



**DOM MAKLERSKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

## **Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych**

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa

tel. 022-50 43 321, fax. 022-629 71 50

e-mail: [m.solecki@bossa.pl](mailto:m.solecki@bossa.pl)

<http://bossa.pl>

# ***DELKO S.A.***

## **Raport analityczny**

Sierpień 2009

*Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Dom Maklerski BOŚ SA nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu. Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców znajdują się na str. 22 niniejszego raportu*

# DELKO S.A.

Sektor: handel hurtowy

ul. Mickiewicza 93; 63-100 Śrem

tel. (061) 28 37 731, fax. (061) 28 34 015

[www.delko.com.pl](http://www.delko.com.pl), e-mail: [office@delko.com.pl](mailto:office@delko.com.pl)

Prezes Zarządu: Dariusz Kawecki

Biegły rewident: 4AUDYT Sp. z o.o., Poznań

Parametry finansowe Grupy

Wycena metodą mieszaną:

**13,59 PLN**

Wycena metodą porównawczą: 13,64 PLN

Wycena metodą dochodową: 13,55 PLN

Lata	NS	OP	DEPR	NP	EPS	DPS	BVPS	ROE	DM	CR	QR	DFL	P/E	P/OP	P/BV	MC/S
	(w mln PLN)				(PLN)			(% )		x						
2005	199,79	3,05	0,44	1,71	0,38	0,00	2,09	18,27	76,41	1,21	0,86	0,88	23,52	13,24	4,30	0,20
2006	255,63	4,36	0,81	2,38	0,53	0,19	2,43	21,79	76,14	1,21	0,90	0,88	16,98	9,25	3,70	0,16
2007	306,77	5,22	0,85	2,69	0,60	0,34	2,69	22,36	78,43	1,24	0,94	0,89	14,98	7,73	3,35	0,13
2008	405,56	9,42	1,22	5,16	1,15	0,00	3,84	29,97	72,71	1,32	0,98	0,84	7,82	4,28	2,34	0,10
2009 E	456,53	11,69	1,44	6,51	1,09	0,00	5,99	18,17	63,23	1,50	1,10	0,90	8,27	4,60	1,50	0,12

E - prognoza Zarządu Grupy; EUR/PLN = 4,3719; do obliczeń przyjęto minimalną cenę emisyjną Akcji Serii C – 9,00 PLN.

Akcyonariat (przed emisją Akcji Serii C)	Liczba akcji (szt.)	Udział w kapitale zakładowym (%)	Udział głosów na WZA (%)
Doktor Leks S.A., Wrocław	1 001 500	22,35	22,35
Delkor Sp. z o.o., Łódź	717 100	16,01	16,01
Kazimierz Luberd, Wąskmund	629 900	14,06	14,06
Mirosław Newel, Białystok	488 000	10,89	10,89
Mirosław Dąbrowski, Kunów	430 000	9,60	9,60
PH Otto Sp.j., Ostrowiec Świętokrzyski	372 400	8,31	8,31
PH Ambra Roman Zięba, Czechowice-Dziedzice	256 500	5,73	5,73
Pozostali	584 600	13,05	13,05
<b>Razem</b>	<b>4 480 000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Akcyonariat (po zarejestrowaniu emisji Akcji Serii C)	Liczba akcji (szt.)	Udział w kapitale zakładowym (%)	Udział głosów na WZA (%)
Dotychczasowi akcyonariusze	4 480 000	74,92	74,92
Nowi Akcyonariusze	1 500 000	25,08	25,08
<b>Razem:</b>	<b>5 980 000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Dane podstawowe Grupy	mln PLN	mln EUR
Suma bilansowa (31.12.2008)	86,72	19,84
Kapitał własny (31.12.2008)	17,21	3,94
Wartość nominalna akcji (PLN)	1,00	

Podstawowe dane o ofercie	mln PLN	mln EUR
Szacunkowa wartość oferty	13,50 – 18,00	3,09 – 4,12
Transza Dużych Inwestorów (tys. szt. Akcji Serii C)	1 125,00	
Transza Małych Inwestorów (tys. szt. Akcji Serii C)	375,00	
Przedział cenowy (PLN)	9,00 – 12,00	

Kalendarium Publicznej Oferty Akcji Serii C		
Book building	27 – 28 sierpnia 2009 r.	
Ustalenie ceny emisyjnej	28 sierpnia 2009 r.	
Zapisy w Transzy Małych Inwestorów	31 sierpnia – 2 września 2009 r.	
Zapisy w Transzy Dużych Inwestorów	31 sierpnia – 2 września 2009 r.	
Przydział Akcji Serii C	9 września 2009 r.	

## PODSUMOWANIE

Grupa kapitałowa DELKO S.A. jest wiodącym ogólnopolskim hurtowym dystrybutorem dóbr FMCG, przede wszystkim w zakresie chemii gospodarczej oraz kosmetyków. Swoją sprzedaż prowadzi tylko na terenie kraju w oparciu o 13 regionalnych przedstawicieli, sieć hurtowni i placówek sprzedaży detalicznej, a także poprzez bezpośrednią obsługę dużych klientów detalicznych. DELKO S.A. jako jednostka dominująca Grupy stanowi Centrum Dystrybucyjne, które nadzoruje działalność zakupowo-sprzedażową. Grupa prowadzi dystrybucję towarów ponad 60 producentów. Strategia rozwoju DELKO S.A. na najbliższe lata zakłada umacnianie pozycji lidera w hurtowej dystrybucji artykułami drogowymi w handlu tradycyjnym, poprzez rozwój organiczny, a także przez akwizycje. Środki pozyskane z emisji zamierza przeznaczyć na rozwój dotychczasowej działalności, a w szczególności na przejęcia innych podmiotów z branży. Uważamy, że obecny okres dekonstrukcji sprzyja akwizycjom, ale w krótkim okresie niesie ze sobą ryzyko ewentualnej restrukturyzacji przejmowanych podmiotów ze względu na ich niższą efektywność. W horyzoncie długoterminowym przeprowadzone akwizycje powinny przyczynić się do zwiększenia skali działalności oraz do wzmocnienia pozycji rynkowej Grupy. Przy czym z uwagi na przeprowadzony dopiero wstępny etap selekcji podmiotów mogących być potencjalnym celem akwizycji nie należy oczekiwać przejść w najbliższym czasie. Natomiast w przypadku zaniechania realizacji akwizycji przez DELKO S.A. należy liczyć się, że środki z emisji Akcji Serii C zostaną przeznaczone na rozbudowę sieci salonów sprzedaży detalicznej „Blue Drogerie”. Zwracamy uwagę na relatywnie wysoką dynamikę osiągniętych przychodów ze sprzedaży w latach 2005 – 2008, a także na sukcesywną poprawę osiągniętych marż operacyjnej oraz netto. Uważamy, że w 2009 r. pomimo panującej dekonstrukcji Grupa DELKO S.A. zdoła utrzymać dodatnią dynamikę uzyskiwanych wyników finansowych m.in. dzięki rozwojowi własnej sieci sprzedaży (zwiększeniu liczby dostawców oraz dystrybutorów), w tym rozbudowie segmentu sieci detalicznej, a także w wyniku zintensyfikowania przez Grupę sprzedaży produktów oferowanych pod własną marką. Za cenę docelową akcji Grupy DELKO S.A. na potrzeby IPO uznajemy wycenę opartą na średniej ważonej wyceny porównawczej oraz wyceny dochodowej. Dokonane przez nas pomiary pozwalają oszacować wartość jednej akcji Grupy DELKO S.A. na poziomie **13,59 zł**.

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych  
DOMU MAKLEKRSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Opracowanie: Mariusz Solecki

## BRANŻA

DELKO S.A. prowadzi swoją działalność na hurtowym rynku dóbr FMCG w zakresie chemii gospodarczej, artykułów higienicznych oraz kosmetyków. Swoją sprzedaż Spółka prowadzi na terenie Polski w oparciu o regionalnych przedstawicieli, sieci własnych hurtowni, sieć własnych palcówek sprzedaży detalicznej oraz poprzez bezpośrednią obsługę dużych klientów detalicznych.

**DELKO S.A. funkcjonuje na hurtowym rynku dóbr FMCG w zakresie chemii gospodarczej, artykułów higienicznych oraz kosmetyków.**

### ▪ Struktura handlu hurtowego

Rynek handlu hurtowego, który do połowy lat 90-tych XX wieku zdominowany był przez dużą liczbę drobnych, lokalnych hurtowni obecnie przechodzi fazę szybkiej konsolidacji. Stopniowo rośnie znaczenie dużych sieci hurtowni, które ze względu na bogatszą ofertę, jakość i efektywność usług są lepiej postrzegane przez sklepy detaliczne. Również producenci i importerzy preferują podmioty mogące zaoferować szerszą i bardziej efektywną dystrybucję oraz będące jednocześnie bardziej elastyczne finansowo.

**Rynek handlu hurtowego obecnie przechodzi fazę szybkiej konsolidacji.**

*Liczba hurtowni handlu perfumami i kosmetykami w latach 2004 – 2007*

Rok	2004	2005	2006	2007
Liczba hurtowni perfum i kosmetyków	1 746	1918	1 985	2 073

*Źródło: GUS*

W handlu hurtowym działania integracyjne przejawiają się najczęściej we współpracy małych i średnich firm. Zakładane są też nowe przedsiębiorstwa handlowe, integrujące hurtowników, detalistów i producentów w celu zapewnienia własnej dystrybucji. Zawijają się również porozumienia integracyjne przyjmujące najczęściej postać spółek zainteresowanych współpracą przedsiębiorców lub grup zakupowych.

**Integracja w handlu hurtowym przejawia się głównie we współpracy małych i średnich firm.**

Obok detalicznych grup zakupowych wśród uczestników kanałów dystrybucji przemysłowych artykułów konsumpcyjnych pojawiły się także dobrowolne łańcuchy hurtowe. Powstały one z inicjatywy i pod patronatem kilku przedsiębiorstw hurtowych, które gromadzą wokół siebie pewną grupę detalistów. Najwięcej tego typu zintegrowanych sieci handlowych funkcjonuje w branży chemicznej i kosmetycznej. Wśród nich do największych i najpopularniejszych należy spółka DELKO S.A. będąca jednym z najbardziej prężnych integratorów branży.

**Ponad ¾ handlu detalicznego w Polsce artykułami chemii gospodarczej oraz kosmetykami odbywa się poprzez tradycyjne oraz nowoczesne formy handlu detalicznego.**

### ▪ Struktura handlu detalicznego

W Polsce ponad 3/4 handlu detalicznego artykułami chemii gospodarczej, kosmetykami i artykułami higienicznymi (mierzonego wielkością obrotów) odbywa się za pośrednictwem podstawowych kanałów dystrybucji, w skład których wchodzi zarówno tradycyjne (sklepy spożywcze, sklepy specjalistyczne) jak i tzw. nowoczesne formy handlu detalicznego (hipermarkety, supermarkety, sklepy dyskontowe). Pozostała część rynku detalicznego obsługiwana jest poprzez tzw. alternatywne kanały dystrybucji takie jak: kioski, placówki usług gastronomicznych, stacje benzynowe, sklepy „convenience”, Internet. Spółka DELKO hurtowo zaopatruje swoich klientów reprezentujących tradycyjne formy sprzedaży detalicznej.

## Struktura dystrybucji artykułów chemii gospodarczej, kosmetycznych i higienicznych

Kanał dystrybucji	Forma sprzedaży	Udział w rynku
Tradycyjne	Sklepy spożywcze, sklepy specjalistyczne	20 %
Nowoczesne	Hipermarkety, supermarkety, sklepy dyskontowe	55 %
Alternatywne	Kioski, placówki gastronomiczne, stacje benzynowe, „Van-selling”, sklepy „convenience”, Internet	25 %

*Źródło: Prospekt emisyjny*

Poziom rozwoju handlu detalicznego i hurtowego w Polsce z jednej strony wskazuje na potencjał rozwoju nowoczesnych form sprzedaży (np. rozwój sieci sklepów wielkopowierzchniowych), natomiast z drugiej strony wskazuje na utrzymanie tradycyjnych form sprzedaży, pozostawiając dużą przestrzeń biznesową dla konsolidującego się handlu hurtowego.

Obecnie zauważalną tendencją w rozwoju handlu jest stopniowy zanik tradycyjnego podziału na handel hurtowy i detaliczny, na skutek rozbudowy własnych sieci detalicznych przez przedsiębiorstwa handlu hurtowego. W najbliższej przyszłości oczekuje się dalszego rozwoju hurtowo-detalicznych sieci handlowych, konsolidacji hurtu, wyodrębnienia się z łańcucha producent-hurtownik-sprzedawca dostaw zarządzanych przez centra dystrybucji oraz łączenia funkcji kanałów dystrybucyjnych z produkcyjnym (np. dystrybucja towarów pod własną marką oraz dystrybucja dóbr i informacji realizowanych przez zintegrowane systemy informatyczne). Równolegle przewiduje się rozwój alternatywnych kanałów dystrybucji, wykorzystujących do promocji i sprzedaży media elektroniczne m.in. Internet.

Charakterystyczną cechą polskiego rynku w porównaniu do rozwiniętych krajów Europy Zachodniej jest jeszcze stosunkowo niski poziom wydatków na wyroby kosmetyczne, higieniczne i chemii gospodarczej. Różnica ta wynika po części z różnicy w zamożności społeczeństw, po części z 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 nominalnych brutto oraz wzrost udziału osób z wyższym i średnim wykształceniem w porównaniu do krajów Europy Zachodniej, stanowią dodatkowe czynniki, które będą przyspieszać wzrost konsumpcji artykułów higienicznych i kosmetyków w Polsce.

Natomiast obecnie negatywny wpływ na rozwój branży oraz na zmniejszanie konsumpcji produktów chemii gospodarczej i kosmetyków może mieć obserwowana na rynku dekonjunktura. Produkt Krajowy Brutto w I kw. br. wzrósł o 0,8% r/r, przy spadku popytu krajowego o 1,0% r/r. Natomiast dla porównania w całej Unii Europejskiej PKB w I kw. br. spadł aż o 4,8% r/r. W Polsce na uzyskany wzrost PKB miał przede wszystkim wpływ silny popyt krajowy, co jest zjawiskiem korzystnym dla Grupy DELKO S.A., która prowadzi swoją działalność tylko na rynku krajowym. Ponadto zaletą Grupy jest to, iż sprzedawane przez nią towary należą do segmentu artykułów codziennego użytku, na które popyt nie powinien znacząco obniżyć się w okresie kryzysu gospodarczego.

**Zauważalną tendencją w rozwoju handlu jest stopniowy zanik podziału na handel hurtowy i detaliczny.**

**Polski rynek wyrobów kosmetycznych, higienicznych i chemii gospodarczej cechuje się jeszcze stosunkowo niskim nasyceniem.**

**Zagrożeniem dla działalności hurtowni chemiczno-kosmetycznych jest trwające obecnie spowolnienie gospodarcze.**

## HISTORIA GRUPY

Spółka DELKO S.A. została założona w 1994 roku w Śremie. Założycielami było 28 osób, wśród których znalazło się 14 przedstawicieli hurtowni oraz 10 innych osób związanych z branżą chemiczno-kosmetyczną. Od tego czasu Spółka uzyskiwała coraz większe znaczenie na tradycyjnym rynku dystrybucji artykułów chemii gospodarczej, higieny osobistej oraz kosmetyków. Każdy rok obrotowy Spółka kończyła dodatnimi wynikami finansowymi oraz systematycznie zwiększała swoje obroty. Obecnie DELKO S.A. jest jedynym operatorem sieciowym w swojej branży, zapewniającym dostawcom dystrybucję produktów w całej Polsce.

**Spółka DELKO S.A. powstała w 1994 roku w Śremie.**

W 2002 r. Spółka nabyła 25,02% udziałów w Delko Otto Sp. z o.o., a w 2005 r. powiększyła udziały w tej spółce, osiągając łącznie 50,02% w kapitale zakładowym tego podmiotu. Natomiast w 2004 r. DELKO S.A. nabyło 100% udziałów w Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o., a 18 grudnia 2007 r. nabył 100% udziałów w spółce Nika Sp. z o.o.

**Budowa Grupy DELKO rozpoczęła się w 2002 r. od nabycia 25,02% udziałów w spółce Delko Otto Sp. z o.o.**

18 marca 2008 r. Walne Zgromadzenie spółki DELKO S.A. podjęło uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze publicznej emisji Akcji Serii C oraz uchwałę o wprowadzeniu do obrotu na rynku regulowanym Akcji Serii B, a 29 maja 2008 r. również o wprowadzeniu do obrotu Akcji Serii A. Wartość nominalna każdej akcji wynosi 1,00 zł.

## STRUKTURA GRUPY

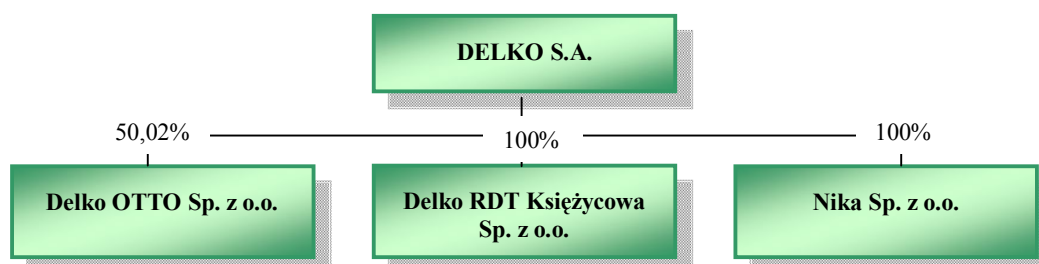
Obecnie Grupa Kapitałowa DELKO składa się z jednostki dominującej DELKO S.A. z siedzibą w Śremie i trzech spółek zależnych:

- **Delko Otto Sp. z o.o.** z siedzibą w Ostrowcu Świętokrzyskim,
- **Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o.** z siedzibą w Ignatkach, koło Białegostoku, która w lipcu 2008 r. przejęła również obsługę klientów firmy handlowej Savana z Olsztyna,
- **Nika Sp. z o.o.** z siedzibą w Kielcach.

Zarówno Delko Otto sp. z o.o., jak i Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o. prowadzą swoją działalność w zakresie sprzedaży hurtowej artykułów użytku domowego i osobistego, żywności, napojów, tytoniu, sprzedaży detalicznej wyrobów farmaceutycznych i medycznych, kosmetyków, artykułów toaletowych oraz pozostałej sprzedaży hurtowej. Natomiast spółka Nika Sp. z o.o. prowadzi działalność w zakresie sprzedaży hurtowej i detalicznej kosmetyków i artykułów toaletowych.

**DELKO S.A. posiada 50,02% udziałów w spółce Delko Otto Sp. z o.o., 100% udziałów w Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o. oraz 100% udziałów w spółce Nika Sp. z o.o.**

*Schemat obrazujący zaangażowanie kapitałowe DELKO S.A. w podmiotach zależnych*



Źródło: Opracowanie na podstawie Prospektu emisyjnego

## DZIAŁALNOŚĆ GRUPY

Grupa Kapitałowa DELKO S.A. zajmuje się hurtową dystrybucją dóbr FMCG w zakresie przemysłu chemicznego, kosmetycznego, farmaceutycznego oraz spożywczego. Spółka uzyskuje swoje przychody ze sprzedaży:

- wyrobów chemicznych oraz artykułów użytku domowego i osobistego (kosmetyków i artykułów toaletowych),
- detalicznej wyrobów farmaceutycznych i medycznych,
- hurtowej i detalicznej wyrobów tytoniowych,

oraz z pozostałej sprzedaży hurtowej oraz detalicznej.

*Struktura przychodów ze sprzedaży w podziale na grupy asortymentowe w latach 2006 – 2008*

Grupy asortymentowe	Przychody [w mln zł]			Struktura [%]			Dynamika [%]	
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2007/2006	2008/2007
Higiena	66,2	76,7	103,1	33,24	30,59	31,13	15,81	34,44
Chemia gospodarcza	67,8	84,5	105,2	34,06	33,72	31,77	24,57	24,47
Kosmetyki	44,6	67,9	100,0	22,40	27,07	30,20	52,11	47,37
Produkty własne	18,1	19,1	19,9	9,07	7,63	6,02	5,84	4,25
Pozostałe	2,4	2,5	2,9	1,22	0,99	0,88	2,09	16,68
<b>Razem</b>	<b>199,2</b>	<b>250,7</b>	<b>331,1</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>25,85</b>	<b>32,10</b>

*Źródło: Prospekt emisyjny, obliczenia własne*

W 2008 r. produkty higieniczne, chemii gospodarczej oraz kosmetyki stanowiły ponad 93% udział w strukturze przychodów ze sprzedaży. Przy czym udział tych grup asortymentowych w strukturze sprzedażowej był zbliżony i wynosił ok. 30%. Wyraźny wzrost sprzedaży w tym okresie odnotowała grupa kosmetyków. W porównaniu do 2007 roku dynamika tej grupy asortymentowej wyniosła ponad 47%.

Natomiast w 2008 roku produkty własne stanowiły ponad 6% udział w strukturze przychodów ze sprzedaży, a dynamika tej grupy asortymentowej wyniosła 4,3% w stosunku do roku ubiegłego.

Do głównych kategorii produktów, których sprzedażą zajmuje się Spółka należą produkty chemii gospodarczej, kosmetyków, produktów higienicznych oraz opakowań. W tym zakresie DELKO S.A. współpracuje z takimi koncernami jak: Kimberly Clark, Henkel, CUSSONS, Metsa Tissue, L'Oreal, NIVEA, COTY, S.C. Johnson, Navo (Procter & Gamble), Reckitt-Benchiser, Sara Lee, TZMO, ICT, INCO Veritas, Global Cosmed, Lakma, Harper, Higienics i inne (łącznie 74 dostawców).

Ponadto w swojej ofercie DELKO S.A. posiada również produkty, które są sprzedawane pod własnymi markami. Wyróżnić tutaj można takie linie produktowe jak: Filip, Filip Fresh, Blue, Teak, Delikato, Oskar, Tanius, Tytus oraz Delko Professional. W 99% producentami produktów z własnych linii produktowych są polskie przedsiębiorstwa. Asortyment produktów własnych stanowi 220 pozycji, natomiast miesięczne przychody ze sprzedaży tych produktów wynoszą ok. 1,60 mln zł.

**Przedmiotem działalności DELKO S.A. jest hurtowa dystrybucja dóbr FMCG w zakresie przemysłu chemicznego, kosmetycznego, farmaceutycznego oraz spożywczego.**

**W latach 2006 – 2008 najszybciej rosnącą grupą asortymentową Spółki były kosmetyki.**

**W 2008 r. produkty higieniczne, chemii gospodarczej oraz kosmetyki stanowiły ponad 93% udział w strukturze sprzedaży.**

**Spółka współpracuje m.in. z takimi koncernami jak: Kimberly Clark, Henkel, CUSSONS, Metsa Tissue, L'Oreal, NIVEA, COTY, S.C. Johnson, Navo (Procter & Gamble), Reckitt-Benchiser i inne.**

**DELKO S.A. sprzedaje produkty również pod własnymi markami. Są to m.in. marki: Filip, Blue, Delikato, Oskar, Tanius, Teak, Delko Professional.**

W latach 2004 – 2008 gama wyrobów sprzedawana pod marką własną została poszerzona o następujące marki:

- Oskar – są to opakowania, zmywaki, worki na śmieci, podstawowe produkty niezbędne w gospodarstwie domowym,
- Teak – to linia produktów do czyszczenia podłóg drewnianych i powierzchni PCV oraz mebli,
- Delikato – są to produkty higieniczne: ręczniki kuchenne, chusteczki,
- Delko Professional – to środki czyszczące w opakowaniach o większej pojemności, przeznaczone dla zakładów pracy, szkół oraz firm sprzątających.

W tym okresie DELKO S.A. wprowadziło również na rynek polski produkty marki Super Max. Są to żyletki, golarki jednorazowe, pianki, żele do golenia.

W ramach prowadzonej działalności podstawowej DELKO S.A. zawiera umowy i współpracuje z szeregiem podmiotów, które dostarczają Spółce produkty handlowe w celu ich dalszej odsprzedaży.

DELKO S.A. jako jednostka dominująca Grupy stanowi Centrum Dystrybucyjne, które nadzoruje działalność zakupowo-sprzedażową. Natomiast działalność operacyjną w regionach prowadzą spółki dystrybucyjne zwane Regionalnymi Dystrybutorami. Złożone zamówienia od dystrybutorów trafiają do spółki DELKO S.A., która składa zamówienia bezpośrednio u producentów towarów. Następnie towary od producentów kierowane są do 45 magazynów należących do 13 dystrybutorów rozmieszczonych w całej Polsce o łącznej powierzchni ponad 50.000 m<sup>2</sup>. Sprzedaż towarów odbywa się przez 225 przedstawicieli handlowych, którzy aktywnie obsługują około 20.000 sklepów.

*Główni dostawcy w podziale na wartość i procent udziału w zakupach DELKO S.A. w 2008 roku.*

Nazwa kontrahenta	Suma zakupów [w mln zł]	Udział [%] w całych zakupach
Kimberly Clark	33,45	10,08
Metsa Tissue	32,09	9,67
L'Oreal	29,58	8,91
S.C. Johnson	28,29	8,52
TZMO	22,31	6,72
Henkel - kosmetyki	13,88	4,18
Global Cosmed	13,53	4,08
Nivea	12,46	3,75
Grupa Kolastyna	12,11	3,65
Henkel - detergenty	10,01	3,04
Inco Veritas	9,71	2,93
Lakma	9,20	2,77
Navo	8,09	2,44
ICT	6,86	2,07
Sara Lee	6,72	2,03
Pozostali	63,62	19,14

*Źródło: Opracowanie na podstawie Prospektu emisyjnego*

W 2008 r. największy udział w zakupach DELKO S.A. miały firmy Kimberly Clark, Metsa Tissue, L'Oreal, S.C. Johnson oraz TZMO. Łączny udział tych 5 firm w całych zakupach Grupy wyniósł w ubiegłym roku 43,9%.

**W latach 2004 – 2008 została poszerzona gama wyrobów sprzedawanych pod własną marką.**

**DELKO S.A. jako jednostka dominująca Grupy stanowi Centrum Dystrybucyjne.**

**W 2008 r. największy udział w zakupach Spółki miały firmy Kimberly-Clark oraz Metsa Tissue odpowiednio 10,08% i 9,67%.**

Dostawców DELKO S.A. można podzielić wg struktury asortymentowej na pięć grup: chemia gospodarcza, kosmetyki, środki higieny, produkty własne oraz pozostałe. Artykuły chemii gospodarczej dostarczane są przez 26 dostawców, kosmetyki dostarcza 23 producentów, a środki higieniczne dostarcza 25 dostawców. Natomiast produkty sprzedawane pod markami własnymi dla Spółki wytwarza 37 producentów.

Dostawców Spółki dzieli się wg asortymentu na pięć grup: chemia gospodarcza, kosmetyki, środki higieny, produkt własny oraz pozostałe.

Branża w której działa DELKO S.A. podlega sezonowości sprzedaży. Spółka najniższy poziom sprzedaży notuje w IV kwartale danego roku, a najniższy poziom zakupów w pierwszym kwartale. Natomiast najwyższa sprzedaż jest osiągnięta w III kwartale roku.

DELKO S.A. najniższy poziom sprzedaży notuje w czwartym kwartale danego roku.

## KONKURENCJA

Polski rynek dystrybucji hurtowej artykułów higienicznych i kosmetyków charakteryzuje się dużym rozproszeniem i podlega postępującej konsolidacji. Obecnie DELKO S.A. jest wiodącym hurtowym dystrybutorem chemii gospodarczej i kosmetyków. Konkuruje z innymi hurtowniami w swojej branży przede wszystkim na rynku ogólnokrajowym. Do głównych konkurentów Spółki można zaliczyć:

DELKO S.A. konkuruje z innymi hurtowniami branży chemiczno-kosmetycznej na rynku krajowym.

- **Tarkon-Gradi** z siedzibą we Wrocławiu, jest jedną z największych firm hurtowych w branży chemiczno-kosmetycznej. Zatrudnia ponad 200 osób. Firma posiada 4 magazyny logistyczne, które poprzez przedstawicieli handlowych, obsługują klientów południowej i zachodniej Polski. W skład Grupy Tarkon-Gradi wchodzi: Tarkon-Gradi Sp. z o.o. Wrocław, Tarkon-Gradi Sp. z o.o. Poznań oraz Yoko Sp.j. W 2008 r. do Grupy dołączyły nowe podmioty: Adistor Sp. z o.o., Elitex Sp. z o.o., Kamis Sp. z o.o., JHR s.j., Marpio Sp. z o.o. oraz Ro-Mir+, tworząc Polską Grupę Drogerijną Sp. z o.o., wchodzącą w skład Grupy Eko Holding.
- **Komplex-Torus Sp. z o.o.** z centralą w Warszawie. Spółka zaliczana jest do największych na rynku tradycyjnym dystrybutorów chemii gospodarczej, kosmetyków i artykułów higieniczno-kosmetycznych, zatrudniając ponad 300 osób. Swoją działalność prowadzi na terenie województw: mazowieckiego, łódzkiego, lubelskiego i podlaskiego.
- **Agencja Promocyjno Handlowa Mini-Max S.J. W.M.D.J. Ekiert** z siedzibą w Pile. Zatrudnia ok. 250 pracowników, a swoim zasięgiem obejmuje województwa północno-zachodnie.
- **Interchem S.A.** z siedzibą w Gdyni. Jest znaczącym dystrybutorem artykułów chemii gospodarczej, higienicznych oraz kosmetyków. Dystrybucja artykułów odbywa się na terenie województw pomorskiego, zachodnio-pomorskiego, kujawsko-pomorskiego, warmińsko-mazurskiego i mazowieckiego. Firma zatrudnia ponad 230 pracowników.

Zwracamy uwagę, że postępująca konsolidacja firm na rynku artykułów higienicznych i kosmetyków może doprowadzić do powstania podmiotów, których skala działania pozwoli na uzyskanie przewagi konkurencyjnej w stosunku do DELKO S.A., m.in. dzięki zastosowaniu agresywnej polityki cenowej wobec obecnych oraz potencjalnych klientów Spółki. Sytuacja taka mogłaby mieć negatywny wpływ na działalność Spółki, na jej sytuację finansową oraz na osiągnięte wyniki finansowe.

## RYNKI ZBYTU

Grupa Kapitałowa DELKO S.A. prowadzi sprzedaż towarów tylko na rynku krajowym. Dystrybucja artykułów Spółki prowadzona jest głównie poprzez swoją sieć dystrybucyjną, na którą składa się obecnie 13 regionalnych dystrybutorów – hurtowni zlokalizowanych na obszarze całego kraju. Właściciele tych hurtowni są jednocześnie akcjonariuszami Grupy. W skład Grupy Kapitałowej wchodzi trzy hurtownie tj. Delko RDT Księżycowa sp. z o.o., Delko Otto sp. z o.o. oraz Nika sp. z o.o. Oprócz sprzedaży prowadzonej poprzez własną sieć dystrybucji, DELKO S.A. sprzedaje również towary innym podmiotom, prowadzącym zarówno handel hurtowy, jak również handel detaliczny.

**Sprzedaż towarów Grupy odbywa się wyłącznie na rynku krajowym za pośrednictwem 13 dystrybutorów.**

**W 2008 r. łączna sprzedaż do spółek zależnych DELKO S.A. wyniosła 104,6 mln zł. Natomiast do pozostałych klientów sprzedaż w tym okresie wyniosła 226,6 mln zł.**

*Sprzedaż do najważniejszych klientów Grupy w latach 2006 – 2008, według obszarów działania DELKO S.A.*

Lp.	Klienci Spółki	Obszar działania - województwa	Sprzedaż [w mln zł]			Udział [%] w sprzedaży			Dynamika [%]	
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2007/2006	2008/2007
Spółki zależne										
1.	Delko Otto Sp. z o.o.	świętokrzyskie, podkarpackie, lubelskie	36,15	43,30	52,15	60,39	60,55	49,87	19,78	20,44
2.	Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o.	warmińsko-mazurskie, podlaskie	23,71	27,96	39,19	39,61	39,10	37,48	17,92	40,16
3.	Nika Sp. z o.o.	świętokrzyskie	-	0,25	13,23	-	0,35	12,66	-	5193,60
4.	Razem		59,86	71,51	104,57	100,00	100,00	100,00	19,46	46,24
Pozostali klienci										
5.	Luberda Sp. z.o.o.	małopolskie, podkarpackie	28,86	30,51	34,47	20,72	17,03	15,21	5,72	12,98
6.	Doktor Leks S.A.	dołnośląskie, lubuskie, wielkopolskie, opolskie	25,12	31,48	35,29	18,03	17,57	15,58	25,32	12,10
7.	"Ambra" Sp. z o.o.	śląskie, małopolskie	20,71	32,28	44,55	14,87	18,02	19,66	55,87	38,01
8.	Delkor Sp. z o.o.	łódzkie	18,46	22,36	27,94	13,25	12,48	12,33	21,13	24,96
9.	PH Ama S.A.	Warszawa i woj. mazowieckie	8,75	14,82	17,53	6,28	8,27	7,74	69,37	18,29
10.	Delko Esta Sp. z o.o.	zachodniopomorskie	8,59	9,34	10,63	6,17	5,21	4,69	8,73	13,81
11.	PH "Wega Bis" W. Jakielajtis	pomorskie	8,46	12,87	14,08	6,07	7,18	6,21	52,13	9,40
12.	PHU "Art-Chem" spółka jawna	kujawsko-pomorskie	7,24	8,86	11,86	5,20	4,95	5,23	22,38	33,86
13.	Frog MS Delko Sp. z o.o.	małopolskie	6,91	11,02	22,46	4,96	6,15	9,91	59,48	103,81
14.	PH "Tara" J. i A. Olak	śląskie	4,56	5,61	7,40	3,27	3,13	3,27	23,03	31,91
15.	Inni		1,66	0,00	0,37	1,19	0,00	0,16	-100,00	-
16.	RAZEM		139,32	179,15	226,58	100,00	100,00	100,00	28,59	26,47

Źródło: Prospekt emisyjny, obliczenia własne

Transakcje z podmiotami powiązanymi są przeprowadzane na warunkach rynkowych. Podmioty powiązane dokonują zakupów towarów od DELKO S.A. bądź też bezpośrednio od dostawców.

**STRATEGIA ROZWOJU**

Strategia rozwoju na najbliższe lata zakłada umacnianie na rynku krajowym pozycji DELKO S.A. jako lidera w dystrybucji hurtowej artykułów chemii gospodarczej, kosmetyków oraz artykułów higieny osobistej w handlu tradycyjnym, poprzez rozwój organiczny, a także akwizycje.

Zarząd Grupy w związku z realizowaną strategią rozwoju zamierza przeprowadzić kilka projektów akwizycyjnych wybranych podmiotów gospodarczych, obejmujących swoim zasięgiem rynki regionalne na terenie Polski. W tym celu w DELKO S.A. zostały podjęte działania mające na celu wyłonienie potencjalnych podmiotów mogących być celem akwizycji, których podstawowym przedmiotem działalności jest dystrybucja artykułów drogerijnych oraz kosmetycznych.

Zwracamy uwagę, że na chwilę obecną ostateczne cele akwizycyjne nie zostały jeszcze określone, a tym samym nie zostały zawarte żadne umowy dotyczące przejęć. Podkreślamy jednak, że w obszarze fuzji i przejęć Spółka posiada już odpowiednią wiedzę i doświadczenie np. 18 grudnia 2007 r. Zarząd DELKO S.A. nabył 100% udziałów w „Nika” Sp. z o.o. z siedzibą w Kielcach.

Natomiast w przypadku podjęcia przez Zarząd DELKO S.A. decyzji o zaniechaniu przejęć innych podmiotów ze względu na ich nieefektywność, środki pozyskane z publicznej emisji akcji zostaną przeznaczone na rozbudowę sieci salonów sprzedaży detalicznej „Blue Drogerie”. W chwili obecnej działa już 15 salonów sprzedaży pod marką Grupy - „Blue Drogerie”. Powyższa sieć sklepów będzie rozwijana na zasadzie sklepów własnych, a także sklepów franczyzowych. Zakłada się, że koszt otwarcia jednego sklepu wyniesie ok. 200 tys. zł. Zgodnie z planami Zarządu Grupy do końca 2009 r. sieć detaliczna DELKO S.A. może liczyć ok. 70 sklepów.

Sądzymy, że zarówno rozwój organiczny, jak również planowane akwizycje w długoterminowym horyzoncie powinny przyczynić się do zwiększenia skali działalności oraz do wzmocnienia pozycji rynkowej Grupy, a także pozytywnie wpłynąć na wielkość osiąganych przez nią przychodów ze sprzedaży oraz wyników finansowych. Natomiast zwracamy uwagę, że w krótkim okresie realizacja akwizycji niesie ze sobą ryzyko ewentualnej restrukturyzacji przejmowanych podmiotów ze względu na ich niższą efektywność.

W ramach prowadzonej strategii rozwoju Zarząd DELKO S.A. planuje również zintensyfikować sprzedaż produktów oferowanych pod własną marką, ze względu na generowanie na tych produktach wyższej marży handlowej, niż na innych produktach oferowanych przez Spółkę. W tym celu Zarząd DELKO S.A. zamierza budować odpowiedni wizerunek powyższego asortymentu przede wszystkim poprzez prowadzenie kampanii marketingowych. Produkty marki własnej liczą obecnie ponad 200 pozycji asortymentowych i wymagają okresowej zmiany szaty graficznej opakowań.

**Strategia DELKO S.A. zakłada umacnianie pozycji lidera rynku hurtowego branży chemiczno-kosmetycznej w Polsce.**

**Grupa DELKO S.A. zamierza kontynuować strategię rozwoju organicznego, a także przeprowadzić akwizycje.**

**DELKO S.A. w ramach prowadzonej strategii będzie dążyć do rozwoju swojej sieci sprzedaży detalicznej „Blue Drogerie”.**

Ponadto Zarząd DELKO S.A. planuje zakupić i wdrożyć zintegrowany system informatyczny klasy ERP, będący systemem wspierającym zarządzanie przedsiębiorstwem z modułami umożliwiającymi planowanie i optymalizację dystrybucji, obsługę klienta (CRM) oraz handel elektroniczny (e-Commerce).

Oczekujemy, że system ten powinien znacząco usprawnić wewnętrzne i zewnętrzne procesy biznesowe, a także podnieść efektywność współpracy z klientami oraz dostawcami. Naszym zdaniem powinno to przyczynić się do obniżenia kosztów w tym obszarze działalności oraz pozytywnie przełożyć się osiągnięte wyniki finansowe całej Grupy DELKO S.A.

## CELE EMISJI

Grupa DELKO S.A. z emisji Akcji Serii C planuje pozyskać, w zależności od przyjętej ceny emisyjnej, od 13,5 do 18,0 mln zł brutto. Natomiast maksymalne szacunkowe koszty emisji wyniosą ok. 1,40 mln zł.

**Z emisji Akcji Serii C Spółka planuje pozyskać od 13,5 do 18,0 mln zł brutto.**

Wpływy z emisji DELKO S.A. zamierza przeznaczyć na inwestycje zgodne z realizowaną strategią rozwoju. W szczególności pozyskane środki zostaną przeznaczone na:

1. **akwizycję podmiotów gospodarczych, których podstawowym przedmiotem działalności jest dystrybucja artykułów drogerijnych i kosmetycznych** – kwota ok. 10,6 mln zł,
2. **zasilenie kapitału obrotowego celem finansowania zwiększonego obrotu, wynikającego z dynamicznego rozwoju Grupy** – kwota ok. 2,5 mln zł,
3. **finansowanie projektów marketingowych, w tym nakładów na reklamę, wzmocnienie wizerunku marek produktów DELKO S.A., oraz rewitalizację i reпозиjonowanie tych produktów** – kwota ok. 1,2 mln zł,
4. **realizację projektu informatycznego, polegającego na zakupie i wdrożeniu systemu klasy ERP** - kwota ok. 0,7 mln zł.

**Środki pozyskane z emisji Akcji Serii C zostaną przeznaczone głównie na akwizycję oraz zwiększenie kapitału obrotowego.**

Cele emisyjne zostały oszacowane przy założeniu pozyskania z emisji średniej kwoty 15,0 mln zł. Jeżeli ostateczna kwota środków będzie niższa od zakładanej przez Zarząd DELKO S.A., kwoty wydatkowane na realizację celów nr 2 oraz nr 3 zostaną odpowiednio zmniejszone lub ewentualnie uzupełnione z innych źródeł (środki własne Spółki bądź kredyt bankowy). Natomiast w przypadku, gdy kwota środków pozyskanych z emisji Akcji Serii C będzie wyższa od zakładanej, wówczas nadwyżka środków zostanie przeznaczona na zwiększenie nakładów, związanych z realizacją celów emisji nr 1 oraz nr 2 (jednak nie więcej niż o 1,0 mln zł) oraz nr 3 (jednak nie więcej niż o 0,30 mln zł).

Środki pozyskane z emisji Akcji serii C do czasu realizacji wszystkich celów emisyjnych będą lokowane w bezpieczne instrumenty finansowe (lokaty bankowe, obligacje skarbowe) oraz powiększą kapitał obrotowy DELKO S.A.

Zwracamy uwagę, że w związku z tym, że Zarząd DELKO S.A. był zobligowany umową przedwstępną nabyć do dnia 18 grudnia 2007 r. 100% udziałów w spółce „Nika”, jak również z uwagi na późniejsze, niż pierwotnie planowano, spodziewane pozyskanie środków z emisji Akcji Serii C, powyższa transakcja została sfinansowana kredytem inwestycyjnym na kwotę 5,00 mln zł. Z tego też względu, część środków pozyskanych z emisji Akcji Serii C, do kwoty zaciągniętego kredytu, tj. do kwoty 5,00 mln zł zostanie przeznaczona na spłatę tego kredytu. Natomiast pozostała kwota, tj. ok. 5,60 mln zł zostanie przeznaczona na kolejne projekty akwizycyjne.

## CZYNNIKI RYZYKA

Podczas analizy spółki DELKO S.A. zidentyfikowaliśmy istotne czynniki ryzyka mogące mieć wpływ na jej działalność:

### ▪ Ryzyko związane z ekspansją placówek handlu nowoczesnego

Obecny rozwój sieci super- i hipermarketów oraz sieci dyskontowych powoduje zmniejszanie się udziału sprzedaży realizowanej systemem tradycyjnym. Można przewidywać, że po okresie intensywnej ekspansji w większych miastach i relatywnym ich nasyceniu placówkami sprzedaży nowoczesnej, ekspansja tych sieci może objąć również mniejsze miejscowości, będące w znacznej części obsługiwane za pośrednictwem handlu tradycyjnego. Istnieje więc ryzyko, że dalsza ekspansja placówek handlu nowoczesnego może utrudnić realizację planów rozwojowych Spółki i wpłynąć na pogorszenie jej wyników finansowych.

### ▪ Ryzyko związane z utratą głównych odbiorców

DELKO S.A. swoją sprzedaż na terenie kraju prowadzi za pośrednictwem 13 Regionalnych Dystrybutorów. Większość odbiorców współpracuje ze Spółką już od kilku lat. W 2008 roku łączny udział w sprzedaży z największymi odbiorcami (Delko Otto, Ambra, Delko RDT Księżycowa, Doktor Leks, Chemia-Kosmetyki) stanowił ponad 62%, przy czym każdy z nich posiadał ponad 10% w sprzedaży DELKO S.A. Wygaśnięcie współpracy z jakimkolwiek Dystrybutorem mogłoby negatywnie wpłynąć na wielkość osiągniętych przychodów ze sprzedaży Spółki. Jednakże z uwagi na to, że dwa z wyżej wymienionych podmiotów wchodzi w skład Grupy DELKO S.A., a pozostałe spółki są jednocześnie akcjonariuszami Grupy ryzyko utraty głównych odbiorców jest w ten sposób niwelowane.

### ▪ Ryzyko związane z realizowaną strategią rozwoju

Strategia rozwoju DELKO S.A. zakłada m.in. akwizycje podmiotów których podstawowym przedmiotem działalności jest dystrybucja artykułów drogowych i kosmetycznych. Spółka podjęła działania mające na celu wyłonienie potencjalnych podmiotów mogących być celem akwizycji. Jednakże na chwilę obecną cele akwizycyjne nie zostały jeszcze ostatecznie określone. Istnieje więc ryzyko, że nastąpi przejęcie podmiotu, który w konsekwencji okaże się nieefektywny i tym samym negatywnie wpłynie na osiągnięte przez Grupę DELKO S.A. wyniki finansowe oraz na wielkość uzyskiwanych marż.

**▪ Ryzyko związane z transakcjami z podmiotami powiązanymi**

W ostatnich latach zarówno DELKO S.A., jak i pozostałe spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej zawierały umowy handlowe z podmiotami powiązanymi tj. z jednostkami będącymi znaczącymi akcjonariuszami DELKO S.A. Pomimo, że wszystkie transakcje z podmiotami powiązanymi są przeprowadzane zgodnie z przepisami prawa polskiego oraz na warunkach rynkowych, to naszym zdaniem, z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych DELKO S.A., zmniejszają one przejrzystość relacji biznesowo - kapitałowych.

**▪ Ryzyko związane ze strukturą akcjonariatu**

Po emisji akcji serii C dotychczasowi akcjonariusze będą posiadali 74,92% w ogólnej liczbie głosów na Walnym Zgromadzeniu. Będą więc wywierać decydujący wpływ na kształt uchwał podejmowanych przez Walne Zgromadzenie. Nie można więc wykluczać, że interesy dotychczasowych akcjonariuszy będą w sprzeczności z interesami mniejszościowych akcjonariuszy. Podkreślamy również, że ze względu na znacznie rozproszony akcjonariat, jedynie główni akcjonariusze DELKO S.A. zawarli pisemną umowę z Domem Maklerskim BOŚ S.A., której postanowieniem jest blokada posiadanych przez nich akcji przez okres 12 miesięcy od dnia emisji Akcji Serii C. Lock-up'em zostało objętych 4.026.800 akcji, czyli 89,88% dotychczasowych Akcji Serii A i B. Istnieje, więc ryzyko, że w obrocie giełdowym bezpośrednio po debiucie akcji na GPW znajdzie się także 453.200 akcji obejmowanych po cenie znacznie niższej niż cena emisyjna Akcji Serii C.

**SPRAWOZDANIE FINANSOWE****Założenia do prognozy wyników finansowych na rok 2009:**

- prognoza przychodów ze sprzedaży, zysku z działalności operacyjnej, zysku netto jest zgodna z prognozą Zarządu,
- prognoza wyników zakłada realizację celów emisyjnych publicznej emisji Akcji Serii C,
- marża netto na sprzedaży na poziomie 2,52% w 2009 r.,
- efektywna stopa podatkowa na poziomie 19%,
- uwzględniono wpływ środków pozyskanych z emisji akcji na wielkość przychodów z działalności finansowej Grupy,
- założono brak wypłaty dywidendy w okresie objętym prognozą,
- założono spłatę kredytu bankowego zaciągniętego na zakup 100% udziałów w spółce Nika Sp. z o.o.

*Skrócone sprawozdanie finansowe wraz z prognozą wyników Grupy (w tys. zł)*

Rachunek zysków i strat	2005	2006	2007	2008	2009E
Przychody netto ze sprzedaży	199 787	255 629	306 767	405 561	456 530
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	196 656	251 184	301 325	396 440	445 030
<b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>	<b>3 131</b>	<b>4 445</b>	<b>5 442</b>	<b>9 121</b>	<b>11 500</b>
Pozostałe przychody operacyjne	181	324	489	1 294	1 330
Pozostałe koszty operacyjne	267	409	716	999	1 140
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>3 045</b>	<b>4 360</b>	<b>5 216</b>	<b>9 416</b>	<b>11 690</b>
Przychody finansowe	5	22	34	104	160
Koszty finansowe	421	619	649	1 756	1 229
<b>Zysk (strata) z działalności gospodarczej</b>	<b>2 629</b>	<b>3 763</b>	<b>4 601</b>	<b>7 764</b>	<b>10 621</b>
<b>Wynik zdarzeń nadzwyczajnych</b>	<b>97</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Zyski nadzwyczajne	97	0	0	0	0
Straty nadzwyczajne	0	0	0	0	0
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>2 726</b>	<b>3 763</b>	<b>4 601</b>	<b>7 764</b>	<b>10 621</b>
Podatek dochodowy	512	735	1 036	1 531	1 975
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenie zysku (zwiększenie straty)	0	0	0	0	0
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>2 214</b>	<b>3 028</b>	<b>3 565</b>	<b>6 233</b>	<b>8 646</b>
<b>Przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego</b>	<b>1 714</b>	<b>2 375</b>	<b>2 691</b>	<b>5 157</b>	<b>6 511</b>

*Źródło: Prospekt emisyjny, szacunki własne DM BOŚ*

Dane finansowe	2005	2006	2007	2008	2009E
Przychody netto ze sprzedaży zmiana r/r	-	27,95%	20,00%	32,20%	12,57%
Zysk na sprzedaży zmiana r/r	-	41,97%	22,43%	67,60%	26,08%
EBIT zmiana r/r	-	43,19%	19,63%	80,52%	24,15%
EBITDA zmiana r/r	-	48,39%	17,23%	75,48%	23,41%
Zysk netto podmiotu dominującego zmiana r/r	-	38,56%	13,31%	91,64%	26,26%

*Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ*

W okresie 2005 – 2008 Grupa DELKO S.A. charakteryzowała się relatywnie wysoką dynamiką uzyskanych wyników finansowych. W 2008 r. w porównaniu do roku poprzedniego przychody ze sprzedaży wzrosły o ponad 32%, zysk z działalności operacyjnej wzrósł o ponad 164%, a zysk netto zwiększył się o 75%. Podkreślamy, że tak dynamiczny wzrost osiągniętych wyników był możliwy m.in. dzięki nabyciu w grudniu 2007 r. 100% udziałów w spółce Nika Sp. z o.o.

Spodziewamy się, że w 2009 r. pomimo panującej dekonunktury na rynku Grupa DELKO S.A. poprawi swoje przychody ze sprzedaży oraz wyniki finansowe. Wprawdzie dynamika osiągniętych wyników nie będzie już tak wysoka jak w 2008 r., kiedy to nastąpiła rozbudowa Grupy o nowy podmiot, ale sądzimy, że tendencja wzrostowa będzie nadal utrzymana. Oczekujemy, że na poprawę osiągniętych wyników będzie miał wpływ systematyczny rozwój własnej sieci sprzedaży (tj. zwiększenie liczby dostawców oraz dystrybutorów), w tym również rozbudowa segmentu sieci detalicznej „Blue Drogerie”. Uważamy, że osiągnięta w br. dodatnia dynamika będzie możliwa także dzięki zintensyfikowaniu przez Grupę sprzedaży produktów oferowanych pod własną marką, ze względu na generowanie na tych produktach wyższej marży handlowej, niż na innych sprzedawanych produktach.

W 2008 r. na pozostałe przychody operacyjne Grupy złożyły się: zysk ze sprzedaży środków trwałych, rozwiązanie rezerwy (na urlopy i należności) oraz odszkodowania z tytułu wypadków samochodowych.

Bilans	2005	2006	2007	2008	2009E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>6 046</b>	<b>6 476</b>	<b>8 783</b>	<b>9 821</b>	<b>11 234</b>
Wartości niematerialne i prawne	2 302	2 182	5 279	5 568	6 682
Rzeczowe aktywa trwałe	3 493	2 845	3 146	3 858	4 244
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	1 153	12	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	251	296	346	395	309
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>49 654</b>	<b>57 395</b>	<b>71 974</b>	<b>76 901</b>	<b>92 718</b>
Zapasy	14 577	14 998	17 584	19 565	25 015
Należności krótkoterminowe	33 817	41 232	51 566	54 526	61 288
Inwestycje krótkoterminowe	1 221	873	2 218	2 067	6 185
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	39	292	606	743	231
<b>Aktywa razem</b>	<b>55 700</b>	<b>63 871</b>	<b>80 757</b>	<b>86 722</b>	<b>103 953</b>

<b>Kapitał własny</b>	<b>12 633</b>	<b>14 804</b>	<b>16 814</b>	<b>23 064</b>	<b>37 692</b>
<b>Kapitał własny przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego</b>	<b>9 379</b>	<b>10 898</b>	<b>12 034</b>	<b>17 208</b>	<b>35 824</b>
Kapitał (fundusz) podstawowy	4 480	4 480	4 480	4 480	5 980
Kapitał (fundusz) zapasowy	919	1 539	2 327	4 974	25 201
Zysk (strata) netto	1 714	2 375	2 691	5 175	6 511
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>43 067</b>	<b>49 066</b>	<b>63 943</b>	<b>63 658</b>	<b>66 261</b>
Rezerwy na zobowiązania	507	433	609	603	532
Zobowiązania długoterminowe	2 078	1 780	6 115	5 440	4 441
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	40 482	46 853	57 219	57 615	61 288
- odsetkowe	3 167	6 252	9 305	10 265	5 133
Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>55 700</b>	<b>63 871</b>	<b>80 757</b>	<b>86 722</b>	<b>103 953</b>

Źródło: Prospekt emisyjny, szacunki własne DM BOŚ

W latach 2005 – 2008 Grupa DELKO S.A. utrzymywała bezpieczną strukturę finansowania swojego majątku. Aktywa trwałe Grupy były finansowane kapitałami własnymi, które w tym okresie prawie dwukrotnie przewyższały wartość posiadanego majątku trwałego. Natomiast aktywa obrotowe były finansowane kapitałami własnymi oraz zobowiązaniami. W okresie 2005 – 2008 w strukturze aktywów obrotowych dominowały należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług.

Grupa DELKO S.A. w analizowanym okresie posiadała zobowiązania zarówno długo- jak i krótkoterminowe. Na zadłużenie długoterminowe składają się zobowiązania z tytułu zaciągniętych kredytów bankowych oraz zobowiązania z tytułu leasingu finansowego, za pomocą którego DELKO S.A. finansuje część posiadanych środków transportu oraz wyposażenia komputerowego. Obserwowany w latach 2007 – 2008 wzrost zadłużenia długo- i krótkoterminowego wynika z zaciągnięcia kredytu na zakup spółki zależnej Nika, a także ze zwiększonej skali działalności Grupy. Na zadłużenie krótkoterminowe składają się przede wszystkim zobowiązania z tytułu dostaw i usług, co jest typowe dla przedsiębiorstw z branży handlowej.

Zwracamy uwagę, że w 2006 r. został poręczony kredyt dla spółki zależnej Delko RDT Księżycowa Sp. z o.o. w kwocie 1,3 mln zł. W 2008 r. wartość poręczenia tego kredytu wyniosła 2,6 mln zł.

Analiza wskaźnikowa Grupy	2005	2006	2007	2008	2009E
Wskaźnik bieżącej płynności (CR)	1,21	1,21	1,24	1,32	1,50
Wskaźnik podwyższonej płynności (QR)	0,86	0,90	0,94	0,98	1,10
Kapitał obrotowy netto (NWC)	9 172	10 542	14 755	19 286	31 431
Rotacja należności w dn. (CP)	62	59	61	49	49
Rotacja zobowiązań w dn. (PL)	74	67	68	52	49
Rotacja zapasów w dn. (IT)	27	21	21	18	20
Stopa zysku operacyjnego (OPM)	1,5%	1,7%	1,7%	2,3%	2,6%
Stopa zysku z działalności gospodarczej (EAM)	1,3%	1,5%	1,5%	1,9%	2,3%
Stopa zysku netto (NPM)	1,1%	1,2%	1,2%	1,5%	1,9%
Stopa nadwyżki finansowej (CFM)	1,3%	1,5%	1,4%	1,8%	2,2%
ROS	1,6%	1,7%	1,8%	2,2%	2,5%
ROA	4,0%	4,7%	4,4%	7,2%	8,3%
ROE	17,5%	20,5%	21,2%	27,0%	22,9%
DM Stopa zadłużenia	76,41%	76,14%	78,43%	72,71%	63,23%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	340,91%	331,44%	380,30%	276,01%	175,79%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	16,45%	12,02%	36,37%	23,59%	11,78%

*Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ*

W analizowanym okresie zauważalna jest tendencja do wzrostu zarówno rentowności ze sprzedaży netto (z 1,6% w 2005 r. do 2,2% w 2008 r.), rentowności z działalności operacyjnej (z 1,5% w 2005 r. do 2,3% w 2008 r.), oraz rentowności netto (1,1% w 2005 r. do 1,5% w 2008 r.). Rośnie również rentowność kapitałów własnych (ROE) z poziomu 17,5% w 2005 r. do 27,0% w 2008 r., co oceniamy pozytywnie.

Uważamy, że po zrealizowaniu celów emisyjnych i przejęciu podmiotów o niższej rentowności, generowane marże Grupy w kolejnych latach mogą ulec niewielkiemu obniżeniu.

Podkreślamy, że w latach 2005 – 2008 wskaźniki płynności DELKO S.A., zarówno wskaźnik bieżącej, jak również podwyższonej płynności utrzymywane były na bezpiecznym poziomie. Wskaźnik bieżącej płynności w analizowanym okresie kształtował się od 1,21 w 2005 r. do 1,32 w 2008 r., natomiast wskaźnik podwyższonej płynności zawierał się w przedziale od 0,86 w 2005 r. do 0,98 w 2008 r.

Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoki poziom zadłużenia Grupy w latach 2005 – 2008, związany z rozbudową Grupy o nowe podmioty. W latach 2005 – 2006 udział zobowiązań w całości źródeł finansowania aktywów kształtował się na poziomie 76%, z czego zdecydowanie największą część stanowiły zobowiązania krótkoterminowe. Natomiast w 2008 r. poziom zadłużenia Grupy uległ obniżeniu do 73%, ale nadal utrzymywał się na wysokim poziomie. Spodziewamy się, że przeprowadzona publiczna emisja Akcji Serii C, pozwoli DELKO S.A. na zwiększenie wartości kapitału własnego, co spowoduje obniżenie poziomu zadłużenia Grupy, a tym samym poprawi się jej zdolność kredytową w ocenie banków.

Wskaźniki rynkowe dla Spółki	2005	2006	2007	2008	2009E
<b>EPS</b>	<b>0,38</b>	<b>0,53</b>	<b>0,60</b>	<b>1,15</b>	<b>1,09</b>
zmiana w %	-	38,6%	13,3%	91,6%	-5,4%
<b>BVPS</b>	<b>2,09</b>	<b>2,43</b>	<b>2,69</b>	<b>3,84</b>	<b>5,99</b>
zmiana w %	-	16,2%	10,4%	43,0%	56,0%
<b>OPPS</b>	<b>0,68</b>	<b>0,97</b>	<b>1,16</b>	<b>2,10</b>	<b>1,95</b>
zmiana w %	-	43,2%	19,6%	80,5%	-7,0%
<b>SPS</b>	<b>44,6</b>	<b>57,1</b>	<b>68,5</b>	<b>90,5</b>	<b>76,3</b>
zmiana w %	-	28,0%	20,0%	32,2%	-15,7%

*Źródło: Obliczenia własne DM BOS*

## WYCENA SPÓŁKI

### Metoda porównawcza

Zaletą wyceny porównawczej jest odniesienie do rynkowej wyceny spółek notowanych na GPW o zbliżonym profilu działalności. Metoda porównawcza charakteryzuje się ponadto niewielką subiektywnością oceny, ograniczoną głównie do doboru spółek, tworzących bazę porównawczą. Wadą metody jest brak uwzględnienia w wycenie perspektyw rozwoju spółki oraz wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

#### Dobór spółek do bazy porównawczej:

- wycenę DELKO S.A. przeprowadzono w stosunku do wybranych spółek handlu spożywczego oraz kosmetyczno-chemicznego notowanych na GPW w Warszawie.

#### **Założenia wyceny:**

- Wycenę Grupy DELKO S.A. przeprowadzono w oparciu o wskaźniki P/E, P/OP, MC/S, P/BV,
- Wartość wskaźników P/E, P/OP, MC/S dla spółek z bazy porównawczej obliczono na podstawie danych finansowych za okres II kw. 2008 r. – I kw. 2009 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 18.08.2009 r.,
- Wartość wskaźnika P/BV obliczono na podstawie wartości księgowej z dnia 31.03.2009 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 18.08.2009 r.,
- W analizie wykorzystano dane skonsolidowane,
- Zastosowano równe wagi dla wycen cząstkowych opartych na poszczególnych mnożnikach rynkowych,
- Do końcowej wyceny zastosowano dyskonto w wysokości 15% związane z emisją akcji na rynku pierwotnym,
- Wycena porównawcza Grupy została dokonana w dwóch wariantach. W I wariantcie uwzględniono historyczne wyniki finansowe Grupy za rok 2008, bez uwzględnienia emisji akcji. Natomiast w II wariantcie uwzględniono prognozowane wyniki Spółki na rok 2009, z uwzględnieniem emisji Akcji Serii C.

### ➤ Wariant I

Wycena porównawcza na podstawie historycznych wyników Grupy DELKO S.A. za rok 2008 przy minimalnej cenie emisyjnej równej 9 zł.

		Przychody (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Kapitał własny (tys. zł)	Kapita- lizacja (w tys. zł)	Kurs z 18.08. 2009 r. (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<b>DELKO</b>	<b>skons.</b>	<b>405 561</b>	<b>9 416</b>	<b>5 175</b>	<b>17 208</b>	<b>40 320</b>	<b>9,00</b>	<b>7,79</b>	<b>4,28</b>	<b>0,10</b>	<b>2,34</b>
<b>EMPERIA</b>	skons.	5 267 575	82 366	43 545	746 824	1 178 983	78,00	27,08	14,31	0,22	1,58
<b>EUROCASH</b>	skons.	6 390 761	118 175	79 963	302 111	1 769 183	13,25	22,13	14,97	0,28	5,86
<b>FARMACOL</b>	skons.	4 483 082	85 589	66 099	606 337	842 166	35,99	12,74	9,84	0,19	1,39
<b>KRAKCHEM</b>	skons.	290 739	3 929	2 322	49 329	36 000	3,60	15,50	9,16	0,12	0,73
<b>NORTCOAST</b>	skons.	122 869	8 614	1 863	43 615	49 920	1,56	26,80	5,80	0,41	1,14
Średnia wartość mnożników dla grupy spółek								19,11	9,96	0,22	2,00
Mediana wartości mnożników dla grupy spółek								18,81	9,50	0,21	1,35
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. wg mediany wartości mnożników (zł)								<b>21,73</b>	<b>19,97</b>	<b>18,63</b>	<b>5,17</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników								0,25	0,25	0,25	0,25
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. (zł)								<b>16,38</b>			
Dyskonto								15%			
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. - po dyskoncie (zł)								<b>13,92</b>			

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Grupy dla poszczególnych wskaźników, bez uwzględnienia dyskonta, przedstawia się następująco:

- Dla wskaźnika P/E 21,73 zł
- Dla wskaźnika P/OP 19,97 zł
- Dla wskaźnika MC/S 18,63 zł
- Dla wskaźnika P/BV 5,17 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji Grupy DELKO S.A. na podstawie wyników historycznych za rok 2008, po uwzględnieniu dyskonta, wynosi **13,92 zł.**

### ➤ Wariant II

Wycena porównawcza na podstawie prognozowanych wyników spółki DELKO S.A. na rok 2009 przy minimalnej cenie emisyjnej równej 9 zł.

		Przychody (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Kapitał własny (tys. zł)	Kapita- lizacja (w tys. zł)	Kurs z 18.08. 2009 r. (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<b>DELKO</b>	<b>skons.</b>	<b>456 530</b>	<b>11 690</b>	<b>6 511</b>	<b>35 824</b>	<b>53 820</b>	<b>9,00</b>	<b>8,27</b>	<b>4,60</b>	<b>0,12</b>	<b>1,50</b>
Średnia wartość mnożników dla grupy spółek								19,11	9,96	0,22	2,00
Mediana wartości mnożników dla grupy spółek								18,81	9,50	0,21	1,35
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. wg mediany wartości mnożników (zł)								<b>20,49</b>	<b>18,57</b>	<b>15,71</b>	<b>8,06</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników								0,25	0,25	0,25	0,25
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. (zł)								<b>15,71</b>			
Dyskonto								15%			
Średnia wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. - po dyskoncie (zł)								<b>13,35</b>			

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Grupy dla poszczególnych wskaźników, bez uwzględnienia dyskonta, przedstawia się następująco:

- Dla wskaźnika P/E 20,49 zł
- Dla wskaźnika P/OP 18,57 zł
- Dla wskaźnika MC/S 15,71 zł
- Dla wskaźnika P/BV 8,06 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji Grupy DELKO S.A. na podstawie wyników prognozowanych na rok 2009, po uwzględnieniu dyskonta, wynosi **13,35 zł.**

## Metoda dochodowa – metoda DCF

Zaletą metody jest uwzględnienie perspektyw rozwoju Spółki, natomiast wadą – jej subiektywizm, oparty na własnej prognozie osiąganych przez Spółkę wyników finansowych na lata 2009 - 2018.

### Podstawowe założenia do prognozy wyników na lata 2009 - 2018

- realizacja celów emisyjnych, w szczególności akwizycja podmiotów gospodarczych, których podstawowym przedmiotem działalności jest dystrybucja artykułów drogowych i kosmetycznych,
- zakończenie z powodzeniem publicznej emisji Akcji Serii C oraz wpływ do kasy Spółki kwoty netto ok. 12,1 mln zł,
- prognoza przychodów ze sprzedaży, zysku z działalności operacyjnej oraz zysku netto na 2009 r. jest zgodna z prognozą Zarządu Grupy DELKO S.A.,
- wskaźnik beta został przyjęty na poziomie neutralnym równym 1,0,
- stopa podatkowa w całym okresie prognozy wynosi 19%,
- ustalono wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie prognozy na poziomie 1,5%,
- założono brak wypłaty dywidendy w okresie objętym prognozą,
- w okresie prognozy do obliczeń przyjęto 5 980 000 szt. akcji.

Kalkulacja WACC	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału obcego	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	21,1%	18,7%	16,9%	15,4%	14,2%	13,2%	12,4%	11,8%	11,3%	10,3%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Udział kapitału własnego	78,9%	81,3%	83,1%	84,6%	85,8%	86,8%	87,6%	88,2%	88,7%	89,7%
<b>WACC</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>

Wycena DCF [tys. PLN]	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Prognoza FCF</b>										
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>456 530</b>	<b>509 944</b>	<b>562 468</b>	<b>613 653</b>	<b>663 972</b>	<b>713 770</b>	<b>754 455</b>	<b>790 669</b>	<b>818 342</b>	<b>837 164</b>
Zmiana %	12,6%	11,7%	10,3%	9,1%	8,2%	7,5%	5,7%	4,8%	3,5%	2,3%
Zmiana wartościowa	50 969	53 414	52 524	51 185	50 320	49 798	40 685	36 214	27 673	18 822
<b>EBIT</b>	<b>11 690</b>	<b>12 961</b>	<b>14 200</b>	<b>15 394</b>	<b>16 553</b>	<b>17 686</b>	<b>18 573</b>	<b>19 331</b>	<b>19 855</b>	<b>20 135</b>
Zmiana %	24,15%	10,88%	9,56%	8,41%	7,53%	6,84%	5,02%	4,08%	2,71%	1,41%
marża EBIT	2,56%	2,54%	2,52%	2,51%	2,49%	2,48%	2,46%	2,44%	2,43%	2,41%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>9 469</b>	<b>10 499</b>	<b>11 502</b>	<b>12 469</b>	<b>13 408</b>	<b>14 325</b>	<b>15 044</b>	<b>15 658</b>	<b>16 083</b>	<b>16 310</b>
<b>Amortyzacja</b>	<b>1 436</b>	<b>1 731</b>	<b>2 026</b>	<b>2 321</b>	<b>2 616</b>	<b>2 911</b>	<b>3 206</b>	<b>3 501</b>	<b>3 796</b>	<b>4 091</b>
<b>CAPEX</b>	<b>2 849</b>	<b>2 420</b>	<b>2 851</b>	<b>2 834</b>	<b>3 202</b>	<b>3 279</b>	<b>3 502</b>	<b>3 775</b>	<b>4 047</b>	<b>4 260</b>
<b>Zmiana kapitału obrotowego</b>	<b>3 407</b>	<b>4 735</b>	<b>5 006</b>	<b>5 245</b>	<b>5 507</b>	<b>5 789</b>	<b>5 457</b>	<b>5 397</b>	<b>4 993</b>	<b>4 956</b>
<b>FCF</b>	<b>4 649</b>	<b>5 075</b>	<b>5 670</b>	<b>6 710</b>	<b>7 315</b>	<b>8 169</b>	<b>9 291</b>	<b>9 987</b>	<b>10 839</b>	<b>11 185</b>

Wycena [tys. PLN]	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>Współczynnik dyskontowy</b>	0,9038	0,8150	0,7337	0,6598	0,5929	0,5325	0,4781	0,4292	0,3853	0,3448
<b>DFCF</b>	4 201,5	4 136,0	4 160,2	4 427,4	4 336,5	4 349,8	4 442,0	4 286,3	4 176,4	3 856,7
<b>Suma DFCF</b>	42 373									
<b>Wartość rezydualna</b>	116 615									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	40 210									
<b>Wartość Spółki</b>	82 583									
<b>Wartość długu netto</b>	13 638									
<b>Wartość kapitału przed emisją</b>	68 945									
<b>Wpływy netto z emisji akcji</b>	12 105									
<b>Wartość kapitału własnego</b>	81 050									
<b>Liczba akcji po emisji [tys. szt.]</b>	5 980									
<b>Wartość 1 akcji [PLN]</b>	<b>13,55</b>									

Nominalna stopa wzrostu FCF po roku 2018 = 1,5%

Wycena dochodowa pozwala oszacować wartość 1 akcji Grupy DELKO S.A. na poziomie **13,55 zł**.

Poniżej prezentujemy wrażliwość wyceny akcji Grupy metodą DCF na zmianę nominalnej stopy wzrostu FCF po okresie prognozy i średniego ważonego kosztu kapitału (WACC).

#### Analiza wrażliwości (w PLN za akcje)

	g-1,0pp	g-0,5pp	g	g+0,5pp	g+1,0pp
<b>WACC-1,0pp</b>	13,49	13,88	<b>14,32</b>	14,82	15,38
<b>WACC-0,5pp</b>	13,16	13,52	<b>13,92</b>	14,36	14,86
<b>WACC</b>	<b>12,87</b>	<b>13,19</b>	<b>13,55</b>	<b>13,95</b>	<b>14,40</b>
<b>WACC+0,5pp</b>	12,60	12,90	<b>13,23</b>	13,59	13,99
<b>WACC+1,0pp</b>	12,35	12,63	<b>12,93</b>	13,26	13,62

Źródło: Obliczenia własne DM BOS

## Metoda mieszana

Za cenę docelową na potrzeby IPO akcji Grupy DELKO S.A. uznajemy wycenę opartą na metodzie mieszanej, uwzględniającej wcześniej dokonane pomiary metodą porównawczą i metodą dochodową. Wynik otrzymany metodą mieszaną jest średnią ważoną pomiarów dokonanych metodą porównawczą i metodą dochodową.

Zaletą metody jest częściowe uwzględnienie zarówno perspektyw rozwojowych spółki oraz aktualnych poziomów wycen spółek porównywalnych.

### Wycena metodą mieszaną

	Wartość 1 akcji (w PLN)	Waga
Wycena porównawcza w oparciu o wyniki historyczne za 2008 r.	13,92	0,25
Wycena porównawcza w oparciu o wyniki prognozowane na 2009 r.	13,35	0,25
Wycena dochodowa	13,55	0,50
<b>Wycena metodą mieszaną</b>	<b>13,59</b>	

**Końcowa wycena akcji Grupy z uwzględnieniem nowej emisji akcji wynosi 13,59 zł.**

Dokonane pomiary pozwalają ustalić cenę docelową akcji Grupy DELKO S.A. na poziomie **13,59 zł**. Cena docelowa akcji Grupy jest wyższa o 13,25% w porównaniu do maksymalnej ceny emisyjnej Akcji Serii C (12,00 zł)

**Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców:**

- Powyższy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ S.A. jest zabronione.
- Niniejszy raport został udostępniony spółce DELKO S.A.
- DM BOŚ dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszej wyceny.
- DM BOŚ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
- Niniejszy raport jest pierwszym publikowanym opracowaniem DM BOŚ S.A. dotyczącym spółki DELKO S.A.
- Obecnie nie jest planowana jego aktualizacja

Nadzór nad Domem Maklerskim BOŚ S.A. sprawuje KNF

Data sporządzenia raportu jest: 18.08.2009 r.,

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 19.08.2009 r.

Źródła informacji: Prospekt, Materiały Spółki, sprawozdania finansowe DELKO S.A., GPW, GUS oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP.

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ pełni funkcję oferującego akcje Emitenta,
- 3) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta, ani funkcji animatora Emitenta,
- 4) DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 5) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 6) Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 7) DM BOŚ zamierza złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług, dotyczącą pełnienia funkcji animatora Emitenta,
- 8) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

**Zastosowane metody wyceny papierów wartościowych:**

Metoda porównawcza z zastosowaniem wskaźników wyceny rynkowej: P/E, P/BV, P/OP, MC/S

Silne strony: niewielki subiektywizm wynikający jedynie z doboru spółek do próby i wskaźników przeliczeniowych.

Słabe strony: nieuwzględnianie perspektyw rozwojowych oraz prognoz wyników finansowych.

Metoda dochodowa (metoda DCF)

Silne strony: ujęcie w wycenie prognoz finansowych i perspektyw rozwoju spółki.

Słabe strony: subiektywizm analityka wynikający z przyjęcia określonych prognoz i parametrów modelu wyceny

## Metodologia liczenia wskaźników

<b>NS</b>	(Net Sales) przychody netto
<b>OP</b>	(Operating Profit) zysk operacyjny
<b>NP</b>	(Net Profit) zysk netto
<b>DEPR</b>	(Depreciation) amortyzacja
<b>NOCF</b>	(Net Operating Cash Flow) przepływy operacyjne netto
<b>NICF</b>	(Net Investment Cash Flow) przepływy inwestycyjne netto
<b>NFCF</b>	(Net Financial Cash Flow) przepływy finansowe netto
<b>DM</b>	(Debt Margin) stopa zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
<b>CR</b>	(Current Ratio) wskaźnik płynności bieżącej = aktywa obrotowe / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne)
<b>QR</b>	(Quick Ratio) wskaźnik podwyższonej płynności = (aktywa obrotowe – zapasy) / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne)
<b>DFL</b>	Dźwignia finansowa - miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT)
<b>EPS</b>	(Earnings per Share) zysk netto przypadający na jedną akcję
<b>DPS</b>	(Dividend per Share) dywidenda przypadająca na jedną akcję, która była lub będzie wypłacona w danym roku
<b>BVPS</b>	(Book Value per Share) wartość księgowa na jedną akcję
<b>P/E</b>	(Price / Earnings) cena / zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały
<b>P/OP</b>	Iloraz rynkowej wartości spółki i zysku operacyjnego za ostatnie cztery kwartały
<b>P/EBITDA</b>	Iloraz rynkowej wartości spółki oraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji za ostatnie cztery kwartały
<b>P/BV</b>	Iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej
<b>MC/S</b>	Iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały
<b>ROE</b>	(Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego
<b>ROA</b>	(Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów ogółem na koniec okresu obrotowego
<b>ROS</b>	(Return on Sales) marża zysku brutto ze sprzedaży = zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży
<b>OPM</b>	(Operating Profit Margin) stopa zysku operacyjnego = zysk operacyjny / przychody netto ze sprzedaży
<b>NPM</b>	(Net Profit Margin) stopa zysku netto = zysk netto / przychody netto ze sprzedaży
<b>CFM</b>	(Cash Flow Margin) stopa nadwyżki finansowej = (zysk netto + amortyzacja) / przychody netto ze sprzedaży
<b>Beta</b>	Współczynnik kierunkowy liniowej funkcji aproksymującej zależność zmiany ceny akcji od średniej zmiany wartości indeksu WIG liczony za badany okres (miesiąc)
<b>Zwrot z inwestycji</b>	- (kurs na ostatni dzień notowań w miesiącu minus kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu) / kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu
<b>Free float</b>	- wartość akcji będących w obrocie i znajdujących się w rękach niestabilnych akcjonariuszy



## Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

### Analitycy:

**Tomasz Binkiewicz**  
Dyrektor wydziału

[T.Binkiewicz@bossa.pl](mailto:T.Binkiewicz@bossa.pl)

**Marek Rogalski**  
Analityk

[M.Rogalski@bossa.pl](mailto:M.Rogalski@bossa.pl)

**Mariusz Solecki**  
Analityk

[M.Solecki@bossa.pl](mailto:M.Solecki@bossa.pl)

**Michał Stalmach**  
Analityk

[M.Stalmach@bossa.pl](mailto:M.Stalmach@bossa.pl)

**Michał Pietrzyca**  
Analityk Techniczny

[M.Pietrzyca@bossa.pl](mailto:M.Pietrzyca@bossa.pl)

**Dorota Sierakowska**  
Asystent Analityka

[D.Sierakowska@bossa.pl](mailto:D.Sierakowska@bossa.pl)

---

ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
tel.: (0-prefix-22) 50 43 324  
fax.: (0-prefix-22) 629 71 50