

Raport
analityczny

Oponeo.pl

IPO

Dane podstawowe (po emisji)*

wycena DCF (zł)	8,80
wycena porównawcza (zł)**	7-10
kapitalizacja (mln zł)***	88,73
EV (mln zł)***	87,42
liczba akcji (tys. szt.)	12 676
free float	31,6%
free float (mln zł)***	28,0

Akcjonariat (przed emisją) % akcji i głosów

Dariusz Topolewski	39,3%
Ryszard Zawieruszyński	38,8%
Arkadiusz Kocemba	9,3%
Maciej Świtalski	5,0%
Seweryn Rutkowski	4,6%
Andrzej Reysowski	3,0%

Akcjonariat (po emisji) % akcji i głosów

Dariusz Topolewski	26,9%
Ryszard Zawieruszyński	26,6%
Arkadiusz Kocemba	6,3%
Maciej Świtalski	3,4%
Seweryn Rutkowski	3,2%
Andrzej Reysowski	2,1%
Pozostali	31,6%

* emisja 4 mln akcji

** wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek zagranicznych

*** przy cenie emisyjnej 7 zł

Przedmiot działalności

Oponeo.pl zajmuje się sprzedażą detaliczną opon i innych produktów motoryzacyjnych za pośrednictwem internetu. Najważniejsze domeny spółki to: opony.com, oponeo.pl, oponeo.com.pl, oponeo.com, łącznie posiada ona ponad 80 domen zarejestrowanych w 23 krajach. Za pośrednictwem własnych stron internetowych spółka pozyskała w poprzednim roku około 70% ze zrealizowanych prawie 30 mln zł sprzedaży. Pozostałą część stanowiły przychody z transakcji obsługiwanych poprzez własne call center lub przy współpracy z innymi portalami. Zarząd Oponeo.pl szacuje, że udział spółki w rynku sprzedaży opon przez internet w Polsce sięga około 60%.

Perspektywy rozwoju

W najbliższych latach spodziewany jest w Polsce wzrost penetracji internetu z około 30-36% obecnie do 50% w 2010 roku. W tym samym czasie oczekiwane jest zwiększenie wartości e-commerce o około 300%.

Nie ulega wątpliwości, że Oponeo.pl działa na bardzo perspektywicznym rynku i sądzimy, że w najbliższych latach spółka powinna systematycznie zwiększać przychody (średnioroczny wzrost w okresie 2004-2009 wyniesie wg naszych szacunków ponad 60%). Tym niemniej rynek o takich perspektywach może przyciągać inne podmioty, a ponieważ, w naszej ocenie, bariery wejścia nie są wysokie, istnieje ryzyko, że szybko rosnąć będzie też konkurencja Oponeo.pl.

Przewagą Oponeo.pl są: szeroka oferta handlowa, treści i narzędzia udostępniane internautom, wypracowane procedury sprzedaży, wysoka ocena i zaufanie kupujących, kontakty z hurtowniami. Wszystko to można podsumować jako kilka lat praktyki oraz zatrudnianie bardzo dobrych specjalistów na kluczowych stanowiskach w firmie. Sądzimy, że są to duże atuty w możliwej walce konkurencyjnej w przyszłości.

Wycena

Dla potrzeb wyceny akcji Oponeo.pl zbudowaliśmy model DCF oraz wybraliśmy grupę spółek porównywalnych. Wycena DCF dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 8,8 zł, porównanie do niemieckiego Delticomu prowadzącego dokładnie taką samą działalność dało około 7 zł na akcję, a porównanie do innych spółek handlujących w internecie - około 10 zł. Sądzimy, że w przypadku spółek takich jak Oponeo.pl mniejszym ryzykiem obarczona jest prognoza krótkoterminowa. Dynamicznie rozwijający się rynek już za kilka lat może wyglądać inaczej niż sądzimy i wówczas osiągnięte przez spółkę wyniki mogą być znacząco różne od prognozowanych. W naszej ocenie najlepiej obecną wartość spółki będzie oddawała wycena porównawcza w pierwszej kolejności do Delticomu, a następnie do innych spółek prowadzących sprzedaż detaliczną przez internet. W naszych założeniach do prognoz przyjęliśmy więc cenę emisyjną w wysokości 7 zł i przy tej cenie przedstawiamy poniżej wskaźniki rynkowe dla Oponeo.pl.

Jednostkowe dane finansowe

mln zł	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	8,50	17,79	29,83	54,92	79,51	101,07
EBITDA	0,51	0,31	1,41	3,85	6,45	7,79
EBIT	0,36	0,20	1,26	3,70	5,59	6,02
Zysk netto	0,26	0,14	1,02	3,07	5,04	5,40
EPS (zł)	0,03	0,02	0,12	0,24	0,40	0,43
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,05	0,03	0,14	0,25	0,47	0,57
P/E	232,69	449,87	59,31	28,93	17,60	16,42
P/BV	195,28	136,17	41,31	2,73	2,36	2,06
EV/EBITDA	172,47	279,36	61,84	22,69	13,56	11,22

p - prognoza DM PKO BP, wskaźniki policzone dla ceny emisyjnej równej 7 zł

Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk

Hanna Kędziora

tel. (0-22) 521-79-43

e-mail: hanna.kedziora@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM PKOBP a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania



Przedstawienie spółki

Podstawowa działalność Oponeo.pl to handel detaliczny oponami i innymi produktami motoryzacyjnymi za pośrednictwem internetu. Spółka posiada zarejestrowanych ponad 80 domen w 23 krajach, najważniejsze z nich to: opony.com, oponeo.pl, oponeo.com.pl, oponeo.com. Około 95% przychodów Oponeo.pl generuje ze sprzedaży opon, około 3% ze sprzedaży felg, pozostałe pochodzą ze sprzedaży reklam na portalu spółki. Szacowany udział spółki w rynku sprzedaży opon przez internet to 60%.

W najbliższych latach spodziewany jest w Polsce dynamiczny wzrost liczby osób korzystających z internetu. Obecnie szacuje się, że penetracja liczona jako % populacji korzystającej z internetu wynosi 30-36% populacji, do 2010 roku poziom ten ma wynieść 50% (taka jest obecnie średnia w krajach UE) i taki też zakładamy w naszych prognozach. W roku kończącym prognozy, a więc 2016, penetrację internetu w Polsce przyjmujemy na poziomie 62%.

Równolegle z poprawą wskaźnika penetracji rosnąć powinna liczba osób, które dokonują zakupów poprzez sieć. Obecnie jest to 25% użytkowników internetu, w roku 2010 zakładamy 41%, a docelowo w roku 2016 - 52%. Wzrostom tym sprzyjać będzie łatwość zakupów poprzez internet: rośnie zaufanie do sklepów internetowych, a oferowana przez nie niższa cena w porównaniu ze sklepami tradycyjnymi zawsze będzie ich dużym atutem.

Sądzymy, że na tym wzrost rynku się nie zakończy, spodziewamy się, że w perspektywie kolejnych lat możliwe jest zwiększenie penetracji internetu nawet powyżej 90%, podobnie zapewne będzie z odsetkiem kupujących (zapewne wzrośnie też liczba transakcji zakupu na jednego internautę).

Jak widać z powyższych założeń, Oponeo.pl działa w rozwojowej branży. Spółka ma jednak krótką historię i bardzo wysokie dotychczasowe dynamiki wzrostu są przynajmniej częściowo efektem niskiej bazy. Poza tym perspektywiczny rynek będzie zapewne przyciągał kolejne podmioty i można oczekiwać, że konkurencja wzrośnie. Sądzymy, że ze względu na posiadane atuty (szeroka i atrakcyjna oferta handlowa, zawartość merytoryczna stron internetowych, narzędzia wspomagające wybór opon i felg, baza ocen opon, kontakty z hurtowniami) Oponeo.pl utrzyma swoją dominującą pozycję na rynku.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że to co widać na zewnątrz, czyli oferta oraz jej pozycjonowanie, zawartość merytoryczna portalu, narzędzia do oceny i wyboru opon oraz felg to efekt pracy doświadczonej kadry informatycznej, którą posiada Oponeo.pl. W naszej ocenie dobra motywacja pracowników jest w biznesie takim jak prowadzi Oponeo.pl kluczowa. To oni pracują nad bezpiecznymi narzędziami i systemami, których używa spółka oraz - pośrednio i bezpośrednio - użytkownicy jej portalu oraz klienci. Tworzą narzędzia, za pomocą których analizowane i porównywane są oferty konkurencji, badane jest zapotrzebowanie na różnego typu opony, oceniane są poszczególne transakcje czy osoby je obsługujące, a wszystko to pozwala szybko zareagować na zmieniające się oczekiwania rynku i stanowi o sukcesie spółki.

Szacujemy, że do 2010 roku obroty Oponeo.pl wzrosną około czterokrotnie, a zysk netto - ponad pięciokrotnie, przy czym w kosztach spółki w okresie tym znaczący będzie udział kosztów i amortyzacji w związku z rozwojem, a w szczególności wydatków na system zarządzania treścią, budowę portalu o felgach, stworzenie call center. Zaznaczamy przy tym, że w naszych prognozach, aby odzwierciedlić ryzyka związane z potencjalną konkurencją przyjmujemy konserwatywne założenia dotyczące marż.

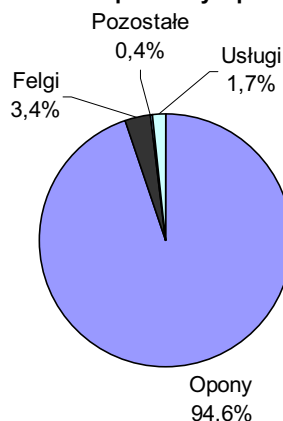
Zarząd spółki przedstawił w prospekcie prognozę na rok bieżący i kolejny. Zgodnie z nią przychody mają wynieść 45 mln zł, a zysk netto - 3 mln zł. W naszej ocenie są duże szanse na znaczne (20%) przekroczenie prognozy przychodów ze względu na bardzo dobre wyniki sprzedażowe w I połowie roku (prognoza zarządu była przygotowywana pod koniec 2006 roku). Na poziomie zysku netto jesteśmy konserwatywni i zakładamy, że zysk netto nie będzie odbiegał znacząco od prognoz zarządu. W 2008 roku zarząd oczekuje, że Oponeo.pl osiągnie 90 mln zł przychodów oraz 6 mln zł zysku netto. Nasza prognoza to odpowiednio 79,5 i 5,0 mln zł. Są to poziomy znacząco niższe od prognoz zarządu. I w tym przypadku wolimy pozostać konserwatywni, aczkolwiek sądzymy, że jako lider rynku sprzedaży opon poprzez internet Oponeo.pl może rzeczywiście zrealizować wyniki wyższe od naszych oczekiwań. Ostateczny ich poziom będzie jednak w dużej mierze zależał od ewentualnych działań podejmowanych przez konkurencję (presja na marże).



Ogólna charakterystyka spółki Oponeo.pl

Podstawowa działalność Oponeo.pl to handel detaliczny oponami i innymi produktami motoryzacyjnymi za pośrednictwem internetu. Spółka posiada zarejestrowanych ponad 80 domen w 23 krajach, najważniejsze z nich to: opony.com, oponeo.pl, oponeo.com.pl, oponeo.com. Roczne przychody spółki w poprzednim roku wyniosły około 30 mln zł, wysokie dynamiki przez nią osiągane sprawiają, że w br. wartość ta będzie bliska podwojenia. Około 95% przychodów Oponeo.pl generuje ze sprzedaży opon, natomiast około 3% ze sprzedaży felg. Zarząd szacuje, że spółka osiąga około 60% udział w rynku sprzedaży opon przez internet. Pozostałe przychody pochodzą ze sprzedaży reklam na prowadzonym przez spółkę branżowym portalu tematycznym opony.com.pl.

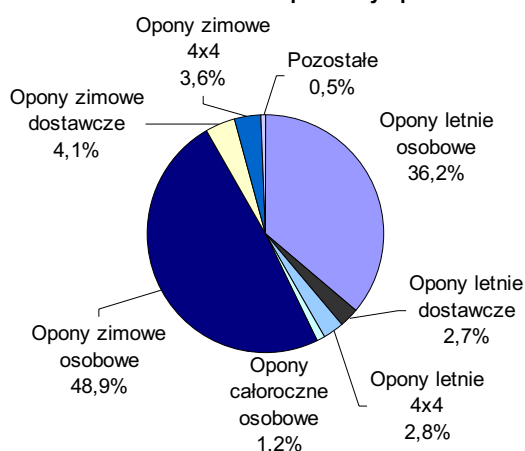
Struktura sprzedaży Oponeo.pl



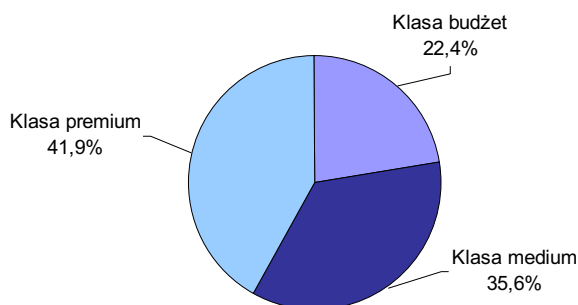
Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Ponieważ najważniejszą grupę przychodów spółki stanowią opony, temu segmentowi sprzedaży przyjrzymy się dokładniej. Sprzedaż opon można dzielić ze względu na przeznaczenie do określonych typów samochodów (osobowe i dostawcze), sezon w którym są używane (letnie, zimowe oraz całoroczne), cenę po której są oferowane (opony klasy budżet, medium, premium) i wreszcie ze względu na markę, przy czym zwykle poszczególne marki plasowane są w różnych klasach cenowych. W strukturze sprzedaży Oponeo.pl pod względem wartości sprzedaży dominują opony do samochodów osobowych, opony zimowe, klasa premium, a wśród marek największy udział wartościowy ma Firestone, zaś wolumenowy - Dębica.

Struktura sprzedaży opon



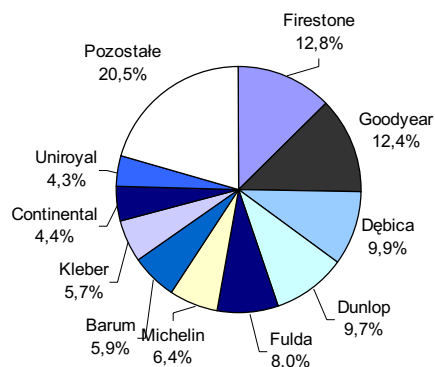
Struktura sprzedaży opon według segmentacji marki



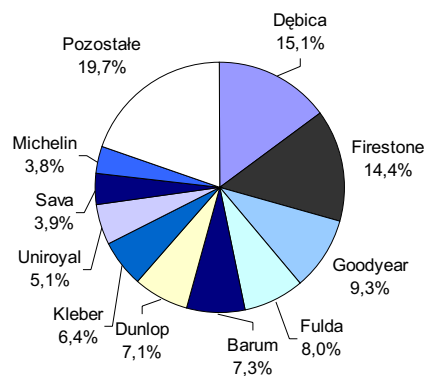
Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl



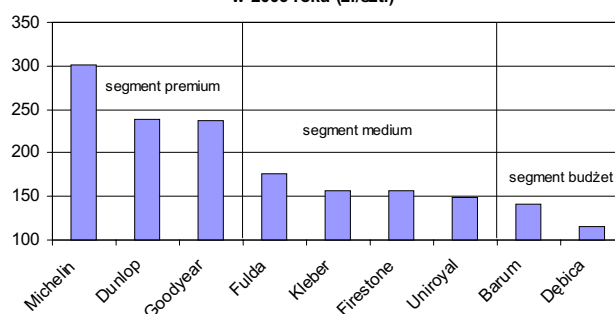
Struktura sprzedaży wg marki (wartościowo)



Struktura sprzedaży wg marki (wolumenowo)



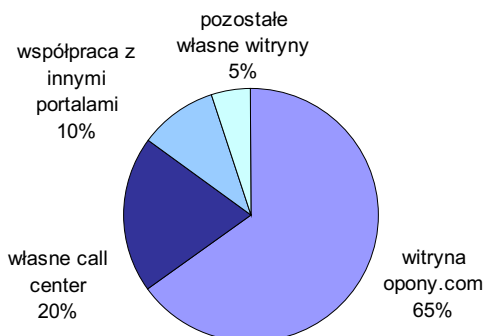
Średnia cena opon dystrybuowanych przez Oponeo.pl w 2006 roku (zł/szt.)



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Oponeo.pl prowadzi sprzedaż opon za pośrednictwem internetu, dzięki czemu dostęp do jej oferty nie jest ograniczony geograficznie. W praktyce dotychczas handel sprowadzał się do obszaru Polski; udział sprzedaży na rynki zagraniczne to w ubiegłym roku około 0,1% przychodów. W najbliższych latach spółka zamierza jednak aktywnie wkraczać na rynki zagraniczne. Na III kwartał br. planowane było rozpoczęcie sprzedaży opon i felg w Niemczech, Czechach i Słowacji. Obecnie spółka realizuje już pierwsze zamówienia z terenu Czech i Słowacji. Dotychczasowy niski udział sprzedaży na rynki zagraniczne nie oznacza jednak, że Oponeo.pl nie jest eksponowane na walutę. Spółka importuje opony i w związku z tym część kosztów generuje w walutach obcych, głównie w euro. W 2006 roku wartość zakupów wyniosła 1,9 mln euro. W tym samym czasie sprzedaż w euro wyniosła 3 tys. Oponeo.pl zabezpiecza się przed ryzykiem kursowym zawierając kontrakty opcyjne. W 2007 roku różnica w wartości przychodów i kosztów walutowych będzie niższa, w kolejnych może okazać się, że pozycja walutowa netto sprzedaży spółki jest długa.

Odbiorcy spółki pozyskiwani są głównie poprzez własną stronę internetową opony.com (około 65% sprzedaży w 2006 roku), inne własne strony internetowe (np. felgi.pl czy motostrada.pl; około 5% sprzedaży), call center (20%, przy czym osoby dzwoniące na call centem zwykle przynajmniej wstępnie zapoznały się z ofertą spółki na stronach internetowych) oraz przy współpracy z największymi polskimi portalami (z którymi spółka tworzy partnerskie działy: opony.interia.pl, opony.money.pl, opony.gratka.pl; w zeszłym roku kanał ten dostarczył około 10% sprzedaży). W tym ostatnim przypadku współpracujące ze spółką portale otrzymują prowizję za dokonane za ich pośrednictwem transakcje.

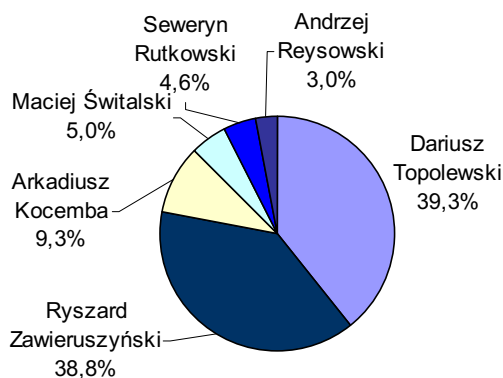
**Kanały dystrybucji Oponeo.pl w 2006 roku**

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Akcjonariat oraz organy zarządzające i nadzorujące

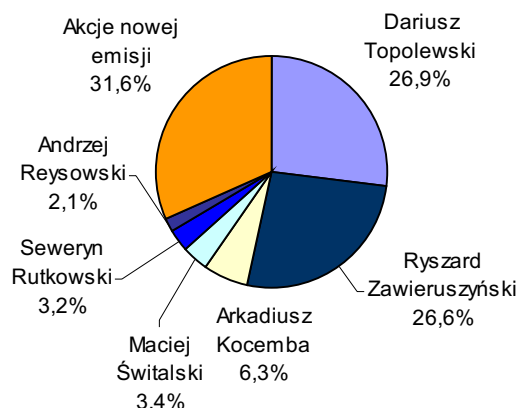
Obecnie akcjonariuszami Oponeo.pl są osoby fizyczne, z których trzy wchodzi w skład zarządu spółki, a trzy - w skład jej rady nadzorczej. Zarząd Oponeo.pl jest trzyosobowy, jej prezesem jest pan Dariusz Topolewski, jednocześnie największy akcjonariusz spółki (39,3% akcji oraz głosów), ponadto akcje spółki posiadają sprawujący funkcję członków zarządu panowie Arkadiusz Kocemba (9,3%) oraz Andrzej Reysowski (3,0%). Drugim pod względem wielkości udziału akcjonariuszem Oponeo.pl, jest pan Ryszard Zawieruszyński, (38,8%) który jednocześnie sprawuje funkcję przewodniczącego rady nadzorczej. Ponadto w radzie nadzorczej zasiada dwóch innych akcjonariuszy spółki: panowie Seweryn Rutkowski i Maciej Świtalski. Łącznie w skład rady nadzorczej wchodzi obecnie pięciu członków.

Statut spółki nie ogranicza liczby członków zarządu, którzy powoływani są na 5-cioletnią kadencję, natomiast liczbę członków rady nadzorczej, której kadencja jest również 5-cioletnia, ustanawia na 3-5 osób, co oznacza, że po emisji akcji liczba członków rady nie ulegnie zmianie.

Obecna struktura akcjonariatu oraz liczby głosów na WZA spółki

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Obecna liczba akcji spółki to 8,676 mln szt. W najbliższym czasie spółka przewiduje wyemitowanie maksymalnie 4 mln akcji. Minimalna liczba akcji nowej emisji to 1 szt. Zakładając, że emisja w pełni dojdzie do skutku, nowe akcje będą miały około 32% udział w podwyższonym kapitale akcyjnym Oponeo.pl. Poniżej przedstawiamy, jak zmieni się wówczas dotychczasowa struktura akcjonariatu.

**Struktura akcjonariatu po emisji**

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Obecni akcjonariusze Oponeo.pl zobowiązali się do niesprzedawania swoich akcji przez okres 12 miesięcy od daty zatwierdzenia prospektu. W ofercie publicznej zaoferowane zostaną wyłącznie akcje nowej emisji.

Cele emisji

Oponeo.pl planuje z emisji nowych akcji pozyskać do 40 mln zł (maksymalna cena emisyjna została ustalona na 10 zł). Pozyskane środki zostaną przeznaczone na budowę systemu CMS, budowę portalu o felgach, stworzenie call-center, budowę centrum logistycznego i nowej siedziby spółki oraz zwiększenie kapitału obrotowego. Poniżej przedstawiamy krótki opis każdego z tych celów.

cele emisji	mln zł
Budowa systemu zarządzania treścią (CMS)	3,5
Budowa portalu o felgach wraz z elementami WEB 2.0 pozwalającymi na tworzenie społeczności internetowych związanych z tuningiem	2,0
Stworzenie call-center	2,5
Budowa centrum logistycznego oraz nowej siedziby	5,0
Zwiększenie kapitału obrotowego	27,0

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Budowa systemu zarządzania treścią (CMS)

Oponeo.pl na system CMS (Content Management System) chce przeznaczyć około 3,5 mln zł. System ten pozwala, obok prezentowania treści na stronach internetowych, na zbudowanie narzędzi umożliwiających podejmowanie optymalnych decyzji zakupowych. System zarządzania treścią to jedna aplikacja lub zestaw aplikacji internetowych pozwalających na łatwe utworzenie oraz późniejszą aktualizację i rozbudowę serwisu WWW przez redakcyjny personel nietechniczny. Podstawowym zadaniem platform CMS jest oddzielenie treści (zawartości informacyjnej serwisu) od wyglądu (sposobu jej prezentacji). Po wprowadzeniu nowych informacji przez uprawnionego redaktora system przenosi je do bazy danych, jednocześnie wypełniając nimi odpowiednie miejsca na stronach WWW. Dzięki temu proces publikacji w internecie jest prosty, a specjaliści mogą skoncentrować się na swojej pracy i korzystać z wybranych przez siebie aplikacji użytkowych. Treści będą prezentowane równolegle w wielu wersjach językowych - polski, niemiecki, angielski, rosyjski, czeski, ukraiński, francuski, włoski, hiszpański, co umożliwi rozszerzenie oferty na rynki zagraniczne. System zostanie zintegrowany z systemem e-commerce, kontrolującym stany magazynowe, dostępność zapasów oraz logistykę. Budowa systemu zarządzania treścią ma zakończyć się w I kwartale 2008 roku.



Budowa portalu o felgach

Wartość inwestycji w portal o felgach, który chce prowadzić Oponeo.pl szacowana jest na około 2 mln zł. Portal będzie zawierał elementy web 2.0 pozwalające na tworzenie społeczności internetowych związanych z tuningiem. Z myślą o producentach felg zostaną opracowane programy partnerskie, pozwalające na zamieszczenie ich oferty w portalu łącznie z rozwiązaniami logistycznymi, umożliwiającymi dostarczenie danej felgi do konkretnego klienta. Zamiarem spółki jest zakończenie budowy portalu o felgach w II kwartale 2008 roku. Efektem będzie wzrost sprzedaży felg oraz innych akcesoriów sprowadzanych na indywidualne zamówienia klientów.

Stworzenie call-center

Oponeo.pl planuje, żeby w nowej siedzibie spółki, kosztem około 2,5 mln zł, utworzyć profesjonalne call center. Dzięki temu zwiększyć się będzie mogła ilość zamówień przyjmowanych telefonicznie, a ponadto call center zostanie zintegrowane z systemami telefonii internetowej, co z kolei doprowadzi do obniżki kosztów prowadzenia działalności. Docelowo konsultanci będą prowadzić rozmowy w wielu językach, tak aby obsługiwać również klientów z rynków zagranicznych. Początkowo rozmowy będą prowadzone w języku polskim, rosyjskim, angielskim, niemieckim. Zakończenie budowy call-center planowane jest w II kwartale 2008 roku. Call center przyspieszy i ułatwi telefoniczne składanie zamówień i reklamacji.

Budowa centrum logistycznego oraz nowej siedziby

Oponeo.pl nabyła w Bydgoszczy 2 działki o łącznej powierzchni 1,6 ha, na których docelowo powstaną centrum logistyczne oraz siedziba spółki. Szacowany koszt inwestycji to około 5 mln zł. Zakupiony teren znajduje się niedaleko dużego węzła drogowego oraz lotniczego, a w odległości 5 km znajdują się także port rzeczny oraz kompleks PKP Cargo. W br. spółka planuje wybudować magazyn o powierzchni 2,3 tys. m², na której będzie można zmagazynować do 100 000 opon. To z kolei umożliwi rozpoczęcie sprzedaży hurtowej oraz obniżenie kosztów dostaw. Na nabytym terenie inwestycyjnym obok powierzchni magazynowej zbudowana zostanie również siedziba firmy o łącznej powierzchni przekraczającej 1 000 m² (obecnie spółka zajmuje 180 m²), co pozwoli na stworzenie dodatkowych miejsc pracy, umiejscowienie profesjonalnego wielojęzycznego call center, serwerowni zgodnej z obowiązującymi standardami bezpieczeństwa danych wraz z systemami zabezpieczeń przeciwpożarowych, dodatkowego zasilania w energię elektryczną. Budowa centrum logistycznego i nowej siedziby ma zostać zakończona w I kwartale 2008 roku. Zwiększenie powierzchni magazynowej pozwoli spółce na lepsze wykorzystanie promocji u dostawców oraz szybszą realizację zamówień.

Zwiększenie kapitału obrotowego

Pozostała część środków pozyskanych przez Oponeo.pl z emisji akcji zostanie przeznaczona na kapitał obrotowy. Spółka planuje dokonywanie bezpośrednich zakupów od krajowych oraz zagranicznych przedstawicieli koncernów oponiarskich, brokerów oponiarskich oraz hurtowni europejskich, wprowadzenie na stan magazynowy felg aluminiowych od producentów europejskich, wprowadzenie do oferty niewielkich partii opon niszowych rozmiarów i marek itp. Wszystkie te działania mają na celu uatrakcyjnienie oferty towarowej i usprawnienie obsługi klientów Oponeo.pl.

Warto zwrócić uwagę, że ekspansja na rynki zagraniczne wymusi konieczność zwiększenia obecnych stanów magazynowych, w ocenie przedstawicieli spółki około trzykrotnie. Oponeo.pl zamierza na potrzeby sprzedaży zagranicznej stworzyć zaplecze magazynowo-logistyczne w postaci 2-3 obiektów outsourcingowanych, rozmieszczonych w różnych krajach Europy. Rozważane są lokalizacje magazynów w centrach logistycznych umiejscowionych w Niemczech, jednym z krajów nadbałtyckich (Litwa, Łotwa lub Estonia) oraz na południu Europy.



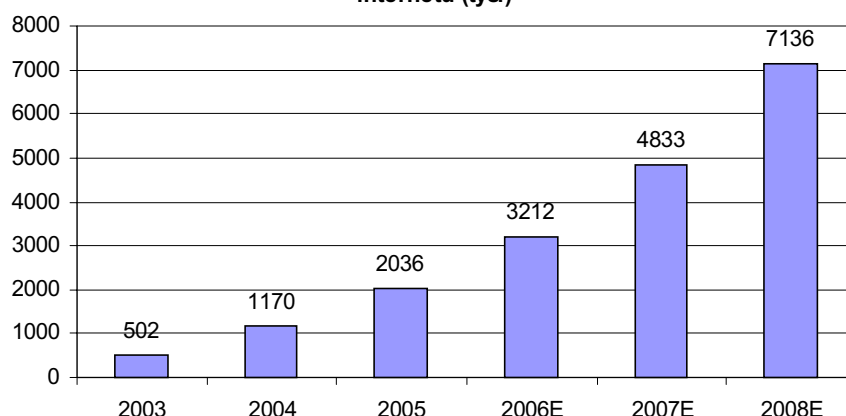
Otoczenie rynkowe spółki

W części tej zdecydowaliśmy się na omówienie dwóch tematów: rynku handlu internetowego oraz rynku opon. Perspektywy obu z nich będą decydujące dla rozwoju spółki, przy czym w naszej ocenie decydujące znaczenie ma tutaj handel poprzez internet.

Rynek handlu internetowego

Rynek usług dostępu do sieci internet w Polsce w roku 2006 wszedł w fazę bardzo dynamicznego rozwoju. Nastąpił znaczny przyrost abonentów, wzrost liczby osób korzystających z internetu oraz wyraźny spadek cen szerokopasmowego dostępu do internetu przy jednoczesnym wzroście popularności usług szerokopasmowych. Liczba abonentów korzystających z internetu w Polsce (dostęp stały) wzrosła do poziomu 3,14 mln, czyli o około 17%. Penetracja sięgnęła 8,24%, przy czym penetracja szybkiego internetu wynosi około 4,5%. Lepiej przedstawiają się te dane, jeśli mierzona będzie liczba osób ogółem korzystających z internetu. Wg różnych źródeł z internetu korzysta w Polsce 11-14 mln użytkowników, a więc 30-36% populacji. Jednocześnie dostęp do internetu posiada 93% przedsiębiorstw (w około połowie przypadków jest to dostęp szerokopasmowy).

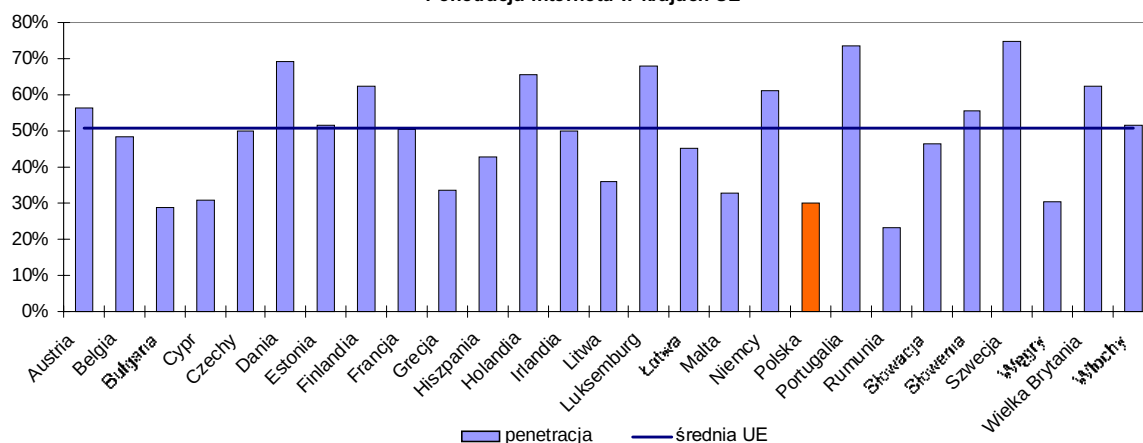
Liczba osób posiadających szerokopasmowy dostęp do internetu (tys.)



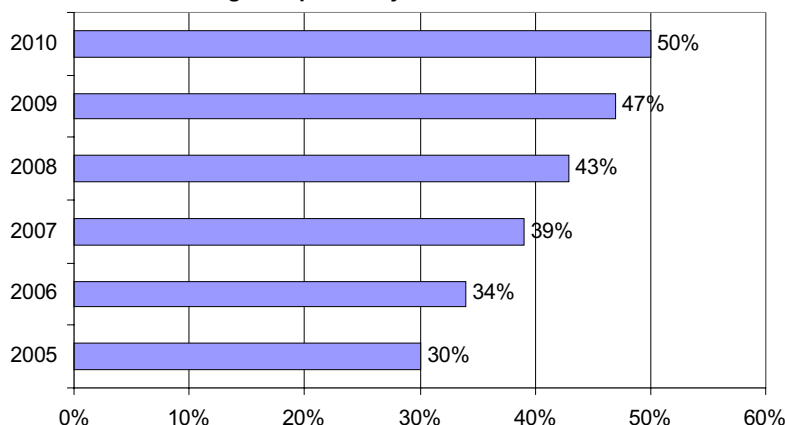
Źródło: DM PKO BP na podstawie Audytetu

W najbliższych latach spodziewany jest dalszy wzrost liczby osób używających internetu. Penetracja liczona jako % populacji korzystającej z internetu sięga w innych krajach UE około 50%. Szacuje się, że w Polsce poziom ten jest realny do osiągnięcia w 2010 roku. Wzrostowi penetracji sprzyjać powinien oczekiwany spadek cen za dostęp do internetu (o 15-20% w ciągu najbliższych dwóch lat).

Penetracja internetu w krajach UE



Źródło: DM PKO BP na podstawie Prospektu emisyjnego za Internet World Stats

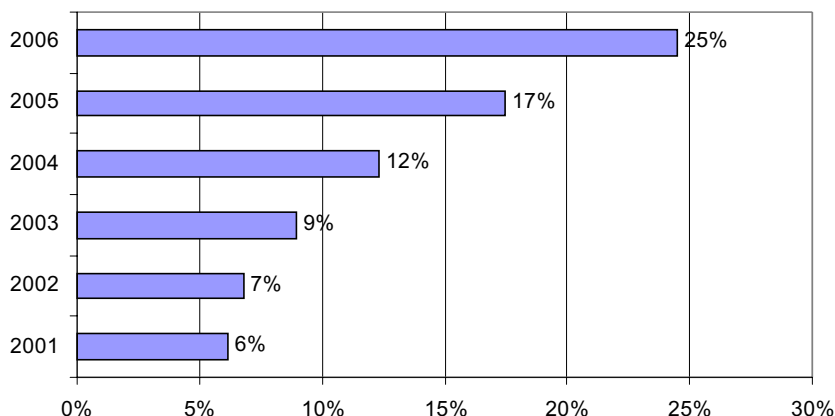
Prognoza penetracji internetu w Polsce


Źródło: DM PKO BP na podstawie Prospektu emisyjnego za ITU

Wartość polskiego handlu w internecie szacowana jest na około 5 mld zł. Nieco ponad połowę tej wartości stanowią aukcje, zaś pozostałą część - sklepy internetowe. Sprzedaż w sklepach online oraz na aukcjach internetowych odpowiada za około 1% wartości całości handlu detalicznego w Polsce. Najczęściej kupowane są książki, płyty, filmy (około 2/3 kupujących dokonuje wyboru tych towarów), sprzęt komputerowy (37%) oraz telefony (30%). Większość klientów przed dokonaniem transakcji dokonuje porównania ofert i przy ostatecznym wyborze sklepu kieruje się ceną oraz wiarygodnością sklepu (na podstawie zebranych opinii od osób wcześniej kupujących w tym miejscu).

Liczba sklepów w polskim internecie szacowana jest na około 2-2,5 tysiąca. Typowy sklep internetowy to zwykle jednostka zatrudniająca co najwyżej 2 osoby. Często sprzedaż internetowa jest dodatkiem do prowadzonej już sprzedaży poprzez tradycyjne punkty detaliczne. Miesięczne obroty w sprzedaży przez internet zwykle nie przekraczają wówczas 10 tys. zł. Sklepy internetowe promują się poprzez współpracę z wyszukiwarkami, obecność w pasażach handlowych i katalogach oraz reklamę w internecie. W Polsce najczęściej rozliczają się z klientami poprzez firmy kurierskie, gdyż kupujący poprzez internet najchętniej regulują płatność przy odbiorze towaru.

Według ocen SMG/KRC NetTrack zakupy za pośrednictwem internetu w Polsce z roku na rok zyskują zwolenników. W ostatnim roku prawie co czwarty Polak korzystający z internetu dokonał zakupów w sklepach internetowych. Poziom ten i tak jest niższy od obserwowanego w innych krajach UE. Dla przykładu w Wielkiej Brytanii wynosił on 71%, w Szwecji - 64%, a w Niemczech - 59%. Trzeba jednak przyznać, że są to kraje o najwyższym udziale klientów internetowych kupujących za pośrednictwem internetu.

Odsetek polskich internautów kupujących za pośrednictwem internetu


Źródło: DM PKO BP na podstawie Prospektu emisyjnego za SMG/KRC NetTrack

Rośnie również odsetek internautów, którzy kiedykolwiek dokonali zakupu w internecie. Wyniósł on w poprzednim roku 55%, czyli o 14 pkt. więcej w porównaniu z rokiem poprzednim. Większą popularnością cieszą się aukcje niż sklepy internetowe: 77% kupujących brało udział w aukcjach, 57% - kupowało za pośrednictwem sklepów internetowych. Blisko 20% kupujących dokonuje zakupów w sieci co najmniej raz w tygodniu, podobna liczba - raz w miesiącu, a ponad 1/3 - kilka razy w roku. Oznacza to, że dość liczna grupa konsumentów najprawdopodobniej jest zadowolona z przeprowadzonych transakcji co sprawia, że dokonuje kolejnych zakupów w internecie. Tylko 1% badanych deklaruje, że będzie kupowało przez internet rzadziej niż dotychczas.

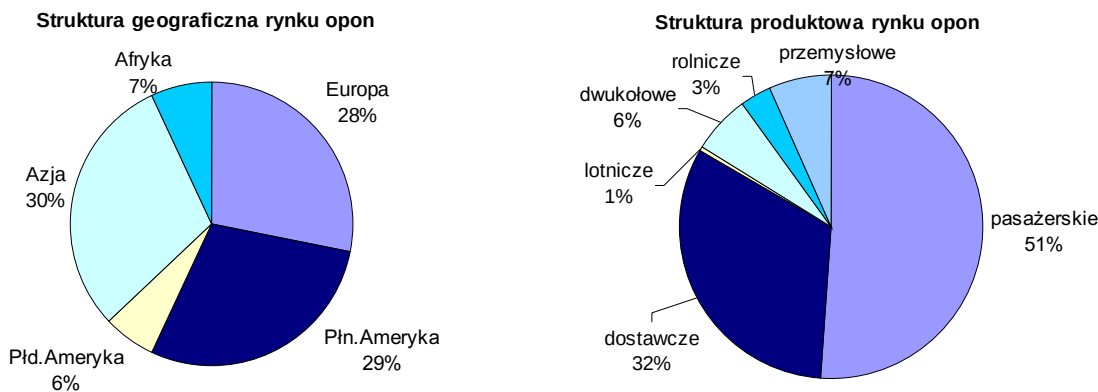
Według prognoz firmy Gemius wartość polskiego handlu w internecie wzrośnie o około 300% do 4 mld euro do 2010 roku. Udział handlu internetowego w wartości handlu detalicznego wyniesie wówczas około 4%.

Wartość rynku handlu oponami online w 2006 roku w Polsce sięgnęła około 50 mln zł. Oponeo.pl jest największym podmiotem na tym rynku. Zarząd spółki szacuje, że w polskim rynku sprzedaży internetowej opon jej udział sięga 60%. Konkurentami Oponeo.pl są przykładowo Baloon.pl, Opony.pl, Netcar.pl.

Rynek oponiarski

Wartość rynku opon na świecie szacowana jest na około 80 mld USD. Jest on mocno skoncentrowany: trzech największych producentów (Michelin, Bridgestone i Goodyear) kontroluje łącznie około 55% rynku. O wartości rynku decyduje głównie rynek wymiany czyli opon nabywanych w celu zastąpienia opon używanych nowymi lub wymiany sezonowej (opony letnie i zimowe), który stanowi 75% wartości sprzedaży. Wartość rynku opon wymiany na świecie rośnie rocznie o 2-3%. Pozostałą część rynku stanowi rynek oryginalnego wyposażenia, którego wielkość jest proporcjonalna do sprzedaży nowych samochodów.

Pod względem przeznaczenia nieco ponad połowę sprzedaży stanowią opony do samochodów osobowych (i lekkich dostawczych), blisko 1/3 stanowią opony do samochodów dostawczych i ciężarowych, pozostałe to opony do pojazdów rolniczych, rowerowych, motocyklowych itp. oraz opony specjalnego wyposażenia.

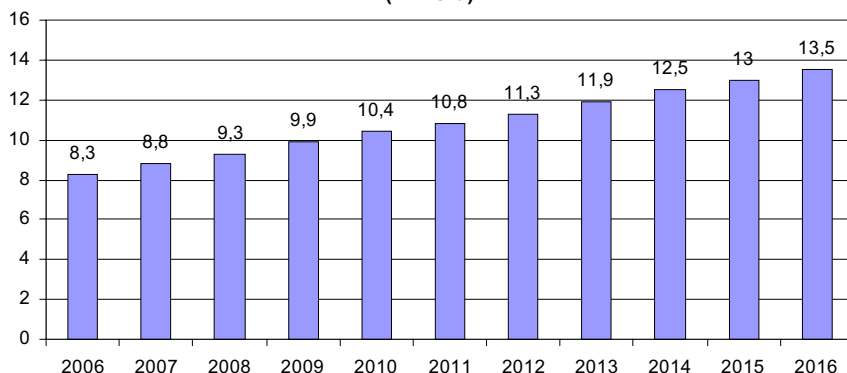


Źródło: Goodyear, Michelin, DM PKO BP

Europejski rynek opon do samochodów osobowych szacowany jest na blisko 250 mln szt. opon w segmencie wymiany oraz około 90 mln szt. opon oryginalnego wyposażenia. Rynek wymiany opon do samochodów dostawczych w Europie liczy około 20 mln szt.

W Polsce wg szacunków Continental w 2006 roku sprzedanych zostało blisko 9 mln opon do samochodów osobowych, dostawczych i 4x4, a w porównaniu z poprzednim rokiem wolumen wzrósł o ponad 16%. Odnosząc tę wielkość do liczby zarejestrowanych samochodów otrzymujemy, że średnio opony wymieniane są co 5-6 lat. Większość sprzedaży egzemplarzowej opon (55%) przypadała na opony letnie, sprzedawane zwykle w II kwartale roku. Perspektywy na najbliższe lata są dobre. Do 2010 roku sprzedaż ilościowa ma zwiększyć się łącznie o około 25%.

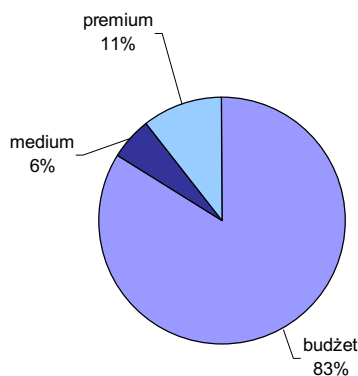
Prognoza wolumenowej sprzedaży opon na rynku polskim
(mln szt.)



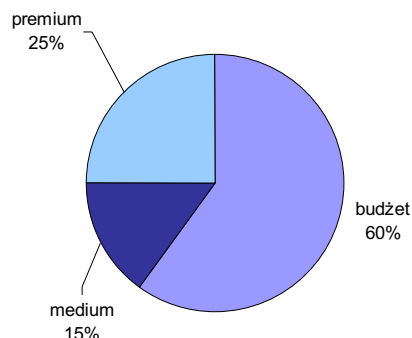
Źródło: DM PKO BP za Prospektem emisyjnym za Continental

Na uwagę zasługuje systematyczny wzrost udziału w sprzedaży opon segmentów medium i premium kosztem segmentu budżet, który wolumenowo nadal dominuje na rynku polskim. Poniżej przedstawiamy, jak podział rynku zmienił się w roku 2005 względem roku 2000. Dla porównania na zachodzie Europy wolumenowy udział opon z segmentu budżet w całości sprzedaży to około 20%, natomiast tzw. marki premium stanowią połowę sprzedaży. Zakładając, że w Polsce nastąpi przesunięcie o jeden segment cenowy (tj. z budżet do medium lub z medium do premium) o 1 pkt.proc. to wartość rynku z tym związana wzrośnie o 5-10 mln zł.

Struktura sprzedaży opon w Polsce w 2000 roku

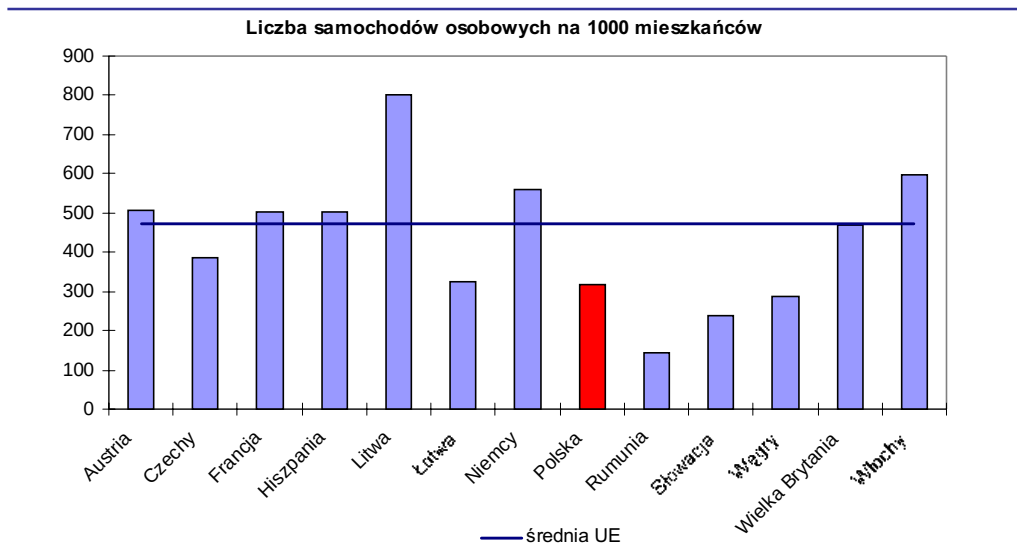


Struktura sprzedaży opon w Polsce w 2005 roku



Źródło: DM PKO BP za Prospektem emisyjnym za Continental

Ponieważ liczba sprzedawanych opon jest i będzie powiązana z ilością zarejestrowanych aut, warto przyjrzeć się jak prezentuje się liczba samochodów w Polsce na tle innych krajów. W naszej ocenie należy liczyć się z dalszym wzrostem liczby zarejestrowanych aut w Polsce (wyniki sprzedażowe koncernów samochodowych od początku roku potwierdzają tę tezę), co w długim okresie będzie sprzyjało wzrostowi rynku wymiany. Pozytywną informacją dla producentów i dystrybutorów opon byłoby również wprowadzenie nakazu wymiany opon w okresie zimowym. Podobny nakaz wprowadziły już niektóre kraje europejskie takie jak Szwecja, Finlandia, Austria, Szwajcaria czy Łotwa. Pomysł taki co jakiś czas dyskutowany jest również w Polsce.



Źródło: DM PKO BP na podstawie Eurostat
średnia UE bez Bułgarii i Rumunii

Dystrybucja opon

Koncerny produkujące opony zwykle nie posiadają dużych stanów zapasów we własnych magazynach. Współpracują one zwykle z wyłącznymi dystrybutorami sprzedaży (danej marki lub grupy marek) na poszczególnych rynkach (spółki te mogą być ich własnością), które zajmują się rozdzieleniem sprzedaży na hurtownie, na których spoczywa ciężar utrzymywania stanów magazynowych. Hurtownie te zajmują się dalszą odsprzedażą opon do mniejszych hurtowni, sieci punktów serwisowych oraz innych sieci sprzedaży (hiper- i supermarkety). Klient indywidualny zwykle nabywa (nowe) opony w punktach serwisowych, autoryzowanych punktach obsługi dealerów samochodowych oraz w innych punktach sprzedaży części motoryzacyjnych.



Oponeo.pl - historia, zasady sprzedaży i czynniki przewagi konkurencyjnej

Historia spółki

Historia spółki sięga 1999 roku, kiedy powstała Citynet Media s.c., która zajmowała się rejestracją wielu domen internetowych (w tym opony.com.pl) i rozpoczęła budowę oponiarskiego portalu branżowego. Sprzedaż opon i felg w oparciu o domenę opony.com.pl spółka rozpoczęła w listopadzie 2001 roku. W październiku 2003 roku ze struktur Citynet Media wyodrębnił się portal opony.com.pl i wtedy też powstała Opony.com Sp. z o.o., która przejęła od Citynet Media kluczowe domeny służące do handlu oponami przez internet oraz odpowiedzialnych za serwisy oponiarskie pracowników. Na początku 2004 roku oferta sprzedaży Opony.pl została poszerzona o łańcuchy śniegowe, sprzęt car audio oraz inne akcesoria motoryzacyjne. W grudniu 2006 roku Opony.com Sp. z o.o. zmieniła firmę na Oponeo.pl Sp. z o.o., natomiast w marcu br. zarejestrowane zostało przekształcenie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną.

Sprzedaż internetowa - zasady, realizacja, obsługa

Od początku działalności spółka pozycjonuje się jako dostawca treści dotyczących jakości, kondycji i eksploatacji opon samochodowych. Na portalu należącym do spółki zgromadzonych zostało, obok artykułów o charakterze poradnikowym, przeszło 20 tys. niezależnych opinii kierowców dotyczących użytkowanych przez nich opon. Użytkownicy stron oponeo.pl mogą ocenić online opony według szczegółowych kryteriów, a powstała w ten sposób baza jest największą w Europie i jedną z większych na świecie. Zarząd spółki ocenia, że dostęp do zgromadzonych opinii jest, obok atrakcyjności cenowej i asortymentowej, głównym czynnikiem wspomagającym sprzedaż opon.

Klientami Oponeo.pl są przede wszystkim odbiorcy indywidualni (98% sprzedaży). Liczba zarejestrowanych klientów indywidualnych w 2006 roku przekroczyła 106 tys., co dało wzrost o 121% w stosunku do roku poprzedniego. Dla porównania liczba klientów flotowych w poprzednim roku wyniosła 1,6 tys., zaś jej wzrost w relacji do roku poprzedniego sięgnął 150%. Warto zwrócić uwagę na fakt, że odbiorcy floty zwykle zamawiają większą liczbę opon, a ponadto napływ zleceń z ich strony jest regularny. Marża realizowana na klientach flotowych bywa nieco niższa niż na indywidualnych, co wiąże się z łatwiejszą obsługą takiego klienta.

Głównymi dostawcami Oponeo.pl są hurtownie handlujące oponami, przede wszystkim działające na terenie Polski. W 2006 roku 10 największych dostawców sprzedało spółce towary o łącznej wartości 21,8 mln zł, a więc blisko 87% całości wartości dostaw. Największy z dostawców odpowiadał za około 18% dostaw do spółki. Uzależnienie wydaje się duże, ale należy pamiętać, że spółka kupuje te same towary u wielu dostawców, co sprawia, że baza czołowych dostawców ulega zmianom, a dominacja w dostawach w danym roku świadczy raczej o atrakcyjności cenowej oferty.

Proces zakupu w sklepie Oponeo.pl obejmuje:

- ☐ zapoznanie się z ofertą spółki przedstawianą na stronach internetowych,
- ☐ złożenie zamówienia przez klienta na stronie internetowej lub przez call center,
- ☐ wybór dostawcy przez Oponeo.pl,
- ☐ dostarczenie zamówionego towaru do klienta i najczęściej dokonanie płatności przy odbiorze (niektóre zamówienia są opłacane lub co najmniej przedpłacone przed wysyłką).

Po sfinalizowaniu zakupu spółka świadczy usługi związane z gwarancją zakupu i towaru. Wtedy też klient proszony jest o wyrażenie opinii dotyczącej procesu sprzedaży i dostawy, a po upływie roku od daty zakupu - o wystawienie oceny użytkowanym przez siebie oponom. Poniżej omówimy kolejne kroki realizowane w procesie sprzedaży.

Zapoznanie się z ofertą Oponeo.pl

Jak już wcześniej wspominaliśmy na stronach Oponeo.pl zgromadzona jest i może być przeglądana przez użytkowników największa w Europie baza ocen użytkowników opon (w języku polskim). Dodatkowo strony zamieszczają narzędzia ułatwiające dobranie odpowiednich opon do każdego pojazdu: kreator doboru opon do konkretnego modelu samochodu (umożliwia sprawdzenie nominalnego rozmiaru opon montowanych w pojeździe fabrycznie), kalkulator służący do obliczania rozmiarów opon alternatywnych dla oryginalnego, konfigurator felg



aluminiowych (pozwala na sprawdzenie, jak będzie wyglądał wybrany model samochodu z zamontowanymi felgami z oferty sklepu internetowego; w przyszłości będzie możliwe sprawdzenie online jak z poszczególnymi felgami będzie wyglądał samochód należący do klienta - oczywiście po dodaniu do systemu zdjęcia profilu konkretnego pojazdu). Szeroki zakres informacji oraz unikalne narzędzia (konfigurator felg w oparciu o zdjęcie własnego samochodu) zamieszczone na stronach Oponeo.pl powodują wzrost popularności serwisu i przyciągają na strony potencjalnych klientów, którzy poznają ofertę spółki. Poniżej przedstawiamy jak w ostatnich trzech latach zmieniała się liczba unikalnych użytkowników oraz odsłon na stronach serwisów spółki.

	2004	2005	2006
liczba unikalnych użytkowników (tys.)	330,32	769,71	1596,57
liczba odsłon (mln)	7,04	16,87	28,29
liczba odsłon na użytkownika	21,3	21,9	17,7

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

W przypadku sklepu internetowego to jednak nie liczba odsłon na użytkownika ma znaczenie (wskaźniki taki jest liczony bardziej na potrzeby sprzedaży reklamy na stronach internetowych), a liczba osób, które podczas wizyty na stronie zdecydują się na dokonanie zakupów. Pokazuje to tzw. wskaźnik konwersji, który dla Oponeo.pl wynosi około 3%. Trudno jest jednoznacznie stwierdzić czy poziom ten jest atrakcyjny, gdyż sklepy internetowe najczęściej nie podają takich informacji. Przykładowo dla dwóch amerykańskich sklepów online Lane Bryant i KingSizeDirect przekracza on 20%, ale sklepy te oferują specyficzny produkt (odzież w dużych i bardzo dużych rozmiarach) i można oczekiwać, że osoby wchodzą tam celowo dla dokonania zakupów, gdyż mogą nie mieć większej alternatywy zakupu odzieży w tradycyjnych sklepach. W naszej ocenie w sklepach podobnych do Oponeo, w których produkt jest mocno wystandaryzowany (i taki sam można kupić również w innych miejscach), a dodatkowo na stronach znajduje się duża ilość informacji, które mogą przyciągać nie tylko potencjalnych kupujących, współczynnik konwersji jest dość niski i wynosi właśnie kilka %.

Obok własnych stron internetowych spółki, przez które pozyskuje ona około 70% sprzedaży, spółka współpracuje również z innymi portalami i witrynami i stara się o korzystną pozycję w popularnych wyszukiwarkach cenowych. Swoje wątpliwości co do terminów czy kosztów zakupu opon zainteresowani mogą również wyjaśniać poprzez infolinię.

Złożenie zamówienia

Złożenie zamówienia odbywa się na stronach internetowych, gdzie kupujący krok po kroku wypełnia formularz zamówienia. Klient określa wówczas ile i jakiej marki/rozmiaru opon chce zamówić, wybiera formę płatności oraz wskazuje miejsce dostawy. Część klientów spółki w celu złożenia zamówienia wybiera obsługę przez call center, gdzie może dodatkowo skorzystać z porad ekspertów w celu wyboru optymalnego dla siebie towaru. Obecnie liczba operatorów koniecznych do zapewnienia odpowiedniego poziomu obsługi infolinii Oponeo.pl waha się od 5 osób w miesiącach najniższego natężenia rozmów przychodzących, do 10 osób w szczycie sezonu jesienno-zimowego, gdy ilość połączeń przychodzących dochodzi do 300 na godzinę.

Wybór dostawcy przez Oponeo.pl

Zamówienia składane przez klientów są realizowane przez spółkę w oparciu o zasoby magazynu własnego oraz poprzez sieć partnerów hurtowych o różnym poziomie integracji z systemem sprzedażowym spółki. Operator Działu Obsługi Klienta ma bezpośredni wgląd do poziomu i rodzaju stanów magazynowych spółki, co pozwala na maksymalne skrócenie czasu obsługi. Podczas tej procedury operatorzy przeprowadzają więc tylko weryfikację klientów, po której następuje wygenerowanie dokumentów przewozowych dla zewnętrznej firmy kurierskiej i wysyłka. Jeśli zamówione przez klienta opony nie są dostępne poprzez magazyn własny, wówczas towar zamówiony przez klienta Oponeo.pl jest widoczny w systemie IT udostępnianym dla wszystkich zalogowanych partnerów zewnętrznych. Daje im to możliwość zaznaczania w systemie gotowości do realizacji poszczególnego zamówienia w zależności od posiadania towaru na stanie. Niektórzy partnerzy Oponeo.pl mają system zintegrowany ze spółką, co pozwala im na automatyczne bądź ręczne uaktualnianie informacji dotyczących posiadanych stanów magazynowych. Operator Działu Obsługi Klienta porównując warunki płatności i dostawy partnerów posiadających określone opony na stanie dokonuje wyboru jednego z nich. W tej sytuacji towar spółce kurierskiej zostaje wydany bezpośrednio z magazynu partnera. Minusem tego rozwiązania jest długi niekiedy czas oczekiwania na zaznaczenie przez partnerów dostępności opon pokrywających realizację zamówień. Często zdarza się, że operatorzy Działu



Obsługi ustalają dostępność towaru u poszczególnych partnerów tradycyjnymi metodami (kontakt telefoniczny), co jednak zwykle nie wpływa na czas realizacji zamówień (średnio w 96% zamówień wybór dostawcy następuje tego samego dnia, w którym wpływa zamówienie a wysyłka towaru następuje następnego dnia roboczego).

Przesłanie zamówionego towaru do klienta i płatność za towar

Po wyborze miejsca, z którego towar zostanie pobrany, przygotowywane są dokumenty przewozowe oraz towar do wysyłki, a następnie ma miejsce wysyłka za pomocą zewnętrznych firm kurierskich DHL lub GLS/Masterlink. W momencie gdy towar jest odbierany z własnego magazynu spółki, dokumenty wydawane są przez pracowników Oponeo.pl, natomiast w pozostałych przypadkach partnerzy spółki z poziomu użytkownika systemu IT drukują dokumenty przewozowe dla przydzielonych im zamówień, przygotowują towar do wysyłki oraz przekazują go kurierom. Każdy list przewozowy wygenerowany z systemu obsługi zamówień Oponeo.pl jest śledzony w systemie trackingowym firmy kurierskiej, a dzięki integracji obu systemów odbiór przesyłki z towarem przez klienta zostaje automatycznie zarejestrowany i skutkuje zmianą statusu zamówienia na "odebrane". System ten pozwala więc jednocześnie na precyzyjne informowanie klientów o statusie ich zamówienia oraz o etapie realizacji dostawy towaru. Niezależnie od miejsca nadania przesyłki obsługa logistyczna jest realizowana według warunków umowy pomiędzy Oponeo.pl a firmą kurierską. Koszt przesyłki wliczony jest w cenę towaru. Miejsce odbioru opon ustalane jest przez klienta (zwykle są one dostarczane do miejsca jego zamieszkania), na uwagę zasługuje fakt, że spółka planuje nawiązanie bezpośredniej współpracy z punktami serwisowymi, w których zwykle oponę się wymienia, co uprości odbiorcom procedurę zakupu i wymiany opon (opon zwykle nie kupuje się na zapas, zakup jest podyktowany szybką potrzebą wymiany).

Zwykle (w 80% zamówień) podczas odbioru towaru klient dokonuje również płatności za towar. Kwota pobrana gotówką od klienta przez kuriera firmy zewnętrznej zazwyczaj jest przekazywana przelewem na konto Oponeo.pl przed upływem 7 dni roboczych od daty pobrania.

Kilkanaście % płatności jest realizowanych przelewem. Forma ta obowiązuje w przypadku pozytywnie zweryfikowanych klientów flotowych, a także w przypadku przedpłaty przelewem przed dostarczeniem zamówionego towaru na podstawie faktury pro forma. Niewielka grupa klientów (3,5% w roku 2006) dokonuje płatności kartą. W tym przypadku firma Polcard potrąca od kwoty transakcji opłatę prowizyjną w wysokości 2,5%.

Czas, w którym zamówienie jest realizowane, zwykle sięga 1-4 dni roboczych, ale nie jest to regułą i zależy od rodzaju towaru i jego lokalizacji. Zdarza się, że klient jest informowany że jego zamówienie może zostać zrealizowane w znacznie dłuższym czasie (kilka tygodni), gdyż konieczne jest sprowadzenie towaru spoza Polski. W tym przypadku Oponeo.pl wymaga zwykle przedpłaty części lub całości wartości zamówienia w celu potwierdzenia zamiaru ostatecznego nabycia towaru.

Obsługa posprzedażowa

Wszelkie zwroty, reklamacje dotyczące wysyłki (towar niezgodny z zamówieniem) wyjaśniają pracownicy sekcji interwencji. Oni też obsługują zwroty, które zgodnie z ustawą o handlu na odległość mogą mieć miejsce w ciągu 10 dni roboczych od daty dostarczenia przesyłki. W zależności od typu zwrotu (niezawinione przez odbiorcę czy też rezygnacja z zakupu) towar zostaje odebrany i ewentualnie dostarczony ponownie na koszt jednej ze stron transakcji. W przypadku rezygnacji z umowy sprzedaży kwota transakcji (pomniejszona o koszt powrotnej wysyłki opon do magazynu) jest zwracana klientowi nie później niż w terminie 14 dni od daty otrzymania od klienta oświadczenia o odstąpieniu od umowy.

W przypadku reklamacji opon marek, posiadających oficjalnych dystrybutorów w Polsce, są one przekazywane ich regionalnym rzeczoznawcom. W przypadku marek opon importowanych samodzielnie przez Oponeo.pl istnieje konieczność dokonania ekspertyzy opony w siedzibie spółki i wówczas konieczne jest przesłanie (wadliwej) opony również za pośrednictwem zewnętrznej firmy kurierskiej. Klient zgłasza telefonicznie lub e-mailem roszczenie gwarancyjne, wydaje oponę umówionemu kurierowi, a po uwzględnieniu gwarancji otrzymuje nową oponę nie ponosząc żadnych kosztów wysyłki. W przypadku gdy roszczenie nie jest zasadne, opona jest mu zwracana a dodatkowo jest on obciążany wszystkimi kosztami wysyłki opony.

Po zakończeniu transakcji klienci mają możliwość ocenienia transakcji, dostawy, jak również poziomu obsługi w serwisie, w którym dokonywany był montaż ogumienia oraz inne czynności serwisowe, jak np. wyważanie czy prostowanie obręczy. W ten sposób Oponeo.pl nie tylko



monitoruje i ewentualnie poprawia cały proces sprzedaży, ale również może polecać sprawdzone punkty obsługi czy też, po ustalonym okresie użytkowania opony (1 rok od daty zakupu), przypomina klientowi o możliwości wystawienia własnej oceny opon. Większość klientów korzystających z bazy opinii przed dokonaniem zakupu wprowadza później do bazy własną, subiektywną ocenę zakupionych opon. Chociaż użytkownicy ci częściej korzystają z narzędzi online w celach informacyjnych niż transakcyjnych, to w przyszłości czynnik ten może zdecydować o wyborze miejsca zakupu. Obecnie z systemu oceny sklepu po transakcji korzysta około 40% obsługiwanych klientów. Średnia ocena sklepu wynosi nieco powyżej 9 punktów w 10-stopniowej skali. Około 20% klientów dokonuje zwrotnej oceny użytkowanych opon, które zakupili wcześniej w sklepach internetowych spółki.

Czynniki przewagi konkurencyjnej

Niewątpliwie jednym z najważniejszych czynników sukcesu Oponeo.pl jest szeroka oferta handlowa. Obejmuje ona 111 marek opon, podczas gdy u wicelidera rynku liczba ta sięga 45. Oferta konkurentów jest ponadto węższa pod względem asortymentu innego niż opony. Większość podmiotów sprzedaje jedynie opony i felgi. Zarząd spółki szacuje, że w polskim rynku sprzedaży internetowej opon udział Oponeo.pl sięga około 60%. Najważniejszymi konkurentami Oponeo.pl są Baloon.pl, Opony.pl, Netcar.pl.

Obok szerokiej oferty czynnikiem kluczowym dla wyboru sklepu w internecie są zwykłe cena oraz warunki dostawy. Specjaliści z Oponeo.pl na bieżąco śledzą pozycjonowanie oferty spółki w wyszukiwarkach oraz na stronach porównujących ceny produktów u różnych sprzedawców i są w stanie natychmiastowo zareagować i modyfikować ofertę tak, by zajmowała ona czołowe miejsca w wyszukiwarkach oraz przy porównaniu ofert z różnych sklepów internetowych.

Jak już wcześniej wspominaliśmy, użytkownicy stron internetowych spółki przyciągani są ich szeroką zawartością merytoryczną, narzędziami wspomagającymi wybór opony oraz potrzebą poznania opinii innych użytkowników lub podzielenia się z nimi posiadaną wiedzą. Dużą popularnością użytkowników cieszy się również bezpłatna "Tablica ogłoszeń" pozwalająca na umieszczanie ofert kupna, sprzedaży lub zamiany dowolnych opon, felg lub urządzeń i akcesoriów wyposażenia serwisów. Codzienne na strony Tablicy napływa od kilkunastu do kilkudziesięciu ogłoszeń. Kofirgurator felg aluminiowych (pozwalający sprawdzić jak będzie wyglądał samochód konkretnego użytkownika z dowolnymi pasującymi do tego auta wzorami felg), który ma zacząć działać w perspektywie roku również powstaje jako odpowiedź na zapotrzebowanie użytkowników portalu i ma przyciągnąć nowych użytkowników i potencjalnych klientów. Oponeo.pl będzie pierwszym posiadającym takie narzędzie portalem, gdyż jak przyznaje zarząd wykonanie tego narzędzia jest technologicznie skomplikowane ze względu na konieczność standaryzacji fotografii samochodu w czasie rzeczywistym podczas wprowadzania jej do systemu.

Oponeo.pl jest jednym z niewielu sklepów internetowych, które spełnia wszystkie warunki ustaw regulujących sprzedaż na odległość: na stronach spółki zamieszczony jest regulamin, który precyzuje, że na zwrot towaru klient ma 10 dni roboczych, podaje pełną nazwę firmy, adres i kontakt telefoniczny oraz e-mailowy. Część spółek działających w internecie podaje niepełne dane lub unika podania firmy, gdyż prowadzi również sprzedaż tradycyjną (hurt lub detal) i nie chce/nie może proponować cen w internecie niższych niż w hurtowni/sklepie. Szacuje się, że co 7 sklep internetowy nie podaje swojego adresu, podobny odsetek nie podaje w ogóle kosztu dostawy, a ponad 40% przedstawia koszt zakupu w sposób niejednoznaczny.

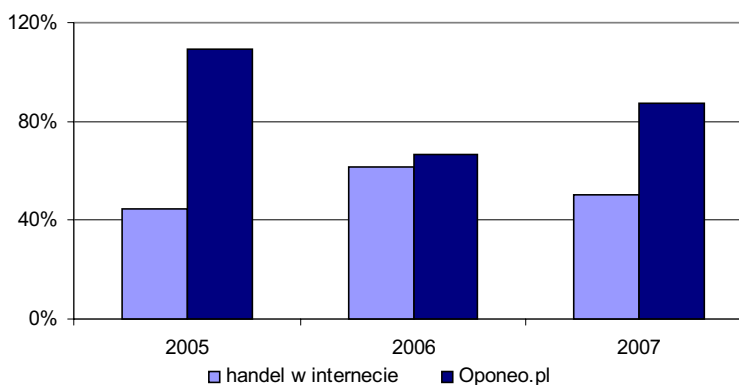
Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że to co widać na zewnątrz, czyli oferta oraz jej pozycjonowanie, zawartość merytoryczna portalu oraz fora dyskusyjne, narzędzia do oceny i wyboru opon oraz felg to efekt pracy doświadczonej kadry informatycznej, którą posiada Oponeo.pl. W naszej ocenie dobra motywacja pracowników jest w biznesie takim jak prowadzi Oponeo.pl kluczowa. To oni pracują nad bezpiecznymi narzędziami i systemami, których używa spółka oraz - pośrednio i bezpośrednio - użytkownicy jej portalu oraz klienci. Tworzą narzędzia, za pomocą których analizowane i porównywane są oferty konkurencji, badane jest zapotrzebowanie na opony różnego typu, oceniane są poszczególne transakcje czy osoby je obsługujące, dzięki czemu można szybko zareagować na zmieniające się oczekiwania rynku. Na koniec 2006 roku zatrudnienie w Oponeo.pl wynosiło 24 osoby, co dawało średnią miesięczną pensję za rok 2006 w wysokości 2,6 tys. zł. Sześć spośród tych osób to programiści i graficy i w ich przypadku wynagrodzenie jest znacznie wyższe. W naszej ocenie spółka powinna liczyć się ze wzrostem wynagrodzeń w najbliższych 3 latach tak, aby średnia przekroczyła 4 tys. zł. Rosła będzie również liczba zatrudnionych osób, już w maju br. sięgnęła ona 31 osób (nowe osoby to głównie programiści, którzy pracują nad nową ofertą spółki).



Wyniki i prognozy finansowe

W dalszej części analizy przedstawiamy dotychczasowe wyniki Oponeo.pl oraz nasze oczekiwania co do tego, jak wyniki te mogą prezentować się w najbliższych latach. Prognozowanie w przypadku takiej spółki jak Oponeo.pl jest o tyle utrudnione, że wielkość przychodów spółki nie zależy od tego jak w Polsce będzie rozwijał się rynek opon, sprzedaż nowych czy sprowadzanych zza granicy samochodów czy też innych artykułów motoryzacyjnych, ale w głównej mierze związana jest ze wzrostem popularności zakupów przez internet. Biorąc pod uwagę dynamikę, z jaką handel internetowy rozwijał się przez ostatnie lata, można powiedzieć, że nawet spadek rynku opon nie znalazłby zapewne odzwierciedlenia w proporcjonalnym zmniejszeniu przychodów spółki (a oczekiwany jest około 25% wzrost polskiego rynku opon do roku 2010). Nie mamy zatem wątpliwości, że w najbliższych latach będziemy mieli do czynienia z systematycznym zwiększaniem obrotów Oponeo.pl, pytaniem pozostaje jaka będzie skala tych wzrostów. Ponieważ wolimy pozostać konserwatywni w naszych szacunkach, przyznajemy jednocześnie, że możemy ostatecznie niedoszacować możliwych wzrostów, zwłaszcza, że Oponeo.pl rozpoczyna właśnie lub planuje rozpocząć w najbliższym czasie sprzedaż na szerszą skalę poza granicami Polski (strony internetowe w językach odpowiednich dla poszczególnych rynków będących targetami spółki), a nie chcielibyśmy w tym miejscu przesądzać o powodzeniu lub nie projektów sprzedaży poza Polską.

Dynamika wzrostu e-commerce oraz przychodów Oponeo.pl



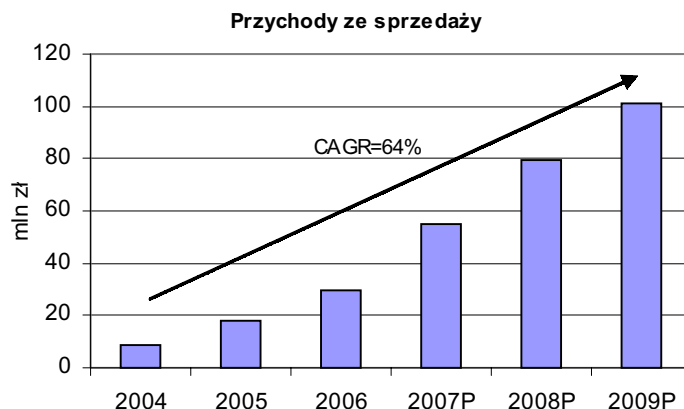
Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

Historia Oponeo.pl jest dość krótka, tym niemniej warto zwrócić uwagę, że spółka notuje wzrost przychodów przewyższający dynamikę wzrostu handlu w internecie. Na pewno częściowo jest to efekt niskiej bazy, z drugiej strony wierzymy, że działania podejmowane przez spółkę sprawią, że w najbliższych latach dynamika wzrostu przychodów Oponeo.pl pozostanie wysoka.

Rok obrotowy za 2004 rok obejmuje okres od 19 września 2003 do końca grudnia 2004 roku. Rok 2004 nie jest więc w pełni porównywalny z następnymi. Dodatkowo w roku tym zaniżona została wielkość przychodów, gdyż początkowo część transakcji Oponeo.pl rozliczało jako różnicę pomiędzy ceną sprzedaży opon klientowi ostatecznemu a ceną zakupu od hurtownika (system prowizyjny).

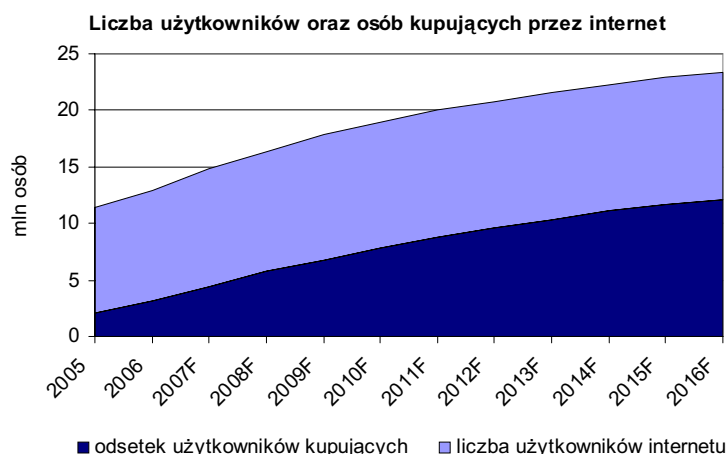
Przychody ze sprzedaży

W ostatnim roku przychody Oponeo.pl wyniosły około 30 mln zł, co oznacza wzrost w porównaniu z poprzednim rokiem o 66%. Rok wcześniej przychody spółki również rosły istotnie - zostały podwojone.



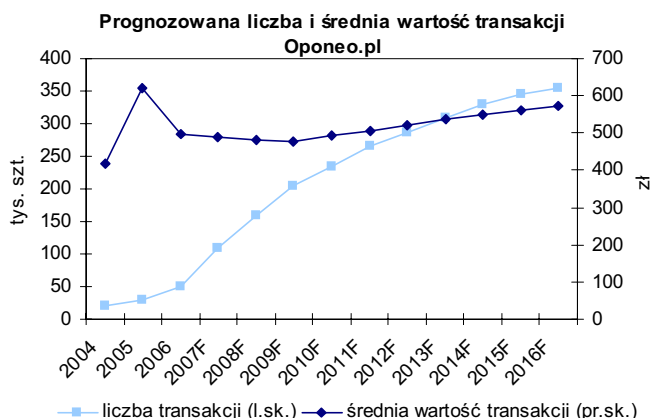
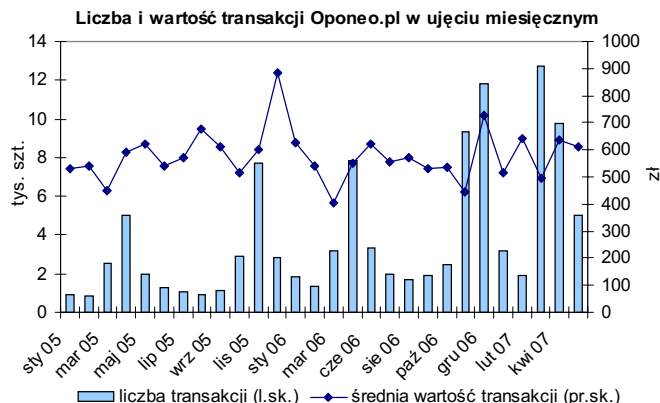
Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

Nasze prognozy przychodów dla spółki oparliśmy o założenia dotyczące wzrostu penetracji internetu w Polsce oraz oczekiwanego wzrostu sprzedaży online. Zgodnie z oczekiwaniami specjalistów rynku zakładamy, że penetracja internetu w Polsce wyniesie 50% w roku 2010, a po tym czasie będzie nadal rosła, natomiast tempo wzrostu będzie spadać. W ostatnim roku prognozy penetracja wyniesie 62%, co w naszej ocenie jest założeniem konserwatywnym. Niewątpliwie rósł będzie również odsetek internatów dokonujących w kolejnych latach zakupów w sieci. W 2006 roku było to około 25%, na koniec prognozy zakładamy, że poziom ten sięgnie 52%. Jak już wspominaliśmy są kraje, w których odsetek internautów dokonujących zakupów przekracza już teraz 50% (np. Niemcy - 59%).



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych rynkowych i prognoz własnych

Założenia dotyczące wzrostu penetracji oraz odsetka kupujących przez internet odnieśliśmy bezpośrednio na prognozy liczby kupujących poprzez Oponeo.pl w Polsce. Dodatkowo założyliśmy, że poza granicami Polski spółka pozyska klientów, których liczba docelowo od 2009 roku sięgnie 30% liczby klientów w Polsce (wcześniej będzie to odpowiednio 10% i 20% w latach 2007-2008), przy czym średnia cena zakupu zarówno w Polsce jak i poza jej granicami będzie porównywalna. Poniżej przedstawiamy jak kształtują się nasze założenia dotyczące całkowitej liczby umów sprzedaży zawieranych przez Oponeo.pl oraz wartość 1 umowy w cenach sprzedaży.



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

Przeciętne zamówienie Oponeo.pl opiewa na 3,2 opony, co przy średniej cenie 1 opony w wysokości 150-170 zł daje wartość całego zamówienia na poziomie około 480-550 zł. Wg naszych szacunków wartość przeciętnego zamówienia w spółce w latach 2004-2006 wynosiła 400-600 zł. Poniżej przedstawiamy jak zmieniała się liczba klientów spółki w latach 2004-2006 i jak na tym tle przedstawiał się przychód na klienta.

	2004	2005	2006
Indywidualni (narastająco)	20 000	48 000	106 000
Indywidualni (rocznie)	20 000	28 000	58 000
Flotowi (narastająco)	220	640	1 600
Flotowi (rocznie)	220	420	960
razem (rocznie)	20 220	28 420	58 960
przychody (tys. zł)	8 501	17 789	29 830
przychód/klienta (zł)	420,4	625,9	505,9

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Zaznaczamy, że poniższe obliczenia są szacunkowe, gdyż jest możliwe, że niektórzy klienci składali zamówienia dwu- lub trzykrotnie w ciągu roku, co gdybyśmy dysponowali dostatecznymi danymi, żeby to ująć, spowodowałoby spadek wartości transakcji. Z drugiej strony część klientów Oponeo.pl mogła ostatecznie odstąpić od transakcji, co z kolei oznaczałoby zawyżenie kwoty przychodu na klienta (zostali zarejestrowani i policzeni jako klienci, ale nic nie kupili w sklepie spółki). Niski przychód na klienta w roku 2004 to efekt realizowania przez spółkę części przychodów w postaci prowizji, przez co w pozycji przychody nie została odnotowana pełna kwota transakcji a jedynie różnica pomiędzy ceną sprzedaży a zakupu towarów przez Oponeo.pl.

Zwracamy też uwagę, że wartość transakcji zapewne mocno się różni w przypadku klientów indywidualnych oraz flotowych. W ostatnich latach nieco szybciej przyrastała liczba klientów flotowych niż indywidualnych i gdyby tendencja ta się utrzymała mogłoby mieć to wpływ na



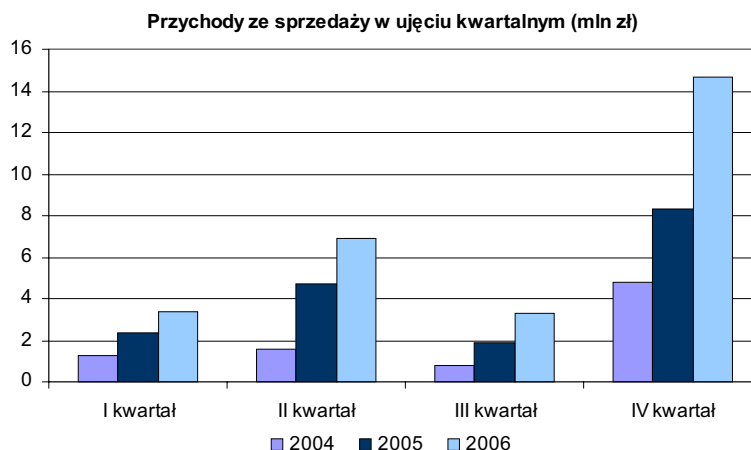
zwiększenie średniego poziomu transakcji przyjętego w naszych prognozach. Biorąc jednak pod uwagę strukturę sprzedaży (98% sprzedaży to klienci indywidualni), ewentualny błędny szacunek wynikający z założenia że liczba klientów indywidualnych i flotowych będzie rosła w takim samym tempie, jest minimalny.

Sądzymy, że w najbliższych kilku latach można oczekiwać niewielkiego spadku wartości średniego zamówienia, co związane jest z faktem, że zakupy poprzez internet są coraz popularniejsze i korzystający z tego kanału handlu decydują się na zawarcie transakcji o coraz niższych wartościach. Ponadto warto zauważyć, że w miarę jak dostęp do internetu jest coraz tańszy, do sieci włącza się coraz więcej osób, które mogą przy wyborze towaru kierować się nie tylko różnicą cenową, jaką zyskują w porównaniu do zakupów poprzez tradycyjne kanały dystrybucji (zwykle jest to kilkanaście %), ale po prostu wybierać towary znajdujące się w dolnej grupie cenowej danego produktu (tzw. sektor budżet). W długim okresie wydaje się, że ryzyko spadku wartości transakcji (oczywiście przy obecnej ofercie spółki) jest niewielkie. Producenci samochodów stosują coraz większe (zarówno jeśli chodzi o średnicę, jak i szerokość) opony, ponadto zwiększają się indeksy prędkości, a to oznacza wyższe ceny. Można się również spodziewać, że w Oponeo.pl rosla będzie sprzedaż felg samochodowych (po udostępnieniu nowoczesnego konfiguratora felg), których cena za komplet przekracza 1000 zł.

Zarząd spółki szacuje, że w br. w okresie styczeń-maj średnia wartość transakcji wyniosła 567 zł i w porównaniu z tym samym okresem roku poprzedniego wzrosła o blisko 4%. Była też zbliżona do poziomu osiągniętego w tym samym okresie 2005 roku. Nie jest wykluczone, że w całym br. wartość transakcji będzie nieco wyższa od zakładanej przez nas, ale jak pokazują liczby, pierwsze miesiące roku nie przesądzą całorocznej średniej o wielkości transakcji, a na jej poziom w dużej mierze wpływa sprzedaż realizowana w II połowie roku (sezon na opony zimowe).

Sezonowość sprzedaży

Najlepszym okresem na rynku opon jest zwykle ostatni kwartał roku, kiedy to odbiorcy opon przygotowują się lub rozpoczynają sezon zimowy wymieniając opony letnie na zimowe, co często wiąże się z koniecznością ich zakupu. W okresie tym zwiększa się sezonowo popyt na felgi stalowe (lepiej przygotowane do zimowych warunków) oraz łańcuchy antypoślizgowe na koła. Drugim dobrym okresem w sprzedaży opon jest przełom zimy i wiosny i konieczność wymiany opon na letnie.



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

W celu zminimalizowania wpływu sezonowości na wyniki spółki, w okresie kiedy sprzedaż spada (czerwiec-wrzesień) podejmowane są akcje promocyjne (system rabatów, mailingi reklamowe do klientów znajdujących się w bazie danych, konkursy z nagrodami).

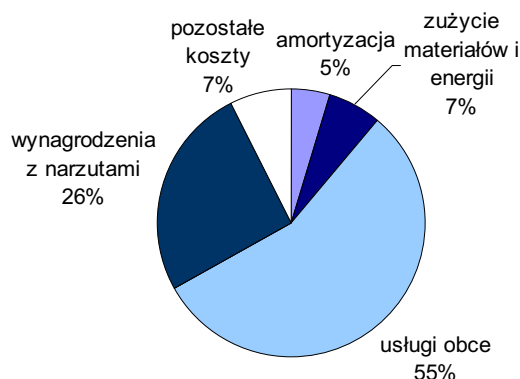
Struktura kosztów

Charakter działalności prowadzonej przez Oponeo.pl przesądza o strukturze jej kosztów. Podstawowym kosztem rodzajowym spółki są usługi obce. Większość z nich związana jest z obsługą dostaw do klientów (firmy kurierskie). Można spodziewać się, że usługi obce również w



przyszłości będą dominowały w kosztach rodzajowych spółki: ich wzrost powinien być proporcjonalny do wzrostu liczby klientów i przychodów, aczkolwiek przy zwiększeniu liczby obsługiwanych transakcji Oponeo.pl może wynegocjować nieco korzystniejsze stawki z firmami kurierskimi, co zakładamy, że będzie miało miejsce już w bieżącym roku.

Struktura kosztów rodzajowych Oponeo.pl



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl

Kolejną ważną pozycją są wynagrodzenia z narzutami i ta pozycja w naszej ocenie również będzie odznaczała się wzrostem, aczkolwiek jego poziom będzie niższy od wzrostu sprzedaży. Jak już wspomnieliśmy w związku z planowanym rozwojem w bieżącym roku spółka zatrudniła już 7 dodatkowych osób (głównie programistów i grafików, których płace są wyższe od średniej), a należy zakładać, że w celu obsłużenia kolejnych klientów których spółka chce pozyskać (w szczególności klientów zagranicznych), zatrudnienie nadal będzie rosło. Zakładamy, że docelowy poziom to 50 osób i zostanie on osiągnięty w 2010 roku.

Wśród kosztów rodzajowych szybki wzrost zapewne zanotuje też amortyzacja. W 2008 roku w spółce ma rozpocząć funkcjonowanie system CMS, na który spółka przeznaczy około 3,5 mln zł, duże inwestycje (odpowiednio 2 mln i 2,5 mln zł) realizowane będą również na potrzeby budowy portalu o felgach oraz stworzenie call center. Można spodziewać się, że część tych inwestycji wejdzie w bieżące koszty grupy, pozostałe wpłyną bezpośrednio na zwiększenie poziomu amortyzacji. Budowa centrum logistycznego oraz siedziby spółki (łącznie 5 mln zł) ma w tym przypadku mniejsze znaczenie, gdyż amortyzacja będzie rozłożona na znacznie dłuższy okres (40 lat vs. do 5 w przypadku wartości materialnych i prawnych).

Marże

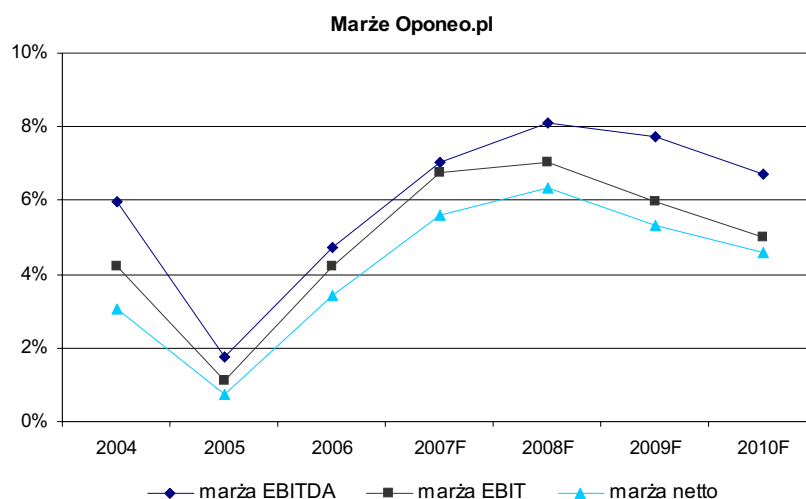
W ostatnim roku Oponeo.pl zrealizowało marżę brutto na sprzedaży w wysokości 15,5%, rok wcześniej było to 14,9%, a jeszcze wcześniej 25%. Jak już wcześniej pisaliśmy rok 2004 nie jest w pełni porównywalny, a marżę zawyża tu sposób księgowania przychodów, z których część została ujęta tylko w postaci prowizji (dochodu), a nie w pełnej kwocie wartości sprzedaży do klientów Oponeo.pl.

Zakładamy, że zwiększenie obrotów oraz budowa większych stanów magazynowych dzięki środkom pozyskanym z GPW, pozwoli na zwiększenie marży w roku bieżącym do 16% i przyszłym - do 17%. Uważamy jednak, że zakładanie, że Oponeo.pl w dłuższym okresie nadal będzie poprawiać marżę jest obciążone dużą niepewnością. W biznesie, który prowadzi spółka, bariery wejścia są niskie i nie można wykluczyć, że w najbliższych latach pojawią się nowe podmioty lub podmioty już istniejące będą bardziej o klienta walczyły ceną. Wówczas może okazać się, że w celu utrzymania obrotów, Oponeo.pl również będzie musiało obniżyć własne ceny, aby nie odbiegały znacząco od oferty konkurencji, a to bezpośrednio wpłynie na marżę. Dlatego też konserwatywnie zakładamy, że po roku 2008 marża brutto na sprzedaży spółki może nieco się obniżyć, a docelowo po roku 2011 przyjmujemy ją na poziomie 14,2-14,5%. W tym miejscu chcielibyśmy podkreślić, że łatwość założenia sklepu internetowego jest większa w przypadku spółek takich jak notowany na GPW Travelplanet.pl, który w zasadzie pośredniczy jedynie pomiędzy odbiorcą usługi a firmą ją oferującą i nie musi inwestować w utrzymanie stanów magazynowych czy też gwarantować zapłaty za usługę. W swoim segmencie sprzedaży Oponeo.pl ma już za sobą kilka lat współpracy z hurtowniami, które mają do spółki zaufanie i



udzielają jej, co jest ważne zwłaszcza w sezonie, nawet relatywnie wysokiego kredytu kupieckiego. Połączenie z nimi online w celu usprawnienia procedury wyboru dostawcy oraz drukowanie listów przewozowych bezpośrednio przez hurtownię również ułatwia współpracę i sprawia, że w okresie największego natężenia zamówień, kiedy hurtownie zwykle nie są w stanie zrealizować ich wszystkich, zamówienia z Oponeo.pl z uwagi na ich wysoką standaryzację i prostotę są zwykle przyjmowane. Konkurenci i potencjalni klienci spółki z wyzwaniem takim dopiero będą musieli się zmierzyć, co daje Oponeo.pl pewną przewagę. I chociaż nie możemy w przypadku handlu w internecie mówić o wysokich barierach wejścia, to należy pamiętać, że na plus dla spółki działają lata praktyki.

Zakładany przez nas spadek marży brutto na sprzedaży znajduje odzwierciedlenie w obniżeniu marż na pozostałych poziomach rachunku wyników, co prezentujemy na wykresie poniżej.



Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

W tym miejscu warto odnotować, że najtańszym sklepem Oponeo.pl jest motostrada.pl, stworzona na potrzeby porównywarek cenowych. Strona ta, wg zarządu, ma bardzo wysoką odwiedzalność i jednocześnie niższy niż opony.com współczynnik konwersji, co oznacza, że cena niekoniecznie jest najważniejszym (choć z pewnością jednym z ważniejszych) kryteriów wyboru sklepu przez osoby dokonujące zakupów. Aczkolwiek trudno nie zgodzić się z założeniem, że w przypadku zaoferowania przez konkurencję wyraźnie atrakcyjniejszych cen sprzedaży opon, Oponeo.pl będzie musiało zareagować obniżając proponowane przez siebie ceny, sprawdziliśmy jak kształtowałyby się zyski spółki w przypadku utrzymania marży brutto na poziomie 17% przez cały okres prognozy oraz przy założeniu, że marża w roku 2009 wrośnie do 18% i na tym poziomie utrzyma się w kolejnych latach. Jednocześnie pokazujemy jak zmieniają się zyski spółki w przypadku spadku marży brutto do 13%. Wyniki prezentujemy w tabeli poniżej.

	2009	2010	2011	2012
zakładana marża w scenariuszu podstawowym	16,5%	15,4%	14,4%	14,3%
zysk netto w scenariuszu podstawowym	5 403	5 481	5 582	6 404
scenariusz II - marża 17%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
scenariusz II -zysk netto	5 817	7 016	8 601	9 866
zmiana w stosunku do scenariusza bazowego	8%	28%	54%	54%
scenariusz III - marża 18%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
scenariusz III -zysk netto	6 635	7 996	9 761	11 176
zmiana w stosunku do scenariusza bazowego	23%	46%	75%	75%
scenariusz IV - marża 13%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
scenariusz IV -zysk netto	2 542	3 097	3 961	4 626
zmiana w stosunku do scenariusza bazowego	-53%	-44%	-29%	-28%

Źródło: DM PKO BP



Jak widać wyniki spółki są mocno wrażliwe na zakładany poziom marży brutto na sprzedaży, a ponieważ spółka ma dość krótką historię, podobnie jest również z całym rynkiem e-commerce, który w zasadzie ciągle znajduje się w fazie intensywnego wzrostu, trudno jest jednoznacznie stwierdzić, które założenia są właściwsze i lepiej pokazują obraz spółki w przyszłości. Chcemy w tym miejscu jeszcze raz podkreślić, że 10-letni okres prognozy dla spółki takiej jak Oponeo.pl wydaje się zbyt długi, nie wiemy, kiedy wyhamowany zostanie wzrost rynku, a trudno mówić tu o spółkach które weszły już w fazę stabilizacji, na przykładzie których można byłoby przyjmować założenia dla Oponeo.pl.

Miesięczne koszty stałe Oponeo.pl wynoszą około 250-300 tys. zł (utrzymanie biura, pracownicy, amortyzacja i inne). Biorąc pod uwagę fakt, że marża brutto na sprzedaży wynosi około 16-17%, oznacza to, że zysk netto spółka notuje, gdy miesięczne przychody wyniosą około 2 mln zł. Takiego poziomu Oponeo.pl może nie osiągać w miesiącach letnich, co oznacza, że w III kwartale na poziomie netto spółka może notować stratę. Jest to uwzględnione w naszych prognozach, aczkolwiek w opinii zarządu obroty uzyskiwane od połowy maja wskazują, że są duże szanse, że ostatecznie strat nie będzie (przykładowo obrót spółki w I połowie czerwca przekroczył zeszłoroczny wynik sprzedaży za cały ten miesiąc).

Kapitał obrotowy

Cykl konwersji gotówki w Oponeo.pl jest ujemny. Spółka utrzymuje bardzo niskie zapasy (teoretycznie może funkcjonować nawet bez stanów magazynowych), a należności ze względu na fakt, że klienci najczęściej wybierają płatność gotówkową również są niewielkie (zapłatę za towar pobiera kurier, a firma kurierska przekazuje gotówkę na konto Oponeo.pl przed upływem 7 dni roboczych od daty pobrania). W tej sytuacji termin, w którym spółka płaci za towar swoim dostawcom (wg naszych obliczeń wskaźnik rotacji zobowiązań wynosi około 30 dni) przekracza okres średniego utrzymywania zapasów i oczekiwania na należności. Sytuacja ta jest dla Oponeo.pl komfortowa, gdyż oznacza, że spółka może rosnąć dość szybko organicznie bez większych potrzeb kapitałowych. Barierą tu pozostaje przepustowość samej spółki (liczba zleceń, które może obsłużyć za pomocą posiadanych pracowników oraz majątku) czy też przepustowość magazynów dostawców (zwłaszcza w okresach szczytu sprzedażowego w marcu/kwietniu oraz październiku/listopadzie) i firm dostawczych. Dane w tabeli poniżej uwzględniają stany na koniec roku. Faktycznie największe zapotrzebowanie na kapitał jest w szczytach sprzedaży (kwiecień-maj, październik-listopad) i wówczas zapewne cykl konwersji gotówki jest wyższy (i być może dodatni). Z czasem rośnie też liczba transakcji, które spółka obsługuje z własnego magazynu: w pierwszym półroczu 2007 roku mają one stanowić ponad 40% przychodów. Utrzymywanie własnych wyższych zapasów powinno pozwolić na zwiększenie marży Oponeo.pl, która może wówczas częściej dokonywać zakupów od dostawców po atrakcyjnych cenach (np. uczestniczyć w wyprzedażach sezonowych i składować towar na następny sezon).

	mln zł/dni	2004	2005	2006	2007F	2008F	2009F	2010F
zapasy		0,1	0,2	0,8	1,5	3,0	4,8	6,3
należności		0,7	0,8	1,3	2,5	3,6	4,7	5,6
zobowiązania handlowe		1,6	2,2	2,7	4,9	7,1	9,1	10,7
wskaźnik rotacji:								
zapasów		3,4	2,5	6,0	7,7	10,2	13,9	16,8
należności		29,8	15,0	12,8	12,6	13,8	14,7	15,5
zobowiązań		66,4	38,4	29,6	24,9	27,3	28,8	29,8
cykl konwersji gotówki		-33,2	-20,9	-10,8	-4,6	-3,3	-0,2	2,5

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

W naszych założeniach przyjmujemy, że zapotrzebowanie na kapitał obrotowy będzie rosło. Spółka zamierza zbudować i obłożyć towarem magazyn w Bydgoszczy, ponadto możliwe jest wynajęcie powierzchni magazynowej w innych krajach. Sądzymy też, że w miarę upływu czasu zmniejszać się będzie liczba osób płacących za dostawę przy odbiorze na rzecz płatności kartą, co może wpłynąć na wydłużenie okresu spływu należności.

Na uwagę zasługuje fakt, że spółka w ogóle nie posiada należności przeterminowanych. To również efekt przewagi płatności gotówkowych przez większość klientów spółki.

**Prognozy DM PKO BP na tle prognoz zarządu**

Zarząd spółki przedstawił w prospekcie prognozę podstawowych pozycji rachunku wyników na lata 2007-2008.

mln zł	zarząd spółki	2007			zarząd spółki	2008	
		DM PKO BP	różnica			DM PKO BP	różnica
przychody	45,0	54,9	22,0%		90,0	79,5	-11,7%
zysk operacyjny	3,4	3,7	8,3%		7,2	5,6	-21,8%
zysk netto	3,0	3,1	1,5%		6,0	5,0	-16,6%

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Oponeo.pl i prognoz własnych

Dla roku 2007 największa różnica w prognozach naszych oraz zarządu występuje na poziomie przychodów ze sprzedaży i przekracza 20%. W I kwartale spółka zanotowała blisko 9,5 mln zł przychodów (o około 300% więcej niż w I kwartale 2006 roku), a w II kwartale roku wzrost sprzedaży prawdopodobnie przekroczył 150%. Szacujemy, że łącznie po I półroczu przychody spółki mogą przekroczyć 20 mln zł, a II połowa roku jest zwykle zdecydowanie lepsza niż pierwsza. Dlatego też sądzimy, że przychody zakładane przez zarząd są niedoszacowane, a ostatecznie osiągnięty wynik może być nawet ponad 20% wyższy. Na poziomie zysku netto prognozy zarządu i nasze są bardziej zbliżone - jak już wcześniej wspominaliśmy wolimy być konserwatywni przy zakładaniu poziomu marż oraz prognozowaniu kosztów spółki.

Istotne różnice w naszych prognozach względem prognoz zarządu występują dla roku 2008. Spółka stoi tu na stanowisku, że utrzymany zostanie wysoki wzrost sprzedaży (o 100% względem prognoz własnych zarządu na 2006 rok oraz o 64% względem prognozowanego przez nas poziomu w 2007 roku). Nie wykluczamy, że osiągnięcie 90 mln zł przychodów w 2008 roku jest możliwe - jak wcześniej podkreślaliśmy wyniki spółek działających na tym rynku są mało przewidywalne. Argumentami przemawiającymi za optymistyczną prognozą jest szybki wzrost rynku e-commerce w Polsce oraz większe możliwości spółki po emisji. Za zachowaniem ostrożności w prognozach przemawia początkowy etap rozwoju rynku, kiedy zachodzące na nim zmiany są znaczące oraz potencjalny wzrost konkurencji.



Wycena

Dla potrzeb wyceny wartości 1 akcji Oponeo.pl zbudowaliśmy model DCF oraz wybraliśmy grupę spółek porównywalnych. Wyceny zostały sporządzone w oparciu o prognozy zamieszczone w niniejszym raporcie przy uwzględnieniu emisji 4 mln akcji po cenie 7 zł za sztukę.

Wycena DCF

Dla potrzeb wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ☐ stopa wolna od ryzyka w wysokości 5,8%,
- ☐ premia za ryzyko 5%,
- ☐ $\beta = 1$ (spółka z sektora zajmującego się handlem w internecie zapewne będzie miała wyższą betę, ale z założenia przyjmujemy dla nowych spółek betę równą 1; potencjalne ryzyko związane z rynkiem staramy się uwzględnić poprzez ostrożne prognozy),
- ☐ realna stopa wzrostu po okresie prognozy = 2%,
- ☐ udział długu = 0%.

W najbliższych latach spodziewany jest w Polsce dynamiczny wzrost liczby osób korzystających z internetu. Obecnie szacuje się, że penetracja liczona jako % populacji korzystającej z internetu wynosi 30-36%, do 2010 roku poziom ten ma wynieść 50% (taka jest obecnie średnia w krajach UE) i taki też poziom zakładamy w naszych prognozach. W roku kończącym prognozy, a więc 2016 penetrację internetu w Polsce przyjmujemy na poziomie 62%.

Jednocześnie rosnać powinna liczba osób, które dokonują zakupów poprzez sieć. Obecnie jest to 25%, w roku 2010 zakładamy 41%, a docelowo w roku 2016 - 52%. Wzrostom tym sprzyjać będzie zwiększanie penetracji oraz łatwość zakupów poprzez internet (rośnie zaufanie do sklepów internetowych, a oferowana przez nie niższa cena w porównaniu ze sklepami tradycyjnymi zawsze będzie ich dużym atutem).

Sądzymy, że na tym wzrost rynku się nie zakończy, spodziewamy się, że w perspektywie kolejnych lat możliwe jest zwiększenie penetracji internetu nawet powyżej 90%, podobnie rosnać będzie również odsetek kupujących (zapewne wzrośnie też liczba transakcji zakupu na jednego internautę).

Na tym tle dobrze prezentuje się Oponeo.pl. Spółka działa w rozwojowej, albo nawet bardzo rozwojowej branży i sądzymy, że ma dobre perspektywy wzrostu. Oponeo.pl ma jednak krótką historię i bardzo wysokie dynamiki wzrostu notowane w poprzednich latach są przynajmniej częściowo efektem niskiej bazy. Stąd obawiamy się, że będą nie do powtórzenia w kolejnych latach (oczekujemy, że dynamika przychodów będzie stopniowo się obniżała). Istnieje też ryzyko, że ponieważ bariery wejścia na ten rynek są niewielkie, rosnać będzie jej konkurencja, co może spowodować, że rynek sprzedaży opon przez internet będzie rósł, ale udziały Oponeo.pl będą w nim spadać, albo też zmniejszą się realizowane przez spółkę marże. Scenariusz optymistyczny zakładałby, że Oponeo.pl będzie rosło nawet szybciej niż rynek, tak jak to było w trzech ostatnich latach, ale wydaje nam się, że prognozy oparte na takim scenariuszu mogłyby okazać się za wysokie. W prognozach, zwłaszcza długoterminowych, wolimy zostać konserwatywni i raczej nie doszacować przyszłych wyników spółki niż przyjąć zbyt optymistyczne założenia. Chcielibyśmy w tym miejscu zaznaczyć, że być może zaniżamy w ten sposób wartość spółki jaką daje nam model DCF, ale ponieważ długoterminowe prognozy dla całego rynku są obciążone wysokim ryzykiem popełnienia błędu, stajemy na stanowisku, że lepszym kryterium wyceny może być w tej sytuacji oparta na krótkoterminowych prognozach wycena porównawcza.

Na koniec 2006 roku Oponeo.pl nie posiadało zadłużenia, środki pozyskane z emisji wystarczają z nadwyżką na sfinansowanie planowanych inwestycji, tak więc zakładamy, że spółka będzie funkcjonowała bez zadłużenia. W ciągu kilku lat powinna zacząć wypłacać dywidendę, ale ponieważ na chwilę obecną zarząd deklaruje, że cały zysk będzie przeznaczany na zwiększanie kapitałów, w prognozach nie uwzględniamy wypłaty dywidendy.



Wycena DCF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prognozowana wartość FCF										
EBIT (mln zł)	3,7	5,6	6,0	6,0	6,0	6,8	8,3	10,0	10,9	11,5
stopa podatkowa (proc.)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPLAT (mln zł)	3,0	4,5	4,9	4,8	4,8	5,5	6,8	8,1	8,8	9,3
Amortyzacja (mln zł)	0,2	0,9	1,8	2,0	2,2	2,5	2,2	1,7	1,7	1,7
Nakłady inwestycyjne (mln zł)	6,5	6,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zmiana kapitału obrotowego (mln zł)	-0,4	0,4	1,0	0,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF (mln zł)	-2,9	-1,5	4,2	4,6	5,2	6,2	7,0	7,8	8,6	9,2
Kalkulacja WACC										
Dług (proc.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa wolna od ryzyka (proc.)	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Koszt kapitału (proc.)	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
WACC (proc.)	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Wycena										
DFCF (mln zł)	-2,6	-1,2	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3
Suma DFCF (mln zł)	22,3									
Wartość rezydualna (mln zł)	148,2									
Zdyskontowana wart. rez. (mln zł)	53,2									
Wartość firmy (mln zł)	75,4	realna stopa wzrostu FCF po roku 2015 = 2%								
Dług netto (mln zł)	-1,3									
Wartość kapitału własnego przed emisją (mln zł)	76,8									
Środki z emisji (mln zł)	28,0									
Wartość kapitału własnego po emisji (mln zł)	104,8									
Ilość akcji po emisji (mln szt.)	12,7									
Wartość 1 akcji 01.01.07 (zł)	8,3									
Wartość 1 akcji 17.08.07 (zł)	8,8									

Źródło: DM PKO BP

Wycena uzyskana metodą DCF daje wartość jednej akcji Oponeo.pl na poziomie 8,8 zł. Poniżej przedstawiamy, jak zmienia się wycena w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz wzrostu FCF po okresie prognozy.

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC-2%	9,9	10,9	12,5	15,0	19,6
WACC-1%	8,6	9,3	10,3	11,7	14,0
WACC	7,7	8,2	8,8	9,7	11,0
WACC+1%	7,0	7,3	7,8	8,4	9,2
WACC+2%	6,4	6,6	7,0	7,4	7,9

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Na GPW nie ma spółek wprost porównywalnych z Oponeo.pl. Handlem poprzez internet zajmuje się Bankier.pl oraz Travelplanet.pl, ale obie te spółki w naszej ocenie nie są dobrym odnośnikiem (pierwsza większość przychodów realizuje na rynku reklamy, druga obecnie w miejsce zapowiadanych zysków realizuje straty). W naszej ocenie bardzo dobrą spółką do porównań z Oponeo.pl jest niemiecki Delticom, spółka od października 2006 roku notowana na frankfurckiej giełdzie. Delticom prowadzi działalność od 1999 roku i jest czołowym europejskim dystrybutorem opon przez internet. Obok sprzedaży opon online Delticom działa również w segmencie hurtu oponami, ale na chwilę obecną stanowi ona jedynie około 10% całkowitej sprzedaży spółki. Łączne obroty Delticomu w 2006 roku wyniosły 173 mln euro (+34% r/r) i wówczas około 20% stanowiły przychody ze sprzedaży hurtowej. Rentowność netto Delticomu w zeszłym roku wyniosła 3,6% (rok wcześniej 2,6%).

Aczkolwiek giełdowa historia Delticomu jest krótka, warto jej się przyjrzeć. Free float nieco przekracza 40%. Spółka debiutowała na giełdzie pod koniec października z ceną 38,2 euro, podczas gdy cena emisyjna wynosiła 36 euro. Obecnie akcje Delticomu można zakupić powyżej 60 euro za sztukę. Wpływ na notowania akcji spółki miały zapewne prezentowane wyniki finansowe.



Bardzo dobra była dla spółki końcówka poprzedniego roku (w IV kwartale przychody wzrosły o 45% a zysk netto o ponad 120%; w I kwartale wzrost przychodów przekroczył 50% i spółka zanotowała zysk netto, podczas gdy w porównywalnym okresie poprzedniego roku była strata). Podstawowe dane dla Delticomu prezentujemy w tabeli poniżej.

mIn EUR	2004	2005	2006	IQ2007
przychody	80,1	129,2	173,1	39
EBIT	3,3	5,7	10,2	0,3
marża EBIT	4,1%	4,4%	5,9%	0,7%
EBITDA	3,4	5,9	10,4	0,3
marża EBITDA	4,2%	4,5%	6,0%	0,8%
zysk netto	2,1	3,3	6,3	0,4
marża netto	2,6%	2,6%	3,6%	0,9%

Źródło: DM PKO BP na podstawie danych Delticomu

W naszej ocenie Oponeo.pl jest predysponowane, żeby powtórzyć giełdową historię Delticomu. Tym niemniej ze względu na fakt, że ze spółką oraz rynkiem związany jest szereg ryzyk, staramy się odzwierciedlić te ryzyka w naszych prognozach i zalecamy ostrożne podejście do wyceny. Nie negujemy całkowicie scenariusza, w którym Oponeo.pl w ciągu najbliższych 2 lat zwiększy obroty 3-4 -krotnie, a zysk spółki przekroczy 10 mln zł. Nie jesteśmy jednak w stanie ocenić jak długo dynamiki Oponeo.pl rzeczywiście utrzymają się na obecnych poziomach i zakładamy, że mniejszym ryzykiem obarczona jest wycena oparta na prognozach zakładających wzrosty spółki niższe od dotychczasowych.

Porównanie do wyżej opisanego Delticomu daje wartość 1 akcji spółki na poziomie około 7 zł. Średnia P/E dla lat 2007-2008 przekracza ten poziom, niższe wskazania daje z kolei wskaźnik EV/EBITDA; średnia dla obu wskaźników wynosi 6,4 zł, ale ostatecznie większą wagę przypisujemy wskaźnikowi P/E. Poniżej przedstawiamy spółki wybrane do porównań oraz wynikającą z ich wyceny rynkowej, cenę wynikową 1 akcji Oponeo.pl. Wśród wymienionych spółek tylko Delticom prowadzi sprzedaż opon, inne specjalizują się w innych towarach. Tym niemniej sądzimy, że ze względu na specyfikę działalności i notowane dynamiki, bardziej porównywalną grupą są spółki handlujące w internecie niż prowadzące hurtową czy detaliczną sprzedaż opon ale kanałami tradycyjnymi. Jak wspominaliśmy wcześniej wyniki Oponeo.pl należy bardziej uzależniać od wzrostu e-commerce niż od wzrostu rynku opon.

spółka	ticker	kraj pochodzenia	przedmiot handlu	MC (mln euro)
DELTICOM AG	DEX GR	Niemcy	opony	340
KENKO.COM	3325 JP	Japonia	zdrowa żywność, farmaceutyki, kosmetyki, zabawki	32
SUBMARINO SA	SUBA3 BZ	Brazylia	elektronika, gry, zabawki, sprzęt audio oraz AGD	2 459
BLUE NILE INC	NILE US	USA	brylanty, biżuteria	1 254
RUE DU COMMERCE	RDC FP	Francja	elektronika	113
MAGASEEK CORP	3060 JP	Japonia	odzież	103
NETONNET AB	NON SS	Szwecja	elektronika i AGD	54,9

spółka	kurs	P/E			EV/EBITDA		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
DELTICOM AG	62,51 EUR	31,73	28,22	20,22	20,54	8,99	6,68
OPONEO.PL - cena wynikowa		3,7	6,8	8,0	3,5	5,0	5,7
KENKO.COM	128 000 JPY	103,97	32,13	24,10	20,52	-	-
SUBMARINO SA	86,34 BRL	60,02	56,36	59,30	134,22	19,85	6,53
BLUE NILE INC	79,75 USD	96,08	81,30	70,33	59,47	21,61	17,71
RUE DU COMMERCE	7,49 EUR	273,36	42,32	29,84	-	-	-
MAGASEEK CORP	595 000 JPY	36,99	33,18	22,51	72,70	68,36	34,22
NETONNET AB	60,5 EUR	103,2	38,1	20,4	-	25,1	13,1
mediana		99,62	40,18	26,97	66,08	23,37	15,41
OPONEO.PL - cena wynikowa		11,8	9,7	10,7	10,9	9,4	10,1

Źródło: DM PKO BP na podstawie Bloomberg'a i prognoz własnych



Wycena wynikowa Oponeo.pl na podstawie spółek handlujących w internecie jest wyższa niż wynikająca z DCF czy porównań do Delticomu i wynosi 10 zł za akcję (bierzemy pod uwagę wskaźniki dla lat 2007-2008). P/E z jakimi notowane są te spółki jest stosunkowo wysokie, co można tłumaczyć prowadzeniem działalności na perspektywicznym rynku oraz ponadprzeciętnymi dynamikami wzrostu wyników.

Podsumowanie

Wycena DCF dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 8,8 zł, porównanie do Delticomu prowadzącego dokładnie taką samą działalność (aczkolwiek na wiele większą skalę) dało około 7 zł na akcję, a porównanie do innych spółek handlujących w internecie - około 10 zł. Jak już wcześniej pisaliśmy najmniejsze znaczenie powinna mieć w przypadku Oponeo.pl wycena DCF, gdyż ta może nie przedstawiać rzeczywistego potencjału lub zagrożeń dla spółki w długim okresie. Działanie na tak dynamicznym rynku sprawia, że spółka może bardzo dobrze wykorzystywać koniunkturę i równie dynamicznie rosnąć lub też po nietrafionej ocenie rynku lub agresywnym wejściu konkurencji w dość krótkim czasie stracić swoją pozycję.

Sądzimy, że najlepiej obecną wartość spółki będzie oddawała wycena porównawcza, przy czym okres brany do porównań również nie powinien być bardzo odległy (gdyż spada wówczas przewidywalność wyników Oponeo.pl). Mając notowaną na zagranicznej giełdzie spółkę, prowadzącą taką samą działalność jak Oponeo.pl powinniśmy ją w pierwszej kolejności wybierać jako odnośnik dla analizowanej spółki. Pytaniem w tej sytuacji pozostaje, czy ze względu na etap rozwoju Oponeo.pl powinno być notowane z premią do Delticomu (polska spółka ma znacznie wyższe dynamiki wzrostu) czy też ze względu na wielkość obu spółek (roczne obroty Delticomu przekraczają obroty Oponeo.pl ponad 20-krotnie) powinno w wycenie zostać przyjęte dyskonto. Kwestię tę pozostawiamy do oceny inwestorom. Dla potrzeb prognoz i wyliczenia wskaźników przyjęliśmy cenę emisyjną na poziomie 7 zł za akcję. Zakładając, że spółka przeprowadzi emisję nowych akcji w maksymalnej wielkości (4 mln szt. akcji), to pozyska od nowych inwestorów 28 mln zł (koszty emisji szacowane są na około 2 mln zł). Sądzimy, że jeśli środki te chociaż w połowie zostaną dobrze zainwestowane, to Oponeo.pl bez większych problemów może już wkrótce notować wyniki wyższe od zakładanych przez nas w niniejszej analizie.



Czynniki ryzyka

Oponeo.pl działa na rynku e-commerce, którego rozwój w Polsce uzależniony jest od wzrostu dostępności do internetu oraz skłonności internautów do zakupów online. Oczekuje się, że wzrost liczby podmiotów oferujących dostęp do internetu oraz zwiększenie zamożności społeczeństwa będą sprzyjały dalszemu szybkiemu wzrostowi penetracji. Z kolei większa penetracja oraz łatwość zakupów poprzez internet będą przekładały się na zwiększenie obrotów realizowanych przez sklepy internetowe. Nie mamy pewności czy oczekiwania rynku zakładające wzrost penetracji internetu do 50% w roku 2010 oraz wzrost e-commerce do tego samego roku o 300% w porównaniu z rokiem 2006 nie są zbyt optymistyczne. Nasza estymacja dla spółki opiera się właśnie o te prognozy do roku 2010, w kolejnych latach przyjęliśmy, że wzrosty będą kontynuowane, jednak ich skala będzie niższa. Jeśli e-commerce rozwijać się będzie wolniej niż zakładamy, wyniki spółki mogą okazać się gorsze od prognozowanych. W naszej ocenie ryzyko to nie jest wysokie.

Barierę wejścia na rynek handlu w internecie są niewielkie. Oznacza to, że w krótkiej perspektywie pojawić się mogą nowi konkurenci Oponeo.pl. Najwięksi konkurenci zagraniczni są już obecni: Delticom AG z Niemiec od 2004 roku i czeska Najlevnėisipneu.cz od 2006 roku, na razie bez większych sukcesów. Nie można jednak wykluczyć, że pojawią się kolejni konkurenci, albo ci już obecni mocno poprawią swoją ofertę sprzedażową i zagrożą pozycji Oponeo.pl.

Oponeo.pl swój obecny udział rynkowy w handlu oponami poprzez internet ocenia na około 60%. Zarząd spółki wskazuje, że jej przewagą jest nie tylko atrakcyjna oferta sprzedażowa, ale przede wszystkim treści i narzędzia zamieszczone na stronach internetowych, pozwalające m.in. na porównanie ocen i dobór opon i w ten sposób przyciągające potencjalnych klientów. Bazę ocen Oponeo.pl budowało od kilku lat i wydaje się, że inna firma nie jest w stanie w krótkim okresie przedstawić równie atrakcyjnych treści. Tym niemniej istnieje ryzyko, że firmy prowadzące handel oponami poprzez internet zdecydują się na schodzenie z realizowanych marż i mocniejszą konkurencję cenową. Sądzymy, że taka sytuacja jest prawdopodobna, a wpłynęłoby to na obniżenie wyników Oponeo.pl.

Miesięczne koszty stałe Oponeo.pl szacujemy na około 250-300 tys. zł (utrzymanie biura, pracownicy, amortyzacja i inne). Biorąc pod uwagę fakt, że marża brutto na sprzedaży wynosi około 16-17%, oznacza to, że zysk netto spółka notuje, gdy miesięczne przychody wyniosą około 2 mln zł. Na chwilę obecną nie w każdym miesiącu spółka osiąga taki poziom przychodów (najgorsze w roku zwykle są miesiące wakacyjne). Obniżenie marży brutto na sprzedaży czy też spodziewany wzrost kosztów operacyjnych zwiększą poziom przychodów koniecznych do notowania zysku. Z drugiej jednak strony w niektórych miesiącach spółka może notować nawet powyżej 10 mln zł przychodów i wtedy efekt dźwigni operacyjnej jest wysoki. Oznacza to, że nawet niewielkie zmiany poziomu marży brutto na sprzedaży mocno będą przekładały się na wielkość zysku netto.

Oponeo.pl zamierza wejść na rynki zagraniczne i konkurować ze sklepami internetowymi już na nich obecnymi (np. z Delticomem, którego obroty przekroczyły w poprzednim roku 170 mln euro). Trudno jest ocenić czy ekspansja zagraniczna zakończy się sukcesem, w przeciwnym razie inwestycje w rozwój sprzedaży za granicą byłyby (częściowo) nietrafione.

Łącznie w okresie 1-2 lat Oponeo.pl zamierza zainwestować 13 mln zł w system CMS, budowę portalu o felgach, call center oraz zbudować siedzibę i magazyn. Spółka dotychczas nie inwestowała tak znaczących kwot (całe aktywa spółki na koniec 2006 roku sięgnęły 4,6 mln zł). Nie mamy pewności czy pozyskane z emisji środki (te które spółka pozyska ponad wspomniane 13 mln zł zostaną przeznaczone na kapitał obrotowy) zostaną dobrze zainwestowane i przyniosą jej wzrost wartości.

Prezes spółki, pan Dariusz Topolewski, pełniąc funkcję prezesa zarządu Opony.com, dopuścił do naruszenia przepisów podatkowych zaniżając kwotę należnego podatku dochodowego wynikającego z ksiąg rachunkowych spółki. Sprawa została zakończona, spółka dopłaciła należny podatek, a jej prezes dobrowolnie poddał się karze. Nałożona na prezesa kara była symboliczna, gdyż zaniżenie podatku było wynikiem nieskutecznego z punktu ustawy o rachunkowości ustalenia roku obrotowego, co spowodowało, że spółka w jednym okresie sprawozdawczym zaniżyła kwotę podatku, ale zapłaciła ten podatek w następnym. Zaniżenie należnego podatku nie było więc celowe i nie spodziewamy się podobnych zdarzeń w przyszłości, wskazujemy jednak, że księgi spółki nie były w pewnym okresie czasu należycie prowadzone



(2003-2004). Sprawozdania zamieszczone w prospekcie zostały zaudytowane przez firmę SYSTEM REWIDENT Sp. z o.o. z Warszawy.

W spółce zajmującej się handlem poprzez internet, a taką jest Oponeo.pl, kluczową rolę odgrywają jej pracownicy, a w szczególności programiści i graficy (utrzymują systemy w gotowości, zabezpieczają firmę przed potencjalnymi włamaniami internetowymi, kształtują wizerunek spółki, pracują nad uatrakcyjnianiem oferty). Wynagrodzenia płacone tym osobom znacznie przewyższają średnią krajową i systematycznie rosną. Nie można wykluczyć, że inne firmy zaoferują pracownikom Oponeo.pl lepsze warunki pracy i płacy, co mogłoby skutkować opóźnieniami w realizacji strategii i/lub przejściowym pogorszeniem sprzedaży.

Po roku od zatwierdzenia prospektu skończy się okres lock-up'u dla obecnych akcjonariuszy spółki. Gdyby sprzedawali oni akcje na GPW mogłoby to skutkować znaczącym wzrostem podaży i spadkiem notowań.



Dane finansowe

Bilans (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Aktywa	2,21	3,03	4,58	37,81	45,06	52,39	59,51
Majątek trwały	0,32	0,38	1,08	7,43	13,08	12,80	12,30
Majątek obrotowy	1,90	2,65	3,50	30,37	31,97	39,58	47,20
- zapasy	0,08	0,17	0,83	1,52	3,00	4,82	6,29
- należności	0,70	0,78	1,35	2,48	3,60	4,67	5,64
Pasywa	2,21	3,03	4,58	37,81	45,06	52,39	59,51
Kapitały własne	0,31	0,45	1,47	32,54	37,58	42,98	48,46
Zobowiązania krótkoterminowe	1,87	2,56	3,07	5,23	7,43	9,36	11,00
- handlowe	1,57	2,23	2,67	4,92	7,13	9,06	10,69
Dług netto	-1,10	-1,69	-1,29	-26,36	-25,37	-30,08	-35,28
sprzedaż/aktywa	3,8	5,9	6,5	1,5	1,8	1,9	2,0
dług/kapitał własny	601%	574%	209%	16%	20%	22%	23%
ROE	83,9%	35,7%	106,9%	18,0%	14,4%	13,4%	12,0%
ROA	23,6%	5,2%	26,9%	14,5%	12,2%	11,1%	9,8%

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody netto ze sprzedaży	8,50	17,79	29,83	54,92	79,51	101,07	119,33
Koszty sprzedanych tow. i produktów	6,38	15,13	25,21	46,13	66,00	84,40	100,93
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	2,13	2,66	4,63	8,79	13,52	16,67	18,40
Koszty sprzedaży	1,50	2,10	2,97	4,43	6,37	8,00	9,39
Koszty ogólnego zarządu	0,26	0,36	0,47	0,67	1,57	2,67	3,04
EBITDA	0,51	0,31	1,41	3,85	6,45	7,79	7,99
EBIT	0,36	0,20	1,26	3,70	5,59	6,02	5,98
saldo na działalności finansowej	0,00	-0,03	0,01	0,08	0,63	0,65	0,78
Zysk (strata) brutto	0,36	0,17	1,27	3,79	6,22	6,67	6,77
Podatek dochodowy	0,10	0,03	0,25	0,72	1,18	1,27	1,29
Zysk (strata) netto	0,26	0,14	1,02	3,07	5,04	5,40	5,48
marża brutto na sprzedaży	25,0%	14,9%	15,5%	16,0%	17,0%	16,5%	15,4%
marża EBITDA	6,0%	1,8%	4,7%	7,0%	8,1%	7,7%	6,7%
marża EBIT	4,2%	1,1%	4,2%	6,7%	7,0%	6,0%	5,0%
rentowność netto	3,1%	0,8%	3,4%	5,6%	6,3%	5,3%	4,6%

Cash Flow (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	1,40	0,80	0,52	3,57	5,51	6,21	6,69
Działalność inwestycyjna	-0,25	-0,11	-0,85	-6,50	-6,50	-1,50	-1,50
Działalność finansowa	-0,05	-0,10	-0,07	28,00	0,00	0,00	0,00
Środki pieniężne na koniec okresu	1,10	1,69	1,29	26,36	25,37	30,08	35,28

wskaźniki na 1 akcję (zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
BVPS	0,04	0,05	0,17	2,57	2,96	3,39	3,82
EPS	0,03	0,02	0,12	0,24	0,40	0,43	0,43
CEPS	0,05	0,03	0,14	0,25	0,47	0,57	0,59

Źródło: DM PKO BP



DOM MAKLEERSKI PKO BP

Raport analityczny

Dom Maklerski PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00, fax (0-22) 521-79-46

Telefony kontaktowe	
Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego	
doradca inwestycyjny banki i finanse	Andrzej Powierża (022) 521 79 41 andrzej.powierza@pkobp.pl
telekomunikacja, media, hotelarstwo, przemysł spożywczy	Dorota Puchlew, CFA (022) 521 87 23 dorota.puchlew@pkobp.pl
informatyka, budownictwo i nieruchomości	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki produkcja i dystrybucja farmaceutyków	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
przemysł paliwowy, chemia, energetyka	Ludomir Zalewski (022) 521 79 17 ludomir.zalewski@pkobp.pl
przemysł metalowy	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Wydział Klientów Instytucjonalnych	
Krzysztof Kasiński	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kasinski@pkobp.pl
Michał Kołatkowski	(0-22) 521 91 39 michal.kolatkowski@pkobp.pl
Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Leszek Iwaniec	(0-22) 521 82 13 leszek.iwaniec@pkobp.pl
Artur Szymanek	(0-22) 521 82 14 artur.szymanek@pkobp.pl
Katarzyna Patora-Kopec	(0-22) 521 79 96 katarzyna.patora-kopec@pkobp.pl
Mieczysław Lewiński	(0-22) 521 91 39 mieczyslaw.lewinski@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM PKO BP opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

DM PKO BP pełni funkcję oferującego planowanej emisji akcji spółki OPONEO.PL SA. DM PKO BP będzie pełnił także funkcję sponsora emisji i animatora akcji OPONEO.PL SA. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Inwestor powinien zakładać, że DM PKO BP ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM PKO BP jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM PKO BP może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.