	6.6%	42.0	5.1%
Pyty główne	52.0	5.0%	48.3	4.0%	63.5	4.8%	29.7	3.6%
Materiały eksploatacyjne	24.8	2.4%	34.3	2.9%	50.3	3.8%	31.3	3.8%
Elementy aktywne sieci	13.4	1.3%	15.0	1.3%	21.7	1.6%	19.3	2.3%
Sprzęt AGD/RTV					10.1	0.8%	45.6	5.5%
Usługi	7.6	0.7%	7.7	0.6%	10.0	0.8%	4.6	0.6%
Inne	55.1	5.3%	43.9	3.7%	57.4	4.3%	54.1	6.5%
Pracownie komputerowe							65.0	7.8%
<b>Razem sprzedaż</b>	<b>1 036.3</b>		<b>1 195.3</b>		<b>1 331.9</b>		<b>830.2</b>	

Źródło: Action

Przygotowania do udziału w przetargach publicznych spółka rozpoczęła w roku obrotowym 2004/05, jednak poważne działania podjęła pod koniec 2005 roku. Skutkiem tego była realizacja w kalendarzowym 2005 roku kilkunastu kontraktów na łączną kwotę 106.3 mln zł. Największym klientem było Ministerstwo Edukacji Narodowej, które w kilku przetargach kupno łącznie 25.6 tys. komputerów za łączną kwotę 74 mln zł. Do znaczących klientów należały również ministerstwa Sprawiedliwości oraz Obrony Narodowej.

W przetargach kupowały od firmy nie tylko jednostki publiczne, bowiem spółka realizowała również dostawy sprzętu do podmiotów z sektora bankowego, telekomunikacyjnego oraz przemysłu.

#### Wybrane przetargi publiczne zrealizowane przez Action w I połowie okresu 2005/2006

Zamawiający	Produkt	Ilość	Wartość netto przetargu (mln zł)
Kancelaria Sejmu RP	Komputer ACTINA Sierra	240	1.1
Ministerstwo Edukacji Narodowej i Sportu	Komputer ACTINA Sierra	17 000	50.0
Ministerstwo Edukacji Narodowej i Sportu	Serwer ACTINA aSierra	1 335	1.0
Ministerstwo Obrony Narodowej	Komputer ACTINA Sierra	2 528	8.0
Ministerstwo Nauki i Informatyzacji	Komputer ACTINA Sierra	1 680	4.0
Ministerstwo Edukacji Narodowej i Sportu	Komputer ACTINA Sierra	3 915	13.0
Ministerstwo Edukacji Narodowej i Sportu	Komputer ACTINA Sierra	3 350	10.0
Ministerstwo Sprawiedliwości	Komputer ACTINA Sierra	3 400	8.0
Ministerstwo Środowiska	Komputer ACTINA Sierra	444	1.2
Państwowy Zakład Higieny	Komputer ACTINA Sierra	426	1.1
Komenda Główna Policji	Komputer ACTINA Sierra	1 330	4.0
Pozostałe razem			4.9
<b>Razem</b>			<b>106.3</b>

*Źródło: Action, Millennium DM*

Nowym źródłem przychodów, jaki pojawił się w okresie 2004/05 była sprzedaż na Ukrainie, gdzie spółka sprzedaje głównie sprzęt RTV/AGD (90.2% wartości sprzedaży - w tym 59.8% sprzedaż detaliczna i 30.4% sprzedaż hurtowa). Action Ukraina posiada obecnie sieć 12 sklepów i zamierza otwierać po 3 nowe sklepy rocznie. Biorąc pod uwagę obserwowaną obecnie chłonność rynku ukraińskiego prognozujemy wzrost przychodów z Action Ukraina o 74% w przyszłym roku obrotowym i 47.4% w roku obrotowym 2007/08. Tym samym udział Action Ukraina w sprzedaży całej grupy powinien osiągnąć według naszych prognoz za dwa lata 10.4%.

Dynamikę wzrostu, wyższą od przeciętnego wzrostu pozostałych kategorii produktowych spółki przewidujemy również w odniesieniu do przychodów z przetargów, w związku z czym oczekujemy, że ich udział w całości przychodów Grupy osiągnie poziom 14% w przeciągu 2 lat.

Rodzajem działalności, który dopiero pojawi się w przychodach Action i co do którego przewidujemy dynamiczny wzrost, jest sprzedaż na bazie wielobranżowej platformy internetowej. Nasze optymistyczne przewidywania wynikają z dostrzegania w Action dużego doświadczenia w zakresie zaawansowanej dystrybucji. Spółka zamierza powielić tutaj sprawdzone na rynku amerykańskim modele, co dodatkowo uwiarygodnia projekt. Prognozujemy, że za 2 lata ten kanał sprzedaży generować będzie 4% przychodów i 7% rok później. Konieczne jest jednak dodanie w tym miejscu, że ten element naszej prognozy może być obciążony największym błędem, spośród wszystkich prognozowanych części przychodów.

Prognozy przychodów Action								
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Action skonsolidowane	1 036.3	1 427.2	1 729.1	2 080.8	2 409.9	2 752.1	2 998.7	3 243.2
zmiana		37.7%	21.2%	20.3%	15.8%	14.2%	9.0%	8.2%
Sprzęt komputerowy	808.4	1 050.6	1 228.3	1 384.5	1 523.3	1 639.2	1 735.1	1 825.3
sprzęt bez przetargów	808.4	1 050.6	1 228.3	1 384.5	1 523.3	1 639.2	1 735.1	1 825.3
zmiana		-17.0%	30.0%	16.9%	12.7%	10.0%	7.6%	5.9%
- nośniki pamięci	260.6	251.0	276.1	289.9	304.4	319.6	335.6	352.4
zmiana		-25.1%	-3.7%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
- peryferia i multimedia	161.7	208.0	270.4	324.5	373.2	410.5	431.0	452.6
zmiana		-6.2%	28.6%	30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%
- monitory	157.9	184.1	202.5	222.8	233.9	245.6	257.9	257.9
zmiana		-20.0%	16.6%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	0.0%
- procesory	84.5	139.9	139.9	139.9	139.9	139.9	139.9	139.9
zmiana		-36.8%	65.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- komputery	88.3	180.1	234.1	280.9	323.1	355.4	390.9	430.0
zmiana		37.6%	104.1%	30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
- płyty główne	41.8	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1
zmiana		-7.5%	24.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- elementy aktywne sieci	13.7	35.4	53.2	74.4	96.8	116.1	127.7	140.5
zmiana		-2.1%	158.7%	50.0%	40.0%	30.0%	20.0%	10.0%
oprogramowanie	35.9	35.8	39.4	43.4	45.5	47.8	50.2	50.2
zmiana		-15.9%	-0.1%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	0.0%
materiały eksploatacyjne	41.4	61.6	80.1	104.1	135.3	162.4	194.9	224.1
zmiana		28.8%	49.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%	15.0%
inne	45.6	95.5	114.6	137.6	158.2	181.9	200.1	220.2
zmiana		-5.8%	109.4%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
Spółki z grupy		256.1	250.5	342.0	454.3	568.8	688.8	815.1
- California	268.0	187.6	188.3	207.1	227.8	250.6	263.1	276.3
zmiana		-30.0%	0.4%	10.0%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%
- Kraków (sklep internetowy)		33.9	21.0	84.0	168.0	252.0	352.8	458.6
zmiana			-38.1%	300.0%	100.0%	50.0%	40.0%	30.0%
- Actina		22.7	27.2	32.7	37.6	43.2	47.5	52.3
zmiana			20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
- Pro Logic		10.4	14.0	18.2	20.9	23.0	25.3	27.9
zmiana			35.0%	30.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
- Action Ukraina		84.2	146.6	216.1	291.6	392.8	412.5	433.1
zmiana			74.1%	47.4%	34.9%	34.7%	5.0%	5.0%
- SFK		1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wyłączenia		156.7	130.4	146.8	198.3	240.8	282.9	324.7
wyłączeń do pozostałych		61.2%	52.1%	45.0%	43.7%	42.3%	41.1%	39.8%

Źródło: Action, Millennium DM

## Wyniki finansowe oraz ich prognozy

Action jest typowym dystrybutorem, co oznacza funkcjonowanie w branży cechującej się niskim poziomem marż. Pociąga to za sobą konieczność wypracowywania wysokich wolumenów. Na tym rynku większe obroty pozwalają na podniesienie rentowności, dzięki lepszym warunkom zakupu uzyskiwanym u producentów sprzętu oraz obniżeniem udziału kosztów logistyki.

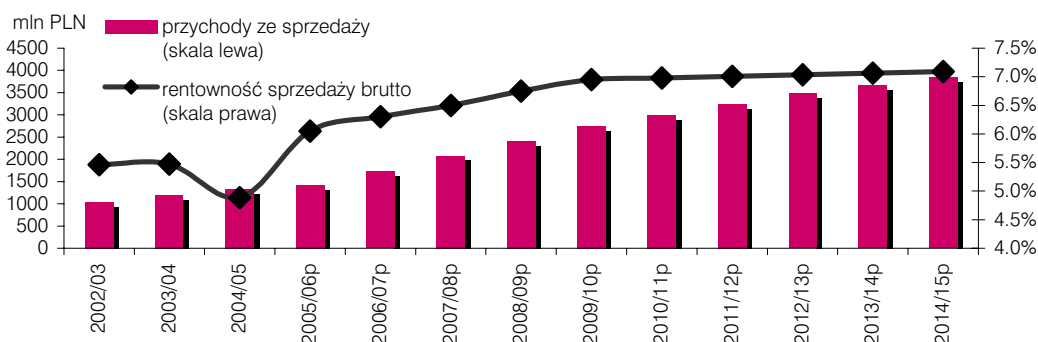
W roku obrotowym 2002/03 spółka osiągnęła poziom rentowności sprzedaży brutto 5.5%, a rentowności operacyjnej 1.8%. W kolejnym roku rentowność sprzedaży brutto pozostała na tym samym poziomie, obniżyła się jednak rentowność operacyjna do poziomu 1.1%. Było to wynikiem wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, których relacja do sprzedaży wzrosła z 3.4% w okresie 2002/03, do 4.1% w okresie kolejnym. Spółka zaczęła odczuwać negatywne skutki posiadanej w tamtym czasie struktury organizacyjnej oraz koszty wynajmu magazynów. Było to też powodem decyzji o budowie nowej siedziby, w której spółka dysponuje własnym, nowoczesnym magazynem oraz zmiany struktury. Do czasu uruchomienia centralnego magazynu w Zamieniu pod Warszawą spółka prowadziła znaczną część sprzedaży za pośrednictwem spółek zależnych. Otrzymywały one zamówiony z centrali towar i dokonywały redystrybucji. Podnosiło to koszty, gdyż wymagało dodatkowej pracy i dodatkowego czasu. Obecnie spółka utworzyła w miejsce spółek zależnych oddziały, które zajmują się sprzedażą, a nie dystrybucją towaru.

Rok obrotowy 2004/05 to okres znacznych zmian w Action, których część odbyła się nie bez komplikacji, które zaowocowały stratami. Spółka zdecydowała się na zaprzestanie działalności na rynku niemieckim oraz szwajcarskim i utworzyła rezerwy na likwidację funkcjonujących tam oddziałów.

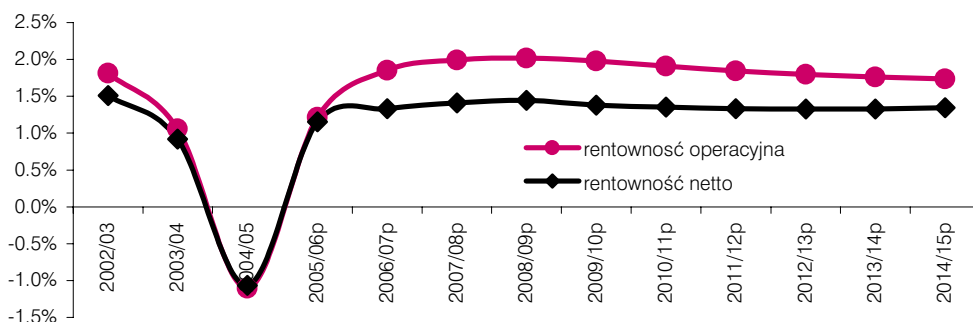
Szczegółowemu omówieniu przyczyn powstania straty w roku obrotowym 2004/05 poświęciliśmy osobną część raportu, znajdującą się w dalszej jego części.

Dokonane zmiany przyniosły efekty już w roku obrotowym 2005/06, kończącym się w lipcu. Rentowność brutto sprzedaży wzrosła do poziomu 6.05%, a rentowność operacyjna do 1.2%. Zysk netto za ten okres wyniósł według naszych szacunków 16.4 mln PLN, wobec straty 14.2 mln PLN rok wcześniej.

### Grupa Action - przychody ze sprzedaży i marża brutto na sprzedaży



### Grupa Action - marże EBIT i netto



p - prognozy Millennium DM  
Źródło: Action, Millennium DM

Wspomniane zyski za cały rok obrotowy 2005/06 nie są jeszcze oficjalnymi danymi, jednak takimi są już dane za pierwsze półrocze, kiedy spółka odnotowała bardzo dobre wyniki. Sprzedaż w okresie I półrocza 2005/06 wzrosła o 14% względem analogicznego okresu roku poprzedniego, natomiast zysk brutto na sprzedaży był wyższy o 70%. Zysk operacyjny wyniósł 18.2 mln PLN, wobec straty 4 mln PLN rok wcześniej. Zysk netto spółka wypracowała w wysokości 11.4 mln PLN, przy stracie 1.6 mln PLN rok wcześniej.

Podjęte przez spółkę nowe przedsięwzięcia, jak dystrybucja sprzętu AGD/RTV, dostawy w ramach przetargów publicznych oraz wielobranżowy sklep internetowy będą pozytywnie oddziaływać na poziom wypracowywanych w spółce marż. Prognozujemy, że rentowność sprzedaży brutto będzie wzrastała stopniowo z obecnych 6% do 7% w 2010 roku. Warto przy tym zaznaczyć, że średnia wartość wspomnianego parametru dla spółek, do których Action porównywaliśmy dokonując jego wyceny wyniosła 10.5% w 2005 roku. Natomiast na GPW notowane są spółki dystrybucyjne osiągające znacznie wyższe rentowności sprzedaży (JC Auto, Inter Cars, Variant). Uważamy wobec tego, że nasza prognoza jest konserwatywna.

Podobnie podeszliśmy do prognoz rentowności operacyjnej. Przewidujemy, że wspomniane już nowe kanały sprzedaży pozwolą spółce na podniesienie efektywności. Przewidujemy, że rentowność operacyjna będzie rosła stopniowo z obecnego poziomu 1.2% do 2% w 2009 roku, a następnie będzie się stopniowo obniżać. Założenie o spadku rentowności w dłuższym terminie wynika z przekonania o stopniowym zaniku premii pierwszeństwa na Ukrainie oraz nasilenia się konkurencji w dystrybucji internetowej. Uważamy również, że rynek przetargów publicznych po kilkuletnim okresie dynamicznego rozwoju, wynikającego z nadrobienia przez Polskę zaległości w informatyce, będzie się stabilizował, co pociągnie za sobą nasilenie konkurencji.

#### Skonsolidowane wyniki spółki Action za I półrocze 2005/06

	I pół.'04/05 (mln zł)	I pół.'05/06 (mln zł)	zmiana
Przychody	727.1	830.2	14%
Zysk b. na sprzed.	30.0	50.9	70%
EBITDA	-4.0	18.2	-
EBIT	-7.9	14.8	-
Zysk netto	-1.6	11.4	-
<i>Marża na sprzedaży brutto</i>	4.1%	6.1%	
<i>Marża EBIT</i>	-1.1%	1.8%	
<i>Marża netto</i>	-0.2%	1.4%	

Źródło: Action, Millennium DM

#### Skonsolidowane wyniki spółki Action

	2003/04 (mln zł)	2004/05 (mln zł)	2005/06 (mln zł)
Przychody	1195.3	1331.9	1427.2
Zysk b. na sprzed.	65.4	65.1	86.3
EBITDA	17.3	-0.6	25.0
EBIT	16.1	-8.3	17.3
Zysk netto	11.0	-14.2	16.4
<i>Marża na sprzed.br.</i>	5.5%	4.9%	6.1%
<i>Marża EBIT</i>	1.3%	-0.6%	1.2%
<i>Marża netto</i>	0.9%	-1.1%	1.2%

Źródło: Action, Millennium DM

## Zabezpieczanie ryzyka walutowego

Spółka prowadzi następującą politykę zabezpieczania ryzyka kursowego:

- spółka zabezpiecza do 60% otwartych pozycji walutowych,
- podstawą do zabezpieczenia pozycji jest spadek wartości waluty w stosunku do PLN o około 3% w stosunku do średniego kursu celnego otwartych pozycji,
- spółka zabezpiecza ryzyko kursowe nie dłuższe niż 30-60 dni (miesiąc następujący po miesiącu zawarcia transakcji),
- dostawa waluty rozłożona jest na kilkanaście dat (3-4) dni w tygodniu, a wartość każdej dostawy wynosi ok. 500 000 jednostek walutowych,
- w przypadku gdy rynkowa wartość waluty przekroczy wartość zabezpieczonych dostaw z dnia transakcji, spółka w uzasadnionych przypadkach może dokonać transakcji odwrotnych do wcześniej zawartych transakcji.

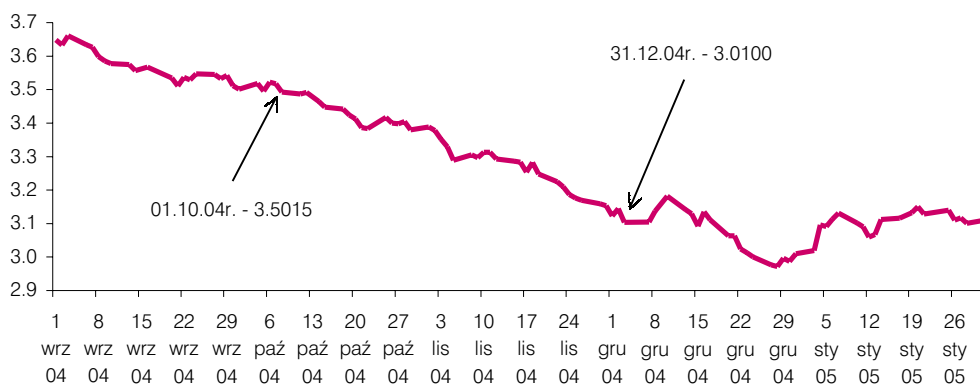
## Przyczyny straty w roku obrotowym 2004/05

W roku obrotowym 2004/05 w spółce wystąpiło szereg czynników, które miały negatywne oddziaływanie na osiągnięte wyniki finansowe. Większość z nich miała charakter jednorazowy.

Najpoważniejsze skutki miały następujące czynniki:

- utworzenie rezerw na likwidację oddziałów w Niemczech i Szwajcarii - rezerwy utworzone łącznie na kwotę 13.6 mln zł. Likwidacja nastąpiła z powodu niespełnienia przez te podmioty założonych poziomów sprzedaży, w związku z czym podjęto decyzję, która pozwoliła uniknąć ponoszenia kosztów funkcjonowania na rynkach nie rokujących pozytywnie (za rok 2004/05 łączna strata operacyjna tych spółek wyniosła 4.7 mln zł),
- zmiana siedziby i centrum logistycznego, co wiązało się ze zmianą nawyków części klientów,
- zmiana systemu informatycznego, w trakcie której powstały znaczne zakłócenia w funkcjonowaniu firmy. Spółką wdrażającą nowy system informatyczny był Ster-Projekt, który przeżywał w tym czasie istotne problemy. W IV kwartale 2004 roku, zakłócenia w procesie wdrożenia systemu przeniosły się na całość funkcjonowania firmy i spółka praktycznie nie była w stanie sprawnie obsługiwać klientów. Specyfiką dystrybucji sprzętu komputerowego jest szybka utrata jego wartości i konieczność precyzyjnego prognozowania zapotrzebowania. W sytuacji braku dokładnej kontroli nad stanami magazynowymi pozostawały one w firmie dłużej niż zwykle, co dodatkowo wiązało się z kolejnym czynnikiem, którym był:
  - spadek wartości USD względem PLN w 2004 roku, a w szczególności w IV kwartale, kiedy wartość USD spadła o 14%,
  - po perturbacjach z końca kalendarzowego 2005 roku spółka stanęła przed koniecznością odzyskania klientów. Odbyło się to w drodze akcji promocyjnych oraz atrakcyjnych rabatów, które dodatkowo osłabiły wynik roku obrotowego 2004/05,
- objęcie pełną konsolidacją wyników California Computer (amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych w wysokości 2.9 mln PLN).

Kurs USD/PLN w IV kwartale 2004 roku



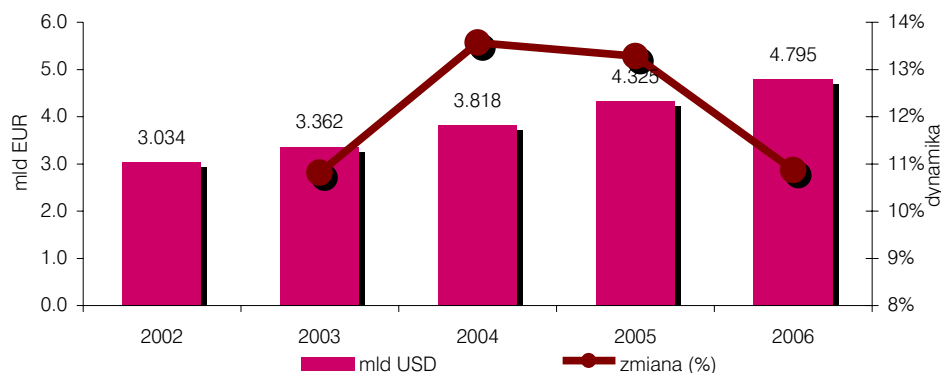
Źródło: Parkiet, Millennium DM

# Otoczenie spółki

## Rynek IT w Polsce

Według szacunków IDC, międzynarodowej firmy badawczej zajmującej się rynkami technologicznymi, Polski rynek IT wyniósł w 2005 roku 4.3 mld EUR, a szacunki na bieżący rok mówią o wielkości 4.8 mld EUR. Oznacza to wzrost o 13.3% w ubiegłym roku oraz 11% w roku bieżącym. Niektóre źródła mówią nawet o wzroście 30% w 2005 roku, są to jednak różnice wynikające ze zmian kursowych walut, w których obliczana jest wartość rynku (wzrost 30% podawany na podstawie wartości w USD, który wzmoćnił się w stosunku do EUR w tym okresie). Pomijając wątpliwości dotyczące metodologii obliczania wartości rynku IT przyjąć można ostrożnie, że wzrasta on w tempie kilkunastu procent rocznie. Oczekiwania co do najbliższych lat również są optymistyczne i dynamika ta nie powinna osłabnąć.

Wartość polskiego rynku IT w latach 2002-2006 (mld EUR)

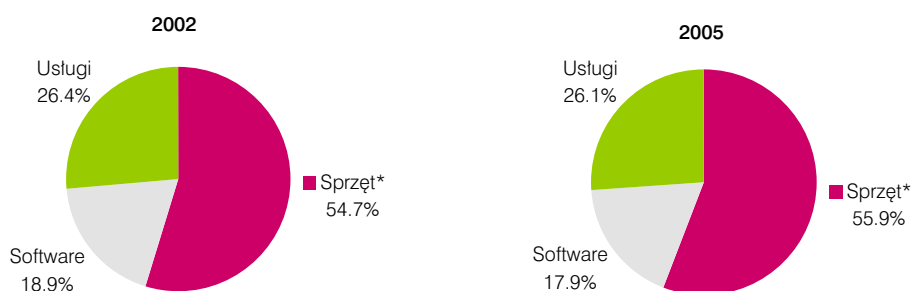


Źródło: EITO 2005

Wzrostowi rynku IT w Polsce sprzyja wciąż niższe niż na Zachodzie nasycenie technologiami informatycznymi, zwłaszcza w sferze publicznej. Zaległości w tym zakresie pomaga nam nadrobić Unia Europejska przekazując na ten cel znaczne fundusze. Już w chwili obecnej większość wielkich kontraktów informatycznych finansowana jest głównie ze środków unijnych, a czeka nas jeszcze realizacja takich przedsięwzięć jak stworzenie systemu PESEL II, e-podatki, systemów ochrony granic lądowych (w tym dostosowujące do układu Schengen), systemu zarządzania kryzysowego Tetra oraz współpracujący z nim C2, Rejestru Usług Medycznych, systemów katastralnych, modernizacja energetyki i wiele innych. Wszystkie wymienione prace warte będą wiele miliardów złotych i zapewniają wzrost rynku IT w najbliższych latach.

Nadrabianie zaległości informatycznych w Polsce powoduje, że wciąż ponad połowa rynku IT to sprzedaż sprzętu. Wynika to z faktu, że inwestycje czynione od podstaw wymagają infrastruktury technicznej. Nie można przy tym zapominać o wartych setki milionów PLN dostawach sprzętu do szkół, co łącznie powoduje, że spodziewamy się utrzymania bieżącej struktury w następnych latach. Sytuacja ta z punktu widzenia dystrybutorów takich jak firma Action jest korzystnym zjawiskiem.

### Struktura rynku IT w Polsce\*



\* z uwzględnieniem sprzętu sieciowego

Źródło: IDC

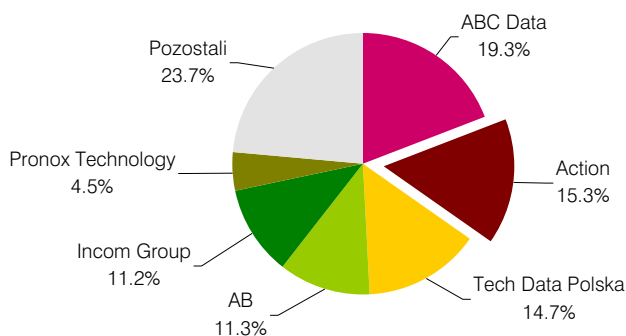
## Rynek dystrybucji sprzętu IT w Polsce

Rynek dystrybucji sprzętu IT w Polsce był wart w 2005 roku, w zależności od oceny stopnia wymiany wewnątrzsektorowej, od 8 do 10 mld PLN. Rynek ten cechuje się większą koncentracją niż całość rynku IT, wynikającą z występujących korzyści skali. Największy podmiot dystrybucyjny, firma ABC Data obejmuje blisko 20% rynku, podczas gdy na całym rynku IT lider zajmuje 10% jego całej wartości. Pierwsza trójka dystrybutorów stanowi połowę rynku (na całym rynku IT pierwsza trójka niecałe 30%), a pierwsza dziesiątka blisko 90% rynku.

Na omawianym rynku liczy się przede wszystkim pięć pierwszych podmiotów, to jest ABC Data, Action, Tech Data Polska, AB, oraz Incom. Występujące obok Action w pierwszej trójce ABC Data oraz Tech Data Polska to przedstawicielstwa międzynarodowych potentatów dystrybucji sprzętu IT, natomiast AB i Incom to spółki rodzime, przy czym AB jest od 1998 roku w 46% własnością funduszu zarządzanego przez Enterprise Investors. Wymienione pięć spółek obejmuje blisko 75% całości rynku dystrybucji sprzętu IT w Polsce.

Wspomniane powyżej znaczne korzyści skali, decydujące o znacznej koncentracji rynku, wynikają z możliwości uzyskiwania u producentów większych rabatów przy dużych zamówieniach. Niskie poziomy marż na jakich pracują wszyscy uczestnicy tego rynku powodują, że jedynie silne podmioty generujące dużą sprzedaż są w stanie wypracowywać przyzwoity poziom zysków. Wymaga to jednak wysokiej sprawności działania, co powoduje, że na rynku tym nie jest łatwo zaistnieć nowym podmiotom.

### Udział największych dystrybutorów w rynku dystrybucji sprzętu IT w Polsce w 2005r\*



\* w ujęciu wartościowym

Źródło: Computerworld 2004 TOP200, Action, Millennium DM



**Firmy dystrybucyjne sprzętu IT w Polsce o największych przychodach w 2005 roku**

Firma	Miasto	Przychody z sektora (mln zł)	Wskaźnik koncentracji	
1 ABC Data	Warszawa	1 677.9	1-y do razem 1-10	22.4%
2 Action	Warszawa	1 331.9	1-y do całości	19.7%
3 Tech Data Polska	Warszawa	1 277.2		
4 AB	Wrocław	981.4	razem 1-3 do razem 1-10	57.2%
5 Incom Group	Wrocław	973.1	razem 1-3 do całości	50.4%
6 Pronox Technology	Katowice	394.6		
7 Techmex	Bielsko-Biała	239.9	razem 1-10 do całości	88.2%
8 NTT System	Warszawa	235.0		
9 Veracomp	Kraków	197.0		
10 Praxis	Warszawa	186.1		
Razem 1-10		7 494.2		
Wartość rynku IT*		8 500.0		

\* przyjęta jako średnia wartości wskazanych w raportach EITO 2005 oraz IDC  
Źródło: TOP200, EITO, IDC

**Firmy osiągające największe przychody ze sprzedaży produktów i usług IT w Polsce w 2005**

Firma	Miasto	Przychody z sektora (mln zł)	Wskaźnik koncentracji	
1 HP Polska	Warszawa	2 175.0	1-y do razem 1-10	16.4%
2 Prokom Software	Warszawa	1 843.5	1-y do całości	10.8%
3 ABC Data	Warszawa	1 683.0		
4 Action	Warszawa	1 331.9	razem 1-3 do razem 1-10	43.1%
5 Tech Data Polska	Warszawa	1 277.2	razem 1-3 do całości	28.2%
6 IBM Polska	Wrocław	1 215.0		
7 Incom Group	Wrocław	1 024.4	razem 1-10 do całości	65.6%
8 AB	Wrocław	981.4		
9 ComputerLand	Warszawa	858.6		
10 Microsoft	Warszawa	852.0		
Razem 1-10		13 242.0		
Wartość rynku IT*		20 200.0		

\* przyjęta jako średnia wartości wskazanych w raportach EITO 2005 oraz IDC  
Źródło: TOP200, EITO, IDC

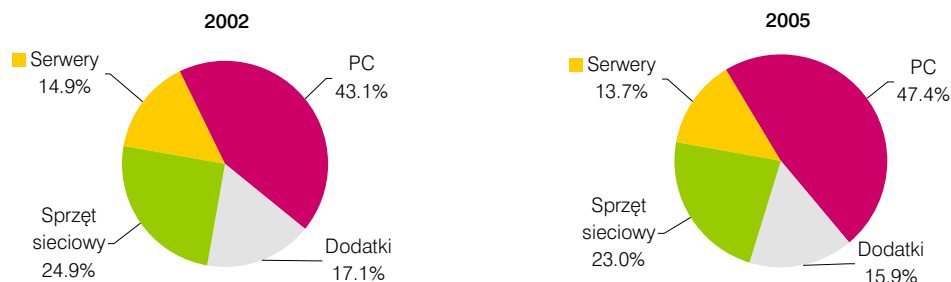
Blisko połowę całości rynku dystrybucji sprzętu IT stanowi sprzedaż komputerów osobistych (47.4% w 2005 roku) i udział ten w ostatnich trzech latach wzrósł z poziomu 43.1%. Ta część rynku wykazuje też najwyższą dynamikę wzrostu, bowiem sprzedaż komputerów osobistych wzrosła wg EITO o 18.8% w 2004 roku i 18.9% w 2005 roku. W 2004 roku sprzedano 1.290 mln komputerów osobistych, a w 2005 roku 1.497 mln sztuk. Prognozy mówią o dalszym wzroście ilościowym do 1.664 mln sztuk w roku bieżącym, na co niewątpliwie wpłynie zamówienia publiczne, zwłaszcza w ramach wyposażania szkolnych pracowni komputerowych oraz wciąż rosnąca popularność komputerów przenośnych.

Udział pozostałych kategorii sprzętu w całości rynku spadł w okresie ostatnich trzech lat, choć wartość każdej z nich rosła. Wartość rynku serwerów, które stanowiły 13.7% rynku w 2005 roku, rosła w tempie 11% w 2004 roku i 6.4% w 2005 roku. Na bieżący rok przewidywana jest sprzedaż 35.14 tys. serwerów wobec 32.5 tys w 2004 roku.

Wartość segmentu wyposażenia dodatkowego (15.9% całości rynku dystrybucji w 2005 roku) rosła o 9.8% w 2004 roku i 8.7% w 2005 roku.

Najwolniej rosnącą częścią rynku jest sprzęt sieciowy, który stanowi wartościowo 23% rynku. Wzrost tej części wyniósł 2.3% w 2004 roku i 3.2% w 2005 roku.

## Struktura rynku sprzętu IT w Polsce



Źródło: IDC

## Rynek IT w Polsce w ujęciu wartościowym oraz dynamika

	2003	2004 (mln euro)	2005	2003/02	2004/03 (zmiana)	2005/04
Serwery	281	312	332	-1.2%	11.0%	6.4%
Stacje robocze	1	2	1	-49.8%	10.7%	-44.5%
Komputery osobiste	814	967	1 150	9.6%	18.8%	18.9%
Dodatki	324	355	386	2.0%	9.8%	8.7%
<b>Hardware</b>	<b>1 420</b>	<b>1 636</b>	<b>1 870</b>	<b>5.4%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.2%</b>
LAN	88	99	106	7.2%	12.4%	7.0%
Sprzęt routerowy	186	209	235	12.5%	12.4%	12.4%
Pozostały sprzęt sieciowy	197	205	218	6.1%	3.9%	6.4%
<b>Sprzęt sieciowy</b>	<b>471</b>	<b>513</b>	<b>559</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.2%</b>
Oprogramowanie systemowe	289	329	374	14.1%	13.8%	13.7%
Aplikacje	313	355	405	12.1%	13.4%	14.2%
<b>Software</b>	<b>602</b>	<b>684</b>	<b>779</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.9%</b>
<b>Usługi IT</b>	<b>883</b>	<b>999</b>	<b>1 134</b>	<b>21.8%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.5%</b>
<b>Razem rynek IT</b>	<b>3 376</b>	<b>3 832</b>	<b>4 342</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.3%</b>

Źródło: EITO 2005

## Rynek sprzętu IT w Polsce (w sztukach)

	2002	2003	2004	2005p	2006p
Serwery	20 872	24 167	29 836	32 493	35 140
Workstation	507	274	193	182	153
Komputery osobiste	998 057	1 137 789	1 289 523	1 497 403	1 664 826
Drukarki PC	925 414	944 659	940 736	905 290	876 311
Karty LAN	781 396	840 001	906 361	1 014 218	1 083 185
<b>dynamika</b>					
Serwery		15.8%	23.5%	8.9%	8.1%
Workstation		-46.0%	-29.6%	-5.7%	-15.9%
Komputery osobiste		14.0%	13.3%	16.1%	11.2%
Drukarki PC		2.1%	-0.4%	-3.8%	-3.2%
Karty LAN		7.5%	7.9%	11.9%	6.8%

Źródło: EITO 2005

## Główni konkurenci spółki Action oraz ich plany upublicznienia

Inwestując w akcje spółki Action należy brać pod uwagę możliwe osłabienie popytu na jej walory już po debiucie, na skutek ofert publicznych kilku z jej bezpośrednich konkurentów.

**Pronox Technology** - katowicka spółka, która również planuje zadebiutować na GPW w drugiej połowie roku. Wielkość emisji określono na razie na kilkadziesiąt milionów złotych. W marcu br. spółka przeprowadziła niepubliczną emisję akcji o wartości 15 mln zł, co miało być wstępem do emisji publicznej. Firma dąży do przeistoczenia się z typowego dystrybutora w samodzielny sprzedawcę zlecanego do produkcji przez siebie na Dalekim Wschodzie sprzętu komputerowego. W ten sposób stara się osiągnąć cel jakim jest sprzedaż pod własnymi markami, co jest strategią podobną do przyjętej przez Action.

**AB** - jej właścicielem w 54% są krajowe osoby fizyczne, a w 46% fundusz zarządzany przez Enterprise Investors. Spółka złożyła już prospekt do KPWiG i planuje debiut w drugiej połowie roku. Sygnalizowana wartość emisji to około 20 mln zł plus nieokreślona na razie część akcji posiadanych przez EI (w grę wchodzi nawet cały pakiet). Spółka przygotowywała się już w 2001 roku do debiutu giełdowego, co jednak z powodu załamania koniunktury nie doszło do skutku.

**ABC Data** - spółka, której właścicielem jest niemiecki potentat Actebis. Spółka nie będzie najprawdopodobniej w Polsce wprowadzana do publicznego obrotu.

**Tech Data Polska** - przedstawicielstwo światowego lidera dystrybucji sprzętu IT, który również pozostanie podmiotem niepublicznym.

**Incom** - spółka będąca własnością Mariusza Jaworskiego nie przewiduje w najbliższym czasie upublicznienia, choć właściciele nie wykluczają takiej możliwości w perspektywie 2 lat. Podobnie jak Action, firma kładzie w swoich planach nacisk na duże przetargi co już zaowocowało uczestnictwem w dostawach dla MEN w konsorcjum z Emaxem i Winuelem. Spółka zamierza produkować około 100 tys. komputerów rocznie.

Na giełdę zmierza dodatkowo jeszcze jedna spółka, która będzie porównywana z firmą Action, mianowicie **Neonet**. Zajmuje się on dystrybucją detaliczną sprzętu AGD, co oznacza odmienny charakter działalności niż wymienionych powyżej spółek. Poziom marż, na których ta spółka operuje oraz duże znaczenie logistyki w jej działalności stwarza możliwości porównawcze. Dodatkowo Action rozwija intensywnie dokładnie taką samą działalność na rynku ukraińskim. Na chwilę obecną planowana wielkość emisji określana jest na kilkadziesiąt milionów złotych.

# Prognozy sprawozdań finansowych

Rachunek wyników (tys. PLN)					
	2004/05	2005/06p	2006/07p	2007/08p	2008/09p
<b>przychody netto</b>	<b>1 331.9</b>	<b>1 427.2</b>	<b>1 729.1</b>	<b>2 080.8</b>	<b>2 409.9</b>
koszty wytworzenia	1 266.9	1 340.8	1 621.9	1 945.6	2 247.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	73.3	67.2	80.4	97.8	118.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6.4	3.8	3.5	4.0	4.0
<b>EBITDA</b>	<b>-7.0</b>	<b>30.6</b>	<b>38.4</b>	<b>50.7</b>	<b>58.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>-14.7</b>	<b>22.9</b>	<b>30.3</b>	<b>41.5</b>	<b>48.6</b>
saldo finansowe	1.6	0.1	-1.1	-1.8	-1.1
zysk przed opodatkowaniem	-13.3	23.0	29.2	39.6	47.5
podatek dochodowy	0.2	4.3	5.7	7.5	9.0
(zysk) strata udziałowc.mniejszościowych	-0.5	-1.1	-1.8	-2.7	-3.6
<b>zysk netto</b>	<b>-14.2</b>	<b>17.5</b>	<b>21.7</b>	<b>29.3</b>	<b>34.8</b>
EPS	-0.86	1.07	1.32	1.79	2.12
Bilans (tys. PLN)					
	2004/05	2005/06p	2006/07p	2007/08p	2008/09p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>55.9</b>	<b>58.1</b>	<b>65.0</b>	<b>66.7</b>	<b>68.5</b>
wartości niematerialne i prawne	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
wartość firmy z konsolidacji	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
rzeczowe aktywa trwałe	42.6	44.8	51.5	53.0	54.6
należności długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
inwestycje długoterminowe	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
pozostałe	0.8	0.8	1.0	1.2	1.4
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>252.2</b>	<b>328.6</b>	<b>395.6</b>	<b>471.2</b>	<b>549.9</b>
zapasy	112.0	117.3	142.1	171.0	198.1
należności	133.7	140.8	172.9	208.1	243.0
środki pieniężne i inne aktywa finansowe	4.9	69.8	79.7	91.0	107.7
kr. rozliczenia międzyokresowe	1.6	0.7	0.9	1.0	1.2
<b>aktywa razem</b>	<b>308.1</b>	<b>386.6</b>	<b>460.6</b>	<b>537.9</b>	<b>618.4</b>
kapitał własny	59.6	158.1	174.5	197.4	223.4
kapitał mniejszości	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	247.1	227.1	284.6	339.1	393.6
zobowiązania długoterminowe	3.1	0.1	0.1	0.1	0.1
zobowiązania krótkoterminowe	242.0	224.9	282.0	335.9	389.9
pozostałe	2.0	2.1	2.6	3.1	3.6
<b>pasywa razem</b>	<b>308.1</b>	<b>386.6</b>	<b>460.6</b>	<b>537.9</b>	<b>618.4</b>
BVPS	3.6	9.6	10.6	12.0	13.6
Cash flow (tys. PLN)					
	2004/05	2005/06p	2006/07p	2007/08p	2008/09p
wynik netto	-14.2	17.5	21.7	29.3	34.8
amortyzacja	7.7	7.7	8.1	9.3	9.5
zmiana kapitału obrotowego	-13.7	-33.6	-14.3	-20.7	-20.2
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>-3.8</b>	<b>-8.4</b>	<b>15.5</b>	<b>18.0</b>	<b>24.2</b>
inwestycje (capex)	-4.6	-9.8	-14.8	-10.8	-11.1
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>-14.8</b>	<b>-10.8</b>	<b>-11.1</b>
wypłata dywidendy	-3.4	0.0	-5.3	-6.5	-8.8
emisja akcji	0.0	81.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	18.3	2.1	14.5	10.6	12.4
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>7.6</b>	<b>83.1</b>	<b>9.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>
zmiana gotówki netto	-0.5	64.9	9.9	11.3	16.6
DPS	0.2	0.0	0.3	0.4	0.5
CEPS	-0.4	1.5	1.8	2.4	2.7

p - prognoza Millennium Dom Maklerski S.A.

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Michał Buczyński

+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

### Piotr Her

+22 598 26 81  
piotr.her@millenniumdm.pl

### Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych  
+22 598 26 05  
adam.zajler@millenniumdm.pl

### Łukasz Hejak

+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

### Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,  
handel

### Analitik

telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

### Analitik

hotele, motoryzacja, przemysł spożywczy  
budownictwo, media

### Analitik

informatyka

### Asystent

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Dyrektor

### Marek Przytuła

+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+22 598 26 67  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

### Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +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 1 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

## Stosowane metody wyceny

Raport sporządzony 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 współzarządzającego w trakcie publicznej emisji akcji spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu i z tego tytułu otrzyma bądź otrzymał wynagrodzenie. Pomiędzy spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu a Bankiem Millennium S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) podpisane zostały umowy kredytowe. 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, ich emitentów lub wystawców, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

## Pozostałe informacje

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, Echo, BRE Bank, Computerland, Zrew, Prosper, Ciech, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Echo, Jupiter, Ciech, Telekomunikacja Polska, Zrew, Lotos, Broker FM, Optimus, Redan, PKN Orlen, Prosper, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Śrubex, Getin, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili raport, 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 pierwszego udostępnienia. 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. 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 dochoowaniem 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. Raport nie zawiera i nie jest również próbą przedstawienia wszelkich istotnych informacji o spółce będącej jego przedmiotem. 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 raportu 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 sprawdzą się. Treść raportu była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

## Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	24%
Akumuluj	9	36%
Neutralnie	7	28%
Redukuj	3	12%
Sprzedaj	0	0%

## Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj	2	29%
Akumuluj	5	71%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*