

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa  
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61  
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Renata Miś

## Delko S.A.

Handel

Kurs bieżący (zł): 12,65  
 Liczba akcji (tys.): 5 980  
 Free float: 55,9% (27 mln zł)

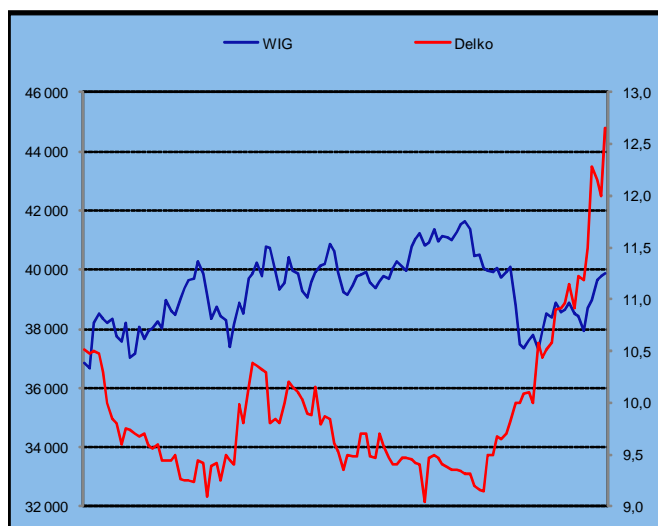
Dane skonsolidowane (tys. zł)	2007	2008	2009	2010 P
Przychody operacyjne	306 767	405 561	432 252	532 651
Zysk operacyjny	5 215	9 416	10 579	12 517
<b>Zysk netto**</b>	<b>2 690</b>	<b>5 175</b>	<b>6 198</b>	<b>7 517</b>
Wartość księgowa**	12 034	17 208	36 410	37 586
<b>Kapitalizacja</b>	<b>56 672</b>	<b>56 672</b>	<b>75 647</b>	<b>75 647</b>
Liczba akcji (tys)	4 480	4 480	5 980	5 980
EPS (zł)	0,6	1,2	1,0	1,3
BVPS (zł)	2,7	3,8	6,1	6,3
P/E	21,1	11,0	12,2	10,1
P/BV	4,71	3,29	2,08	2,01
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>12,65</b>	<b>12,65</b>	<b>12,65</b>	<b>12,65</b>

\* - kurs z dnia wydania rekomendacji

\*\* - wartość przypadająca jednostce dominującej

P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Kawecki Dariusz	18,74%	18,74%
Dąbrowski Mirosław	13,42%	13,42%
Wójcicki Leszek	11,99%	11,99%
Lubarda Kazimierz	10,53%	10,53%
AVIVA Investors	9,98%	9,98%
Pozostali	35,34%	35,34%
<b>Razem</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>



Informacje o powiązaniach DM AmerBrokers ze Spółką znajdują się na ostatniej stronie, w rozdziale „Informacje dodatkowe”.

**Jedną akcję Delko S.A. wyceniamy na 16,6 zł.** W związku z tym, że nasza wycena jest o 31,3% wyższa od aktualnego kursu giełdowego, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Wielkość rynku chemii gospodarczej, artykułów higienicznych i kosmetyków szacowana jest na 3,5 mld zł. **Udział rynkowy Delko na koniec 2008 roku wyniósł około 11%.**

Wyniki jakie Delko osiągnęło w 2009 roku, były na poziomie nieznacznie niższym niż prognoza Zarządu. Prognozowano przychody na poziomie 457 mln zł (wykonanie 94,6%), a zysk netto 7,8 mln zł (wykonanie 96,3%). Wynika to z przyjęcia zbyt „ambitnych” założeń, biorąc pod uwagę kryzysowy rok w branży, w której działa Delko.

Od dnia debiutu na GPW we wrześniu 2009 roku Spółka informuje o podpisanych kontraktach, które będą mieć wpływ na działalność handlową w segmencie artykułów higienicznych, kosmetycznych i chemii gospodarczej. Ostatnie **umowy powinny przyczynić się do wzrostu przychodów Grupy w 2010 roku o około 100 mln zł.** W tych kalkulacjach nie są uwzględnione przejęcia. Delko podpisało listy intencyjne ze spółką Frog MS Delko oraz Cosmetics. Na przejęcia Spółka ma przeznaczone 10,6 mln zł z 14,25 mln zł, które pozyskała z emisji akcji. **Przejęcie tych spółek przyczyni się do skokowego wzrostu przychodów oraz przełoży się na poziom generowanych wyników finansowych.**

Nasza prognoza przychodów na 2010 rok została sporządzona w oparciu o podpisane umowy handlowe, m.in. z Reckitt Benckiser i Unilever. Na podstawie umowy z Unilever przychody Spółki w ciągu najbliższych 5 lat mogą wzrosnąć o około 80-150 mln zł. Dodatkowo założyliśmy stały organiczny wzrost przychodów na poziomie 5% r/r. **W latach 2010-2015 przyjęliśmy wzrost marży operacyjnej z 2,4% w 2010 roku do 2,5% w latach 2012-2015.**

**Na przełomie marca – kwietnia Spółka planuje opublikować prognozy finansowe na 2010 rok.**

Jako czynnik ryzyka zwracamy uwagę na niski free float oraz niewielki przeciętny poziom obrotów akcjami Spółki na poszczególnych sesjach.

## Sytuacja w branży<sup>1</sup>

Podstawowym przedmiotem działalności Delko jest hurtowa dystrybucja dóbr szybkozbywalnych (FMCG) w zakresie chemii gospodarczej, artykułów higienicznych i kosmetyków. Główną formą działalności jest sprzedaż w oparciu o regionalnych przedstawicieli, własną sieć hurtowni oraz bezpośrednią obsługę dużych klientów detalicznych.

Pozycja konkurencyjna Delko zależy w znacznym stopniu od następujących czynników:

- poziomu i modelu konsumpcji artykułów chemiczno-kosmetycznych,
- wielkości i perspektyw rozwojowych rynku dystrybucji,
- tendencji rozwojowych poszczególnych segmentów rynku (znaczenie i wielkość poszczególnych kanałów dystrybucji).

Wielkość polskiego rynku chemii gospodarczej, artykułów higienicznych i kosmetyków szacowana jest na 3,5 mld zł. **Udział rynkowy Delko na koniec 2008 roku wynosił około 11%.**

### Perspektywy rozwoju handlu detalicznego i hurtowego w Polsce

W Polsce pozycja handlu nazywanego tradycyjnym jest silna i wynika z wysokiego stopnia rozdrobienia rynku. Pod względem liczby placówek handlu detalicznego, Polska jest liderem w Europie. Dla porównania w Hiszpanii, podobnej do Polski pod względem liczby mieszkańców oraz powierzchni, funkcjonuje obecnie prawie 3-krotnie mniej sklepów. W Polsce udział handlu nowoczesnego w całkowitych obrotach jest relatywnie niski (55%). Dla porównania w krajach takich jak Francja, Belgia i Holandia udział ten wynosi ponad 90%. Wyniki badania konsumenckiego Nielsen Shopper Trends wskazują, że prawie połowę wszystkich wydatków na artykuły spożywcze oraz środki higieny Polacy przeznaczają na świeże produkty spożywcze tj. głównie mięso oraz warzywa i owoce. Jak się okazuje to właśnie te produkty są najchętniej kupowane w osiedlowych sklepikach mięsnych oraz sklepach warzywnych.

Nie ulega wątpliwości, że w przyszłości znaczenie handlu tradycyjnego w Polsce będzie malało na korzyść handlu nowoczesnego, co wynika z obserwowanego obecnie tempa wzrostu poszczególnych segmentów rynku. Jednakże nie należy oczekiwać by niski udział handlu nowoczesnego, w stosunku do tego jaki występuje w innych krajach europejskich, postrzegać jako olbrzymi potencjał dla rozwoju. Za przykład powinny nam posłużyć Włochy będące krajem o podobnej liczbie sklepów, nieco większej powierzchni oraz zbliżonym stopniu przywiązania konsumentów do mniejszych formatów. Udział handlu nowoczesnego we Włoszech wynosi obecnie nieco ponad 60%. Należałoby oczekiwać stopniowej ewolucji polskiej struktury rynku w tym kierunku, jednak będzie to proces bardzo powolny, a dojście do takiego etapu nastąpi w perspektywie bardziej kilkunastu niż kilku lat.

Rynek hurtowy jest w trakcie dynamicznej konsolidacji. W wyniku przejęć i połączeń prognozuje się, że nastąpi dalszy szybki spadek liczby firm dystrybucyjnych. Konsolidacja objęła przede wszystkim największe segmenty rynku hurtowego. W systemie Cash & Carry dominują w Polsce cztery spółki: Makro, Selgros, Eurocash i Emperia, przy czym Makro i Selgros obsługują hale dużego formatu, a Emperia i Eurocash mniejsze, o powierzchni 1,5-4 tys. m<sup>2</sup>. Te spółki w perspektywie kilku lat mają szanse objąć ok. 90% rynku Cash & Carry.

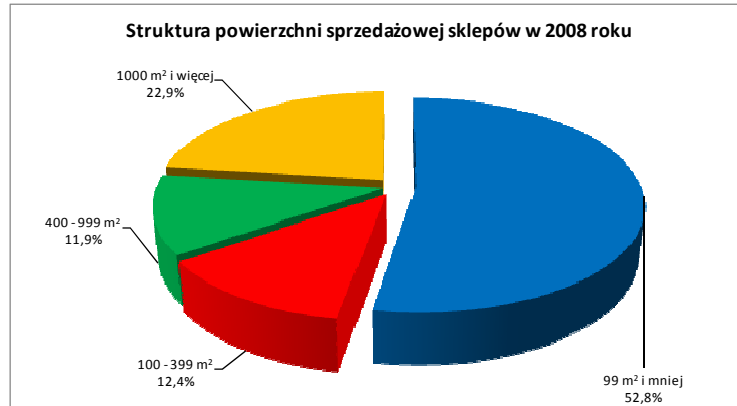
Istotnym elementem strategii firm dystrybucyjnych jest równoległa budowa sieci detalicznych. Makro organizuje sieć partnerską Aro, Emperia rozwija m.in. sieci sklepów Stokrotka i Groszek, Eurocash zarządza sieciami franczyzowymi ABC i Delikatesy Centrum. Budowanie sieci detalicznych przy podmiotach hurtowych jest strategią mającą uzasadnienie z punktu widzenia ekonomicznego. Gwarantuje stabilizację części przychodów ze sprzedaży hurtowej, zwiększa przychody ze sprzedaży detalicznej oraz podnosi rentowność całej spółki.

Wydaje się, że polski rynek hurtowy podąży własną drogą rozwoju, która prowadzi pomiędzy obecnym polskim rynkiem, a rynkiem na zachodzie Europy. Na polski hurt będzie miała wpływ nie tylko konsolidacja wewnątrz branży, ale także tworzenie się kolejnych grup kapitałowych w handlu detalicznym, które potrzebują sieci dystrybucyjnej do obsługi powstającej sieci sklepów.

<sup>1</sup> Na podstawie Prospektu Emisyjnego Delko S.A.

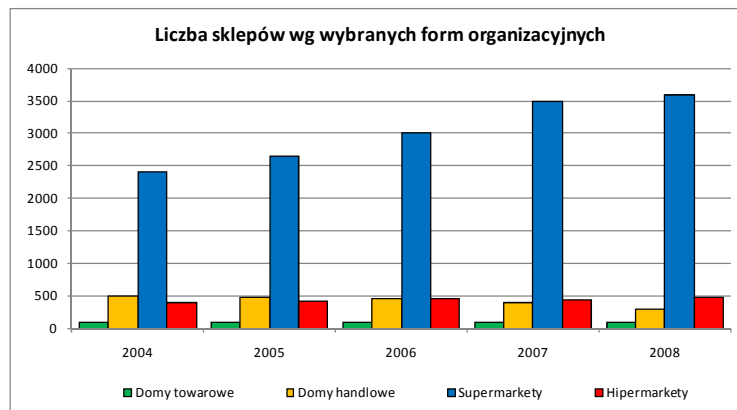
**Handel detaliczny w Polsce**

Na koniec 2008 roku w Polsce działało około 386 tys. sklepów, co oznacza wzrost w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego o 3,9%. Charakterystyczną cechą krajowego handlu detalicznego jest duży udział sklepów o powierzchni sprzedażowej do 99 m<sup>2</sup>. Struktura powierzchni sprzedażowej sklepów do 99 m<sup>2</sup> obniżyła się o 3,1 pp (do 52,8% ogólnej powierzchni sprzedażowej), a wzrosła o 0,3 pp dla sklepów w przedziale 100-399 m<sup>2</sup> (do 12,4%).



Źródło: GUS

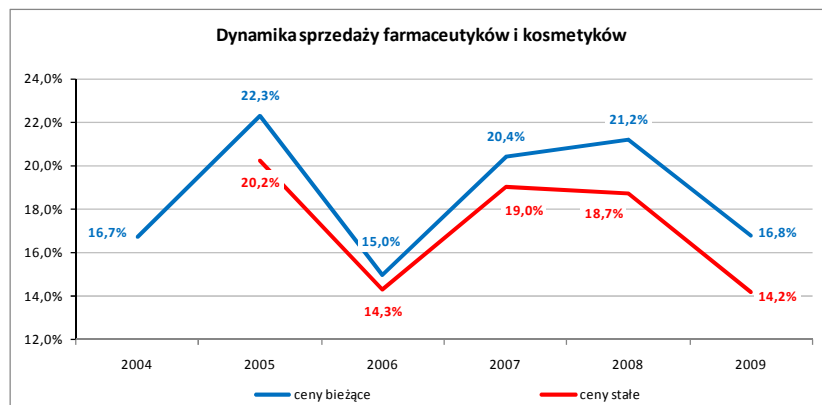
Wśród wielkopowierzchniowych obiektów handlowych największy udział stanowią supermarkety, których liczba w ostatnim roku wzrosła o 3,5%.



Źródło: GUS

W grupie przedsiębiorstw, w których zatrudnienie jest większe niż 10 osób, nadal przybywało sklepów należących do przedsiębiorstw zagranicznych, bądź z udziałem kapitału zagranicznego. Dynamika przyrostu liczby sklepów wyniosła 15,3% r/r, a powierzchni sprzedażowej 27,3% r/r, co daje średnią powierzchnię w tych sklepach na poziomie 813 m<sup>2</sup> (odpowiednio w sklepach przedsiębiorstw własności prywatnej krajowej - 155 m<sup>2</sup>).

**Konsumpcja artykułów chemii gospodarczej i kosmetyków**



Źródło: GUS

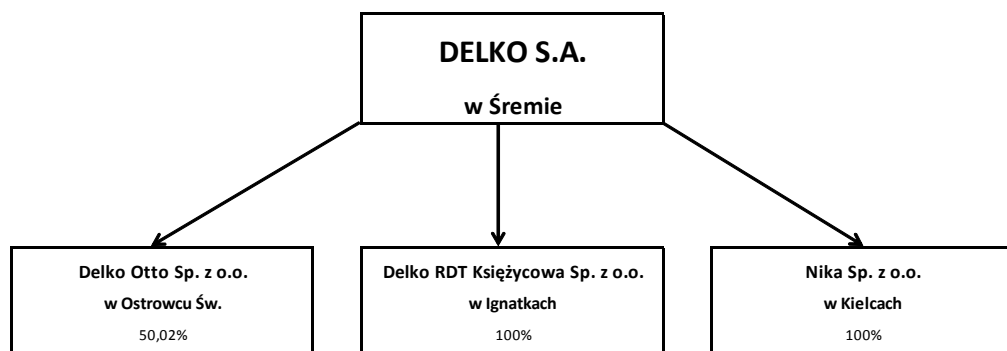
Cechą charakterystyczną polskiego rynku jest stosunkowo niski poziom wydatków na wyroby kosmetyczne, higieniczne i chemii gospodarczej w porównaniu do poziomu w rozwiniętych krajach Europy Zachodniej. Odmienną ta wynika z: różnicy w zamożności społeczeństw, czynników demograficznych i wzorców kulturowych w zakresie higieny osobistej i standardów czystości w domach. Występujący w okresie ostatnich kilku lat spadek bezrobocia, ponadprzeciętny wzrost wynagrodzeń oraz wzrost udziału osób z wyższym i średnim wykształceniem w porównaniu do krajów Europy Zachodniej, stanowią dodatkowe trendy, które będą wpływać na wzrost konsumpcji towarów higienicznych i kosmetyków w Polsce.

Zjawiskiem obserwowanym na całym świecie jest rosnące tempo wzrostu zużycia artykułów związanych z higieną i utrzymaniem czystości, proporcjonalnie do wzrostu zamożności i poziomu cywilizacyjnego społeczeństw, przy czym na ogół dynamika tego wzrostu bywa nieco wyższa niż średnia dynamika spożycia indywidualnego w tym samym okresie. W związku z tym w Polsce istnieje duży potencjał wzrostu wydatków na konsumpcję artykułów tego rodzaju, wynikający z korzystnych zmian we wszystkich wymienionych czynnikach determinujących jej poziom.

## Przedmiot działalności

**Informacje o Spółce** Grupa Delko jest liderem na rynku dystrybucji kosmetyczno-chemicznej w Polsce. Spółka została założona w 1995 roku, przez 28 osób i firm, wśród których znalazło się 14 właścicieli hurtowni oraz 10 osób związanych z branżą chemiczno-kosmetyczną zarówno ze strony detalistów, jak i producentów. Przez ten czas Delko S.A. zdobyło wiodącą rolę w dystrybucji hurtowej produktów chemii gospodarczej, kosmetyków i artykułów higieny osobistej w tradycyjnym handlu, pozostając jedynym podmiotem oferującym tego typu usługi na terenie całego kraju. Sprzedaż produktów prowadzona jest w oparciu o regionalnych przedstawicieli, sieć własnych hurtowni oraz bezpośrednią obsługę dużych klientów detalicznych.

## Struktura organizacyjna



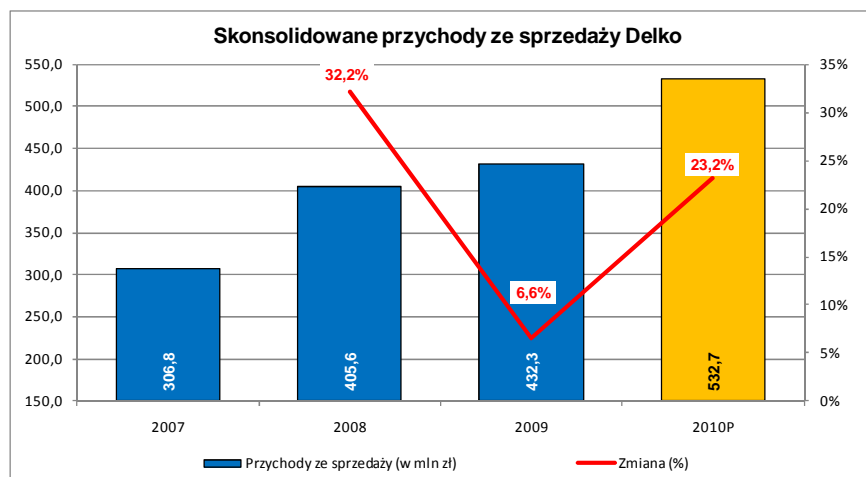
Źródło: dane ze Spółki

**Delko Otto** oraz **Delko RDT Księżycowa** prowadzą działalność w zakresie sprzedaży hurtowej artykułów użytku domowego i osobistego, środków czystości, tytoniu, sprzedaży detalicznej wyrobów farmaceutycznych i medycznych, kosmetyków i artykułów toaletowych oraz pozostałej sprzedaży hurtowej.

**Nika** natomiast głównie prowadzi działalność w zakresie sprzedaży hurtowej i detalicznej kosmetyków.

## Przychody

Dynamika przychodów Delko w latach 2007-2009 utrzymywała się na wysokim poziomie. W latach 2007-2009 średnioroczny wzrost przychodów wynosił około 19%. Wynikało to zarówno z rozwoju Grupy Kapitałowej, polegającego na konsolidacji spółek z branży, jak i „zdobywania” nowych kontraktów na dystrybucję produktów poszczególnych producentów chemii gospodarczej, artykułów higienicznych oraz kosmetyków.



P - prognoza AmerBrokers

Źródło: dane ze Spółki

Charakterystyczne dla Delko jest to, że zarówno artykuły chemii gospodarczej, jak i kosmetyki stanowią średnio powyżej 40% przychodów Grupy. Dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży chemii gospodarczej w latach 2007-2009 utrzymywała się na stałym poziomie i wynosiła około 23% r/r. Z kolei dynamika wzrostu przychodów z kosmetyków, po 75% wzroście w 2008 roku, spadła do 6% r/r w 2009 roku. Udział kolejnej grupy produktowej – artykułów higienicznych do tej pory zmniejszał się w przychodach ogółem, a dynamika za 2009 rok było na poziomie poniżej 1%. Również udział produktów własnych w przychodach ogółem zmniejsza się (wartościowo nastąpił spadek o 12,9% r/r). W segmencie produktów własnych znajdują się następujące linie produktowe: Filip, Filip Fresh, Blue, Teak, Delikato, Oskar, Tanius, Tytus oraz Delko Profesional. Spółka zleca tę produkcję głównie polskim podmiotom.

#### Struktura przychodów ze sprzedaży towarów wg grup asortymentowych

dane w tys. zł	2007		2008		2009	
	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział
Chemia gospodarcza	133 396	44,3%	163 418	41,0%	202 401	47,7%
Kosmetyki	95 314	31,7%	167 105	42,0%	177 076	41,7%
Higiena	107 139	35,6%	137 943	34,6%	139 187	32,8%
Produkty własne	24 191	8,0%	25 499	6,4%	22 212	5,2%
Pozostałe	26 502	8,8%	28 060	7,0%	30 247	7,1%
<b>Wyłączenia</b>	<b>85 664</b>		<b>123 693</b>		<b>146 850</b>	
<b>Razem</b>	<b>300 878</b>	<b>100,0%</b>	<b>398 332</b>	<b>100,0%</b>	<b>424 273</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: dane ze Spółki

#### Emisja akcji serii C

We wrześniu 2009 roku, Delko przeprowadziło emisję 1.500.000 akcji serii C. Przedział cenowy wyznaczono na 9,0-12,0 zł. Ostateczna cena emisyjna wyniosła 9,50 zł, co oznacza, że Spółka pozyskała 14,25 mln zł. Dla inwestorów instytucjonalnych przeznaczono 1.125.000 akcji, natomiast transza inwestorów indywidualnych obejmowała 375.000 akcji. Redukcja w transzy inwestorów indywidualnych wyniosła 85,87%. Koszty emisji wyniosły 1,37 mln zł. W związku z tym kapitał własny został zwiększony o kwotę 12,9 mln zł.

Pieniądze pozyskane z emisji akcji Delko planuje przeznaczyć m.in. na sfinansowanie akwizycji podmiotów zajmujących się dystrybucją artykułów drogowych i kosmetycznych, zasilenie kapitału obrotowego, kampanię reklamową oraz realizację projektu informatycznego polegającego na zakupie i wdrożeniu systemu ERP.

## Sytuacja finansowa

### Bilans

W latach 2007-2009 suma bilansowa Grupy Delko zwiększyła się o 10,9 mln zł (+13,4%). Po stronie aktywów istotne znaczenie miało pozyskanie środków pieniężnych pozyskanych w drodze emisji akcji serii C we wrześniu 2009 roku. Ich wzrost spowodował, że udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem przekroczył 90%.

Po stronie pasywów zmiany na koniec 2009 roku dotyczyły w głównej mierze kapitałów własnych – kapitał zapasowy zwiększył się w drodze przeprowadzonej emisji w 2009 roku. Na koniec 2009 roku zmniejszyły się kredyty długoterminowe i krótkoterminowe odpowiednio o 2,8 mln zł i 2,0 mln zł. Istotnie (o 9,4 mln zł) obniżyły się zobowiązania z tytułu dostaw i usług.

Bilans (w tys. zł)				udział		
	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.07	31.12.08	31.12.09
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>8 771</b>	<b>9 821</b>	<b>8 978</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>9,8%</b>
Wartość firmy	3 781	3 781	3 781	43,1%	38,5%	42,1%
Inne wartości niematerialne	1 498	1 787	1 543	17,1%	18,2%	17,2%
Rzeczowe aktywa trwałe	3 146	3 858	3 348	35,9%	39,3%	37,3%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	346	395	306	3,9%	4,0%	3,4%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>71 974</b>	<b>76 901</b>	<b>82 632</b>	<b>89,1%</b>	<b>88,7%</b>	<b>90,2%</b>
Zapasy	17 584	19 565	19 170	24,4%	25,4%	23,2%
Należności z tytułu dostaw i usług	51 348	53 764	53 793	71,3%	69,9%	65,1%
Pozostałe należności	218	762	1 638	0,3%	1,0%	2,0%
Należności z tytułu podatku dochodowego	0	0	293	0,0%	0,0%	0,4%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2 218	2 067	7 605	3,1%	2,7%	9,2%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	606	743	133	0,8%	1,0%	0,2%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>80 757</b>	<b>86 722</b>	<b>91 610</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>16 814</b>	<b>23 064</b>	<b>42 831</b>	<b>20,8%</b>	<b>26,6%</b>	<b>46,8%</b>
Kapitał własny jednostki dominującej	12 034	17 208	36 410	71,6%	74,6%	85,0%
Kapitał akcyjny	4 480	4 480	5 980	37,2%	26,0%	16,4%
Kapitał zapasowy	2 327	4 974	21 519	19,3%	28,9%	59,1%
Kapitał rezerwowy	2 570	2 570	2 570	21,4%	14,9%	7,1%
Zysk/Strata z lat ubiegłych	-34	9	143	-0,3%	0,1%	0,4%
Zysk netto	2 691	5 175	6 198	22,4%	30,1%	17,0%
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>4 780</b>	<b>5 856</b>	<b>6 421</b>	<b>28,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>15,0%</b>
<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY</b>	<b>63 943</b>	<b>63 658</b>	<b>48 779</b>	<b>79,2%</b>	<b>73,4%</b>	<b>53,2%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6 142</b>	<b>5 476</b>	<b>2 309</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>4,7%</b>
Kredyty i pożyczki	5 897	4 591	1 821	96,0%	83,8%	78,9%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	218	849	460	3,5%	15,5%	19,9%
Rezerwy na podatek odroczonego	27	36	28	0,4%	0,7%	1,2%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>57 801</b>	<b>58 182</b>	<b>46 470</b>	<b>90,4%</b>	<b>91,4%</b>	<b>95,3%</b>
Kredyty i pożyczki	9 030	9 898	7 922	15,6%	17,0%	17,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	275	367	544	0,5%	0,6%	1,2%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	46 517	37 279	27 886	80,5%	64,1%	60,0%
Zobowiązania pozostałe	418	9 814	9 390	0,7%	16,9%	20,2%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	979	257	254	1,7%	0,4%	0,5%
Rezerwy na zobowiązania	582	567	474	1,0%	1,0%	1,0%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>80 757</b>	<b>86 722</b>	<b>91 610</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Niski udział rzeczowych aktywów trwałych w aktywach trwałych wynika z tego, że Delko korzysta z majątku na zasadzie umów najmu (powierzchnie biurowe i magazynowe oraz środki transportu), a także leasingu finansowego (środki transportu). W strukturze aktywów obrotowych przeważają zapasy i należności handlowe. Jest to typowe dla podmiotów prowadzących działalność handlową.

Kredyt długoterminowy został zaciągnięty na zakup udziałów w spółce Delko Otto (2005 rok) i Nika Sp. z o.o. (2007 rok), natomiast krótkoterminowe zadłużenie wynika ze wzrostu skali działania Spółki i związanej z tym konieczności finansowania działalności podstawowej.

**Rachunek zysków i strat**

Przychody ze sprzedaży Delko w latach 2007-2009 wzrosły łącznie o około 41%. W tym samym czasie koszty działalności operacyjnej wzrosły o 40%. Spowodowało to, że wynik brutto na sprzedaży za 2009 rok był prawie dwukrotnie wyższy niż za 2007 rok.

W strukturze kosztów dominujący udział mają koszty sprzedanych towarów i materiałów (około 93%), co jest typowe dla podmiotu prowadzącego działalność handlową. Wraz ze skalą prowadzonej działalności, wzrasta udział kosztów usług obcych. Na te koszty składają się głównie koszty transportu i najmu. Również skala prowadzonej działalności przyczynia się do tego, że udział wynagrodzeń w kosztach operacyjnych utrzymuje się na poziomie 2,5-2,6%.

Rachunek zysków i strat (w tys. zł)	zmiana				
	2007	2008	2009	2008/2007	2009/2008
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>306 767</b>	<b>405 561</b>	<b>432 252</b>	<b>32,2%</b>	<b>6,6%</b>
<i>Przychody ze sprzedaży produktów i usług</i>	<i>5 889</i>	<i>7 229</i>	<i>7 979</i>	<i>22,8%</i>	<i>10,4%</i>
<i>Przychody ze sprzedaży towarów</i>	<i>300 878</i>	<i>398 332</i>	<i>424 273</i>	<i>32,4%</i>	<i>6,5%</i>
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>301 325</b>	<b>396 440</b>	<b>421 890</b>	<b>31,6%</b>	<b>6,4%</b>
<i>Amortyzacja</i>	<i>845</i>	<i>1 220</i>	<i>1 396</i>	<i>44,4%</i>	<i>14,4%</i>
<i>Zużycie materiałów i energii</i>	<i>1 636</i>	<i>2 203</i>	<i>2 171</i>	<i>34,7%</i>	<i>-1,5%</i>
<i>Usługi obce</i>	<i>7 008</i>	<i>10 096</i>	<i>11 731</i>	<i>44,1%</i>	<i>16,2%</i>
<i>Podatki i opłaty</i>	<i>299</i>	<i>339</i>	<i>359</i>	<i>13,4%</i>	<i>5,9%</i>
<i>Wynagrodzenia</i>	<i>7 619</i>	<i>10 230</i>	<i>11 114</i>	<i>34,3%</i>	<i>8,6%</i>
<i>Ubezpieczenia społeczna i inne świadczenia</i>	<i>1 417</i>	<i>1 803</i>	<i>2 006</i>	<i>27,2%</i>	<i>11,3%</i>
<i>Pozostałe koszty rodzajowe</i>	<i>2 480</i>	<i>2 862</i>	<i>2 940</i>	<i>15,4%</i>	<i>2,7%</i>
<i>Wartość sprzedanych towarów i towarów</i>	<i>280 021</i>	<i>367 687</i>	<i>390 173</i>	<i>31,3%</i>	<i>6,1%</i>
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>5 442</b>	<b>9 121</b>	<b>10 362</b>	<b>67,6%</b>	<b>13,6%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	489	1 294	1 452	164,6%	12,2%
Pozostałe koszty operacyjne	716	999	1 235	39,5%	23,6%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>5 215</b>	<b>9 416</b>	<b>10 579</b>	<b>80,6%</b>	<b>12,4%</b>
Przychody finansowe	34	104	338	205,9%	225,0%
Koszty finansowe	649	1 756	1 597	170,6%	-9,1%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>4 600</b>	<b>7 764</b>	<b>9 320</b>	<b>68,8%</b>	<b>20,0%</b>
Podatek dochodowy	1 036	1 513	1 807	46,0%	19,4%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>3 564</b>	<b>6 251</b>	<b>7 513</b>	<b>75,4%</b>	<b>20,2%</b>
Przypadający akcjonariuszom mniejszościowym	874	1 076	1 315	23,1%	22,2%
Przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego	2 690	5 175	6 198	92,4%	19,8%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Począwszy od 2008 roku wynik na pozostałej działalności operacyjnej był dodatni co spowodowało dynamiczny wzrost wyniku na działalności operacyjnej (głównie przychody z tytułu rozwiązania odpisów aktualizujących należności). Z kolei wynik na działalności finansowej był począwszy od 2007 roku ujemny i spowodował nieznaczny spadek wyniku brutto. Wynikało to głównie z płaconych odsetek od kredytów bankowych oraz leasingu finansowego. Jednakże zysk netto przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego był za 2009 rok o 130% wyższy niż w 2007 roku.

**Analiza wskaźnikowa**

Wskaźniki rentowności w poszczególnych latach analizy wzrastały. Poprawa rentowności na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat, należy uznać za zjawisko pozytywne, które świadczy o kontroli zarówno kosztów operacyjnych, jak i finansowych w Spółce. Również wskaźnik ROA poprawia się. Przeprowadzona emisja akcji w 2009 roku sprowadziła wskaźnik ROE do poziomu 17,0% z 30,1% rok wcześniej.

Wysoki poziom zadłużenia w latach 2007-2008 wynikał głównie z kredytów zaciągniętych na finansowanie nabycia spółek zależnych. Środki pozyskane w drodze emisji spowodowały, że poziom zadłużenia w 2009 roku znacznie się obniżył, a z drugiej strony wzrost środków pieniężnych wpłynął na obniżenie długu netto.

W przypadku wskaźników rotacji, w analizowanym okresie obniżeniu uległa rotacja zapasów z 21 dni do 19 dni. W przypadku rotacji zobowiązań Grupa Delko szybciej je reguluje niż następuje spływ należności od kontrahentów.

<b>Wskaźniki finansowe</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Rentowność</b>			
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	1,8%	2,2%	2,4%
Wskaźnik rentowności EBITDA	2,0%	2,6%	2,8%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	1,7%	2,3%	2,4%
Wskaźnik rentowności brutto	1,5%	1,9%	2,2%
Wskaźnik rentowności netto	0,9%	1,3%	1,4%
ROA	3,3%	6,0%	6,8%
ROE	22,4%	30,1%	17,0%
<b>Płynność</b>			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	14 173	18 719	36 162
Wskaźnik bieżący	1,2	1,3	1,8
Wskaźnik płynności szybkiej	0,9	1,0	1,4
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	79,2%	73,4%	53,2%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	531,4%	276,0%	113,9%
Dług netto (w tys. zł)	13 202	13 638	3 142
Dług netto/EBITDA	2,2	1,3	0,3
<b>Rotacja</b>			
Rotacja zapasów (w dniach)	21	17	19
Rotacja należności (w dniach)	60	47	51
Rotacja zobowiązań (w dniach)	55	37	32

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze Spółki

## Dywidenda

W 2007 roku Delko wypłaciło dywidendę za 2006 rok w kwocie 1.529,7 tys. zł, zaś w 2006 roku wypłacono dywidendę za rok 2003 w kwocie 839 tys. zł. W 2008 roku Spółka nie wypłacała dywidendy, a w związku z planami konsolidacyjnymi rynku również w 2009 roku dywidenda nie będzie wypłacana.

## Wycena Spółki

### Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

### Założenia do prognozy

Nasza prognoza przychodów na 2010 rok została sporządzona w oparciu o podpisane umowy handlowe, o których Spółka informowała w swoich komunikatach giełdowych, m.in. z Reckitt Benckiser i Unilever. Na podstawie umowy z Unilever przychody Spółki w ciągu najbliższych 5 lat mogą wzrosnąć o około 80-150 mln zł. Dodatkowo założyliśmy stały organiczny wzrost przychodów na poziomie 5% r/r.

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	432 252	532 651	564 083	592 288	621 902	652 997	685 647
Zmiana przychodów	6,6%	23,2%	5,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	11 975	14 048	15 007	15 885	16 601	17 360	18 163
Marża EBITDA	2,8%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
EBIT	10 579	12 517	13 538	14 511	15 275	16 079	16 925
Marża operacyjna	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Zysk (strata) netto jednostki dominującej	6 198	7 517	8 040	8 526	9 042	9 589	10 169
Marża zysku netto	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
P/Sales	0,18	0,14	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11
EV/EBITDA	6,58	5,34	4,97	4,66	4,46	4,27	4,08
P/E	12,21	10,06	9,41	8,87	8,37	7,89	7,44
P/BV	2,08	2,01	1,66	1,40	1,20	1,04	0,91

Do kalkulacji wskaźników została przyjęta cena bieżąca z dnia wydania rekomendacji

Źródło: obliczenia własne

W naszych założeniach przyjęliśmy wzrost marży operacyjnej z 2,4% w 2010 roku do 2,5% w latach 2012-2015. Jest to ostrożne założenie - wydaje nam się, że dynamiczne zwiększanie skali działania przy niewielkiej poprawie marży jest jak najbardziej możliwe. W przypadku Delko wcześniejsze lata potwierdziły, że Spółka nie ma problemów w zakresie kontroli kosztów i przy rosnących przychodach zwiększa poziom generowanych marż.

Założyliśmy, że do 2012 roku Spółka spłaci kredyt zaciągnięty na zakup udziałów w spółce Nika (kredyt długoterminowy), natomiast poziom kredytów krótkoterminowy będzie stały na poziomie z lat 2007-2008. Z kolei zobowiązania z tytułu leasingu finansowego są wyższe niż w 2009 roku, co związane jest z rozszerzaniem skali działalności.

Wycena metodą DCF (w tys. zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015P+
Zysk operacyjny	12 517	13 538	14 511	15 275	16 079	16 925	16 925
- opodatkowanie EBIT	2 378	2 572	2 757	2 902	3 055	3 216	3 216
<b>NOPLAT</b>	<b>10 139</b>	<b>10 966</b>	<b>11 754</b>	<b>12 373</b>	<b>13 024</b>	<b>13 709</b>	<b>13 709</b>
+ Amortyzacja	1 530	1 469	1 374	1 327	1 282	1 239	1 239
- Zmiana kapitału pracującego	-16 626	-3 641	-3 267	-3 431	-3 602	-3 782	-720
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>-4 956</b>	<b>8 793</b>	<b>9 861</b>	<b>10 269</b>	<b>10 703</b>	<b>11 165</b>	<b>14 228</b>
- Wydatki inwestycyjne	2 383	1 616	1 512	1 459	1 410	1 363	1 363
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>-7 340</b>	<b>7 178</b>	<b>8 349</b>	<b>8 809</b>	<b>9 293</b>	<b>9 803</b>	<b>12 865</b>
współczynnik dyskonta	91,0%	82,7%	75,1%	68,1%	61,8%	56,0%	56,0%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>-6 680</b>	<b>5 936</b>	<b>6 269</b>	<b>6 000</b>	<b>5 740</b>	<b>5 487</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko (dług)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	21,0%	17,2%	14,3%	12,5%	11,0%	9,8%	9,8%
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
Suma DCF 2010-2015	22 752						
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%						
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	139 146						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	77 884						
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>100 636</b>						
Dług netto	3 142						
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>97 494</b>						
Liczba akcji (tys. szt)	5 980						
<b>Wartość 1 akcji, w zł</b>	<b>16,3</b>						

P – dane prognozowane

Źródło: opracowanie AmerBrokers

W naszej prognozie nie uwzględniamy akwizycji, na które Spółka pozyskała środki w drodze emisji akcji serii C. Delko podpisało listy intencyjne ze spółką Frog MS Delko oraz Cosmetics. Początkowo Delko zamierza objąć odpowiednio: 50,97% i 60% udziałów – docelowo 100%. Gdy te akwizycje zostaną zrealizowane, przyczynią się do dalszego skokowego wzrostu przychodów oraz przełożą się na poziom generowanych wyników finansowych.

Dług netto został przyjęty według stanu na 31.12.2009 rok. Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%.

**Wartość 1 akcji Delko wyliczona metodą dochodową to 16,3 zł.**

### Metoda porównawcza

W przypadku metody porównawczej, jako grupa porównawcza zostały wybrane spółki zajmujące się handlem hurtowym i detalicznym, a także producenci artykułów higienicznych.

#### Wycena porównawcza Delko S.A. na dzień 04.03.2010 rok

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Emperia	75,90	0,21	8,42	16,82	1,43
Eurocash	16,90	0,34	11,20	22,21	6,21
Hygienika	1,88	1,56	x	x	1,65
Krakchemia	3,33	0,13	10,20	11,75	0,65
<b>Mediana spółek porównywalnych</b>	<b>x</b>	<b>0,27</b>	<b>10,20</b>	<b>16,82</b>	<b>1,54</b>
Delko	12,65 zł	0,18	6,58	12,21	2,08
<b>Wycena 1 akcji Delko (w zł)</b>		<b>19,76</b>	<b>19,91</b>	<b>17,43</b>	<b>9,38</b>
Wagi		0,10	0,35	0,35	0,20
<b>Wycena 1 akcji Delko (w zł) - średnia ważona</b>					<b>16,9</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek, Reuters

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na giełdzie spółek, **wartość 1 akcji Delko wynosi 16,9 zł.**

### Ostateczna wycena

W celu uzyskania końcowej wyceny Delko obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodami porównawczymi dla wybranych spółek notowanych na giełdzie.

Zarówno dla metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, jak i dla metody porównawczej przyjęliśmy wagę równą 0,5.

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	16,3
Metoda porównawcza	0,50	16,9
<b>Końcowa wycena Delko S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>16,6</b>

Źródło: obliczenia własne

Wyznaczona w ten sposób **wycena jednej akcji Delko wynosi 16,6 zł.** W związku z tym, że wycena ta jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 31,3%, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

## Analiza techniczna

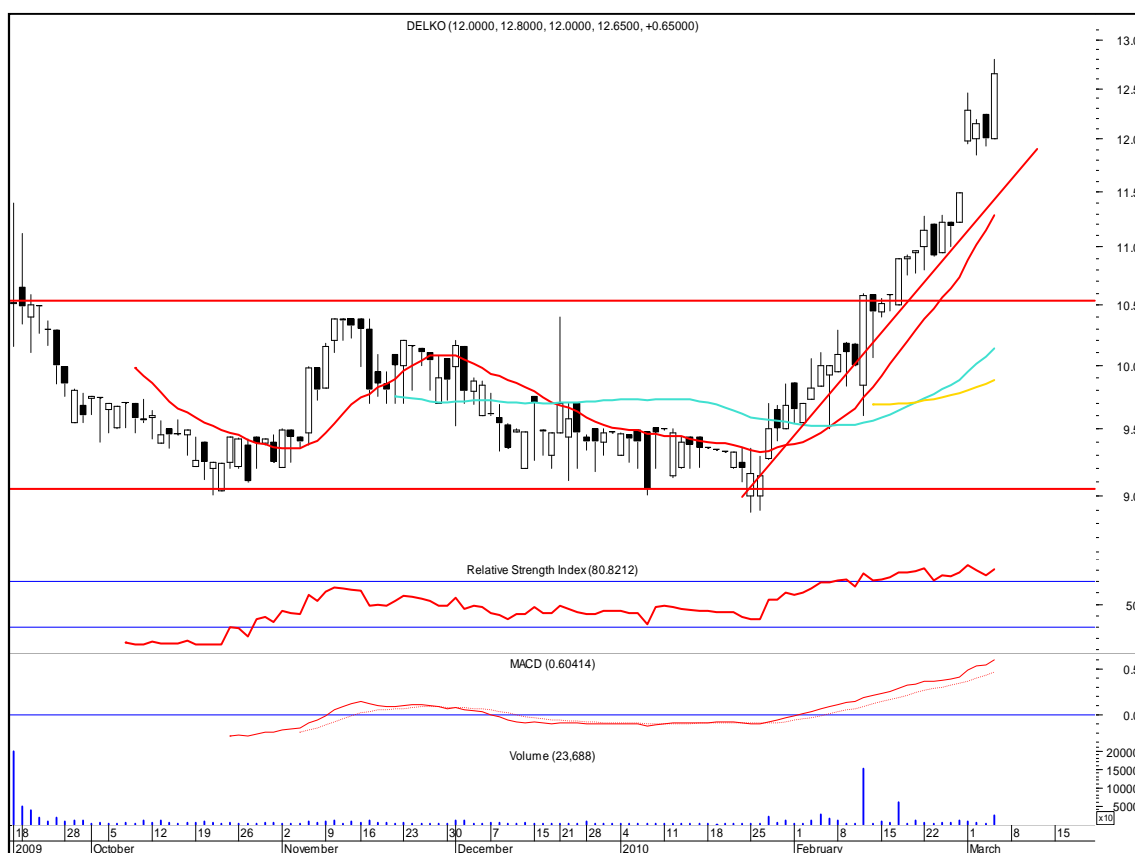
### Komentarz

Po debiucie we wrześniu 2009 roku kurs zaczął spadać i pod koniec października ubr. osiągnął na zamknięciu poziom 9,10 zł. Kolejne sesje przyniosły powrót kursu w okolice debiutu PDA, jednakże walorowi nie udało się przebić tego poziomu, w wyniku czego kurs znowu powrócił w okolice poziomu 9,10 zł. Od końca stycznia 2010 roku walor rozpoczął kształtowanie krótkoterminowego trendu wzrostowego. W jego wyniku w połowie lutego nastąpiło wybiecie w górę z konsolidacji.

Układ średnich kroczących jest typowy dla trendu wzrostowego, a wskaźnik MACD pod koniec stycznia br. wygenerował sygnał kupna. Wskaźnik RSI znajduje się w strefie wykupienia.

Jako czynnik ryzyka zwracamy uwagę na niski free float oraz niewielki przeciętny poziom obrotów akcjami Spółki na poszczególnych sesjach.

### Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

## Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

### Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję  
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
FCF - wolne przepływy pieniężne  
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
WACC - średni ważony koszt kapitału  
PV - wartość bieżąca  
RV - wartość rezydualna  
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

### Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodą tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywy poszczególnych podmiotów.

### Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

### Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

**KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - sądzimy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzimy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

### Rekomendacje

**Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy:** W ostatnich 12 miesiącach nie były wydawane dla Spółki rekomendacje.

### Powiązania

**Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką:** powiązania nie występują.

### Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.