

## Πλαίσιο Computers

**Κλάδος:** Λιανικού Εμπορίου

**Σύσταση:** Out Perform- Χαμηλού Κινδύνου

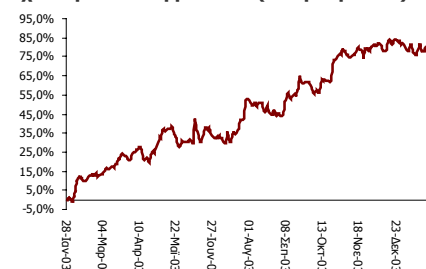
**Τιμή (28/12/2003) € 9,90**  
**Τιμή Στόχος (DCF) €11,00**  
**ΓΔΧΑ (28/12/2003) 2.414**

(ποσά σε εκατ. €)	2001	2002	2003	2004π	2005π	GAGR (02-05π)
Πωλήσεις	107,01	145,54	181,86	214,93	240,10	18,2%
ΕΒΙΤΔΑ	7,51	13,66	19,19	23,12	26,18	24,22%
Περιθώριο ΕΒΙΤΔΑ	7,0%	9,4%	10,6%	10,8%	10,9%	
Κέρδη Μετά φόρων	3,25	5,87	9,19	12,04	13,72	32,7%
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	3,0%	4,0%	5,1%	5,6%	5,7%	
Κέρδη (μφ) ανα Μετοχή	0,16	0,27	0,42	0,55	0,62	32,7%
ΡΕ(x)	61,1	37,2	23,8	18,2	15,9	
ΡΕΓ	-	0,58	0,39	0,36	0,40	
P/BV(x)	7,8	7,7	6,8	5,7	5,0	
EV/ΕΒΙΤΔΑ(x)	29,5	15,4	10,5	8,7	7,4	
EV/Πωλήσεις(x)	2,1	1,4	1,1	0,9	0,8	
ROE	13,0%	21,8%	30,3%	34,0%	33,3%	

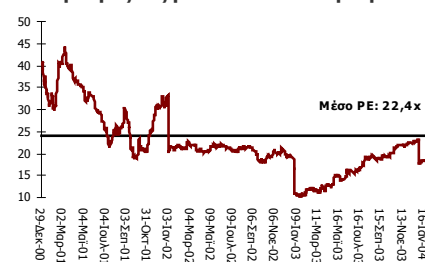
Στοιχεία Μετοχής από	29/12/2000
Min	3,06 €
Max	10,14 €
Σχετική Απόδοση (52 εβδ.)	79,27%
Αριθμός Μετοχών	22.080.000
Μέση Ημερήσια Εμπορευσιμότητα	0,10%
Κεφαλαιοποίηση (Εκατ. €)	218,59
Free Float (%)	28,0%

- Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας για την χρήση 2003 ανήλθε σε €181,8 εκατ. αυξημένος κατά 24,96% σε σχέση με πέρυσι, ενώ παρουσιάζεται κατά 2,28% κατώτερος των εκτιμήσεων μας (€186,1 εκατ.). Οι πωλήσεις του 4<sup>ου</sup> τριμήνου 2003 σε σχέση με το 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2003 παρουσιάζονται αυξημένες κατά 42,6%, ενώ σε σχέση με το αντίστοιχο περυσινό 4<sup>ο</sup> τρίμηνο παρουσιάζονται αυξημένες κατά 21,7%. Σύμφωνα με την διοίκηση η ενίσχυση του κύκλου εργασιών οφείλεται κατά κύριο λόγο στην σημαντική ενίσχυση των μεριδίων αγοράς σε όλες τις κατηγορίες προϊόντων που δραστηριοποιείται η εταιρία.
- Όσον αφορά στη σύνθεση των πωλήσεων της εταιρίας η κατηγορία των Η/Υ καταλαμβάνει το 53% των συνολικών πωλήσεων της εταιρίας, ενώ τα είδη γραφείου και η κατηγορία της εμπορίας ειδών τηλεφωνίας το 37% και το 10% αντίστοιχα. Το 42% των πωλήσεων της εταιρίας προέρχεται από τα 5 Superstores τα οποία διαθέτει, ενώ το υπόλοιπο 58% από τα 12 καταστήματα και τις πωλήσεις μέσω τηλεφωνικών παραγγελιών, B2B και Internet. Επισημαίνουμε ότι το τελευταίο SuperStore της εταιρίας λειτούργησε μέσα στο 2003 και μόνο κατά τον μήνα Δεκέμβριο.
- Το μικτό περιθώριο κέρδους της εταιρίας παρουσιάζεται αυξημένο κατά 168 μονάδες βάσης. Το γεγονός αυτό, κατά την εκτίμησή μας, οφείλεται σε αυξημένες εκπτώσεις που χορηγήθηκαν από τους προμηθευτές της (πιστωτικά τιμολόγια) λόγω αύξησης κύκλου εργασιών και πιθανής επίτευξης στόχου πωλήσεων.
- Η αύξηση στο μικτό περιθώριο κέρδους διαχέεται και στα λειτουργικά κέρδη (ΕΒΙΤΔΑ) της εταιρίας τα οποία παρουσιάζονται αυξημένα κατά 40,5%, ανώτερα από τις εκτιμήσεις μας κατά 9,4%. Η προαναφερόμενη επιστροφή των ποσών των πιστωτικών τιμολογίων από τους προμηθευτές, η οποία πραγματοποιείται στο τελευταίο τρίμηνο του έτους, είναι η αιτία που το περιθώριο ΕΒΙΤΔΑ του τελευταίου τριμήνου παρουσιάζεται σημαντικά αυξημένο σε σχέση με όλα τα προηγούμενα τρίμηνα. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι στο 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2003 το εν λόγω περιθώριο ανήλθε σε 19,2% όταν το 1<sup>ο</sup>, 2<sup>ο</sup> και 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2003 είχε διαμορφωθεί σε 6,4%, 5,5% και 7,4% αντίστοιχα.
- Τα προ φόρων κέρδη της εταιρίας διαμορφώθηκαν σε €14,6 εκατ. (+62,4%) όντας κατά 4,14% ανώτερα των εκτιμήσεων μας (€14,02 εκατ.).
- Η διοίκηση της εταιρίας αναμένεται να προτείνει την διανομή μερίσματος €0,21 ανά μετοχή που αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 2,12%.

Σχετική Απόδοση με ΓΔΧΑ (52 εβδομάδων)



Ιστορική Εξέλιξη Πολλαπλασιαστή Κερδών



### Αποτίμηση

Αναπροσαρμόσαμε τις εκτιμήσεις μας για το 2004 με βάση τα νέα δεδομένα των υψηλότερων μικτών περιθωρίων κέρδους, γεγονός που μας οδήγησε σε αύξηση του ΕΒΙΤΔΑ και των προ φόρων κερδών κατά 14,23% και 14,32% αντίστοιχα, σε σχέση με τις προηγούμενες εκτιμήσεις μας. Με βάση τις μεθοδολογίες DCF και EVA η τιμή στόχος ανέρχεται σε €11,0 έναντι €9,82 η προηγούμενη. Επισημαίνουμε ότι η εταιρία σε όρους πολλαπλασιαστή εκτιμώμενων κερδών 2004π διαπραγματεύεται με premium της τάξεως του 20% σε σχέση με τις εταιρίες που απαρτίζουν τον δείκτη DJ Euro Stoxx Retail. Ωστόσο σε όρους PEG διαπραγματεύεται με ελκυστική αποτίμηση, αφού ο εν λόγω δείκτης ανέρχεται σε 0,36x, όταν για τις εταιρίες που απαρτίζουν τον δείκτη DJ Euro Stoxx Retail ανέρχεται σε 0,86x.

**Ανάλυση:**  
**Κων/νος Σεγρεδάκης**  
 Τηλ: 210 32 74 000  
 ksegredakis@praxis.com.gr

**Τριμηνιαία Ανάλυση Πωλήσεων, EBITDA & ΚΠΦ**

ποσά σε χιλ. €	1Q02	2Q02	3Q02	4Q02	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03
<b>Πωλήσεις</b>	<b>33.105</b>	<b>31.478</b>	<b>33.019</b>	<b>47.935</b>	<b>42.723</b>	<b>39.869</b>	<b>40.910</b>	<b>58.357</b>
Q %Δ	-5,6%	-4,9%	4,9%	45,2%	-10,9%	-6,7%	2,6%	42,6%
YoY %Δ	25,1%	37,2%	46,6%	36,7%	29,1%	26,7%	23,9%	21,7%
Εποχικότητα	22,7%	21,6%	22,7%	32,9%	23,5%	21,9%	22,5%	32,1%
<b>EBITDA</b>	<b>1.932</b>	<b>1.754</b>	<b>2.394</b>	<b>7.576</b>	<b>2.726</b>	<b>2.211</b>	<b>3.022</b>	<b>11.228</b>
Q %Δ	-34,8%	-9,2%	36,5%	216,5%	-64,0%	-18,9%	36,7%	271,5%
YoY %Δ	23,4%	40,6%	37,7%	155,8%	41,1%	26,1%	26,3%	48,2%
πκ%	5,8%	5,6%	7,2%	15,8%	6,4%	5,5%	7,4%	19,2%
Εποχικότητα	14,2%	12,8%	17,5%	55,5%	14,2%	11,5%	15,8%	58,5%
<b>ΚΠΦ</b>	<b>1.184</b>	<b>883</b>	<b>1.286</b>	<b>5.695</b>	<b>1.827</b>	<b>1.301</b>	<b>2.009</b>	<b>9.500</b>
Q %Δ	-42,4%	-25,5%	45,6%	342,9%	-67,9%	-28,8%	54,5%	372,9%
YoY %Δ	12,2%	12,8%	13,0%	177,0%	54,3%	47,3%	56,2%	66,8%
πκ%	3,6%	2,8%	3,9%	11,9%	4,3%	3,3%	4,9%	16,3%
Εποχικότητα	13,1%	9,8%	14,2%	62,9%	12,5%	8,9%	13,7%	64,9%

Το υψηλότερο περιθώριο EBITDA κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους οφείλεται αφενός στην εποχικότητα των πωλήσεων και αφετέρου στο γεγονός ότι τέλος έτους λαμβάνει η εταιρία τα ποσά των πιστωτικών τιμολογίων λόγω Bonus πωλήσεων.

**Αναθεώρηση Εκτιμήσεων**

ποσά σε εκατ. €	2004π			2005π		
	Παλαιά	2004π Νέα	%Δ	Παλαιά	2005π Νέα	%Δ
Κύκλος Εργασιών	214,93	214,93	0,00%	240,10	240,10	0,00%
EBITDA	20,24	23,12	14,23%	23,08	26,18	13,42%
% επί κύκλου εργασιών	9,42%	10,76%	1,34%	9,6%	10,9%	1,29%
Κέρδη προ φόρων	16,20	18,52	14,33%	18,66	21,11	13,13%
% επί κύκλου εργασιών	7,5%	8,6%	1,08%	7,8%	8,8%	1,02%

Πηγή: Εκτιμήσεις Praxis International ΑΧΕΠΕΥ

**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ**

(σε εκατ. €)	2001	2002	2003	2004π	2005π	CAGR (02-05π)
<b>Κόστος Εργασιών</b>	<b>107,01</b>	<b>143,34</b>	<b>181,06</b>	<b>214,93</b>	<b>240,10</b>	14,90%
%Δ		36,0%	25,0%	18,2%	11,7%	
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>22,19</b>	<b>30,33</b>	<b>40,95</b>	<b>48,04</b>	<b>53,45</b>	14,28%
%Δ		36,7%	35,0%	17,3%	11,3%	
% επί κόστους εργασιών	20,7%	20,8%	22,5%	22,4%	22,3%	
Πλέον: Λοιπά έσοδα αμετάλλωσης	0,17	0,89	0,26	0,83	0,93	90,26%
Μείον: Έξοδα διοικησιών	2,2	2,7	3,8	3,9	4,2	5,32%
Έξοδα διαθέσιμα	12,6	14,9	18,2	21,9	24,0	14,78%
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>7,5</b>	<b>13,7</b>	<b>19,2</b>	<b>23,1</b>	<b>26,2</b>	16,60%
%Δ		81,8%	40,5%	20,5%	13,2%	
% επί κόστους εργασιών	7,0%	9,4%	10,6%	10,8%	10,9%	
Αποσβέσεις	1,90	2,52	3,02	3,10	3,77	11,69%
<b>ΕΒΠ</b>	<b>5,61</b>	<b>11,13</b>	<b>16,17</b>	<b>20,02</b>	<b>22,41</b>	17,73%
%Δ		98,4%	45,2%	23,8%	11,9%	
% επί κόστους εργασιών	5,2%	7,7%	8,9%	9,3%	9,3%	
Έκτακτα Αποτελέσματα	-0,06	-0,75	-0,63	-0,52	-0,34	
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	-0,52	-1,38	-0,90	-0,88	-0,87	
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>5,03</b>	<b>9,01</b>	<b>14,64</b>	<b>18,52</b>	<b>21,11</b>	20,09%
%Δ		79,2%	62,4%	26,5%	14,0%	
% επί κόστους εργασιών	4,7%	6,2%	8,0%	8,6%	8,8%	
Φόροι	1,78	3,18	6,11	6,48	7,39	
<b>Κέρδη μετά από φόρους χρήσης</b>	<b>3,25</b>	<b>5,84</b>	<b>8,52</b>	<b>12,03</b>	<b>13,72</b>	26,85%
%Δ		79,6%	46,1%	41,2%	14,0%	
% επί κόστους εργασιών	3,0%	4,0%	4,7%	5,6%	5,7%	
Διακύματα Μεσοπρῆξ	0	0	0	0	0	
<b>Κέρδη ΜΕ &amp; ΔΜ</b>	<b>3,25</b>	<b>5,84</b>	<b>8,52</b>	<b>12,03</b>	<b>13,72</b>	26,85%
%Δ		79,6%	46,1%	41,2%	14,0%	
% επί κόστους εργασιών	3,0%	4,0%	4,7%	5,6%	5,7%	
<b>Κανονικοποιημένα Κέρδη (Normalized)</b>	<b>2,85</b>	<b>3,31</b>	<b>6,18</b>	<b>9,82</b>	<b>12,31</b>	38,09%
%Δ		16,3%	93,7%	49,2%	27,8%	

**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (σε χιλ. €)**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2001	2002	2003	2004π	2005π
Έξοδα Εγκατάστασης	758	843	582	403	262
Ασώματα Πάγια	299	0	0	0	0
Ενσώματα Πάγια	2.905	2.993	3.302	4.518	4.648
<b>Σύνολο Πάγια Ενεργητικού</b>	<b>3.961</b>	<b>3.837</b>	<b>3.884</b>	<b>4.921</b>	<b>4.910</b>
Επιμητοχές	933	427	459	459	459
Εκδότη μετ. υπέρ το ορίο πλ. στην επόμ. χρήση	0	0	0	0	0
Αποθήματα	6.707	7.257	8.350	10.488	11.144
Πελάτες & Επιταγές ασπρακτές	3.287	4.177	4.852	6.962	7.565
Χρεώσεις Φόροι	2.629	1.529	2.495	3.019	3.372
Χρέη τραπεζών	0,00	0,00	2,92	2,92	2,92
Βαθέσιμα	1.539	2.906	5.639	6.932	9.589
<b>Σύνολο Κυκλώσεως Ενεργητικού</b>	<b>14.162</b>	<b>15.869</b>	<b>21.339</b>	<b>27.404</b>	<b>31.674</b>
Μικροπρακτοί Λογαριθμοί Ενεργητικού	22	0	0	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>19.078</b>	<b>20.132</b>	<b>25.682</b>	<b>32.785</b>	<b>37.044</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2001	2002	2003	2004π	2005π
<b>Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων</b>	<b>8.718</b>	<b>9.666</b>	<b>10.991</b>	<b>13.140</b>	<b>14.955</b>
Προβλέψεις	70	252	316	231	263
<b>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Προμηθευτές - Γραμμάτια & Επιταγές Πληρωτέες	5.165	6.766	8.792	12.112	13.531
Τράπεζες	2.583	0	0	608	693
Προκαταβολές πελατών	202	208	237	313	350
Φόροι - Τέλη - Ασφαλιστικά ταμεία	991	1.842	3.144	3.582	4.082
Μακροπρ. Υποχρ. πλ. στην επόμ. χρήση	0	0	0	0	0
Μερίσματα πληρωτέα	602	1.053	1.580	1.962	2.236
Πατατές διάφοροι	747	345	622	835	933
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0	0	0	0	0
<b>Σύνολο Βραχυπρ. Υποχρεώσεων</b>	<b>10.290</b>	<b>10.214</b>	<b>14.375</b>	<b>19.413</b>	<b>21.825</b>
Μικροπρακτοί Λογαριθμοί Παθητικού	0	0	0	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>19.078</b>	<b>20.132</b>	<b>25.682</b>	<b>32.785</b>	<b>37.044</b>

**ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

	2001	2002	2003	2004π	2005π
P/E (μη)	39,5x	24,2x	14,9x	11,8x	10,4x
P/E (μη)	61,1x	37,2x	23,8x	18,2x	15,9x
P/E (Normalized)	60,0x	33,2x	22,3x	17,4x	15,6x
P/FCF	-	0,7x	0,7x	1,0x	0,6x
P/BV	7,8x	7,7x	6,8x	5,7x	5,0x
Μερισματική Απόδοση	0,9%	1,4%	2,1%	2,6%	3,0%
EV/Sales	2,1x	1,4x	1,1x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	29,5x	15,4x	10,5x	8,7x	7,4x
EV/EBIT	39,5x	18,9x	12,5x	10,0x	8,6x

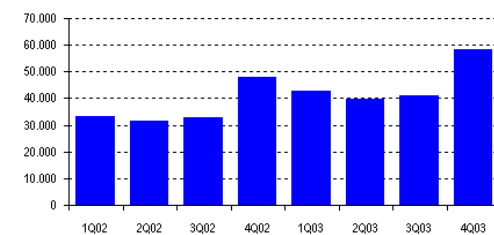
**ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

	2001	2002	2003	2004π	2005π		
ROE(Avg)	10,0%	9,7%	15,5%	18,1%	19,0%		
ROE(Avg)	13,0%	21,8%	30,3%	34,0%	33,3%		
ROIC	15,0%	41,4%	80,0%	81,3%	85,7%		
Κάλυψη Τόκων (Interest Coverage)	14,1x	9,8x	18,5x	22,5x	25,5x		
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (Ημέρες)	84,7	67,5	63,5	67,3	64,0		
>>	>>	Απατήσεις	59,2	42,0	43,3	49,7	48,8
>>	>>	Προμηθευτών	65,2	62,9	66,8	77,7	77,7
>>	>>	Δανειακά / Ίδια	29,6%	0,0%	0,0%	4,6%	4,6%
Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις	18,2%	7,5%	2,7%	2,7%	1,3%		
Capex / Πωλήσεις	3,9%	2,1%	1,5%	2,9%	1,6%		
Capex / Αποσβέσεις	219,4%	120,2%	92,9%	198,1%	93,2%		

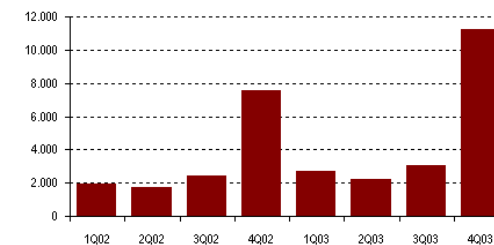
Πηγή: Εκτιμήσεις Praxis International AXEPPEY

**ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ**

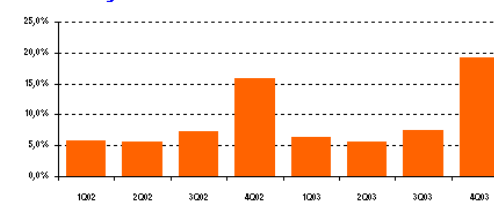
**ΠΩΛΗΣΕΩΣ**



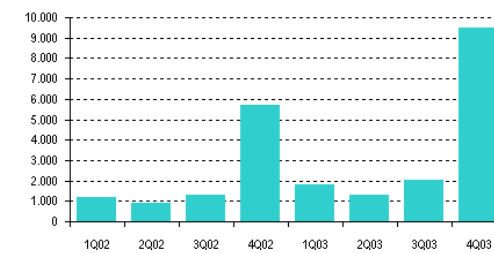
**ΕΒΙΤΔΑ**



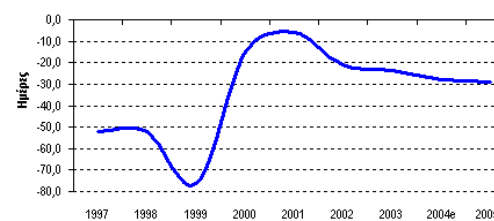
**ΕΒΙΤΔΑ Margin**



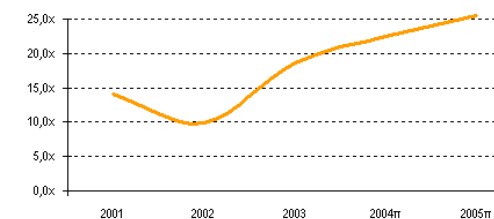
**ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ**



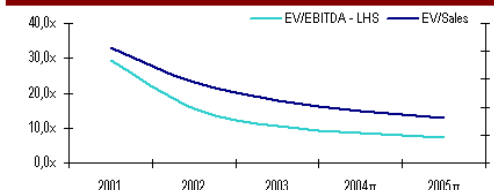
**Διαφορά Ημερών Πληρωμής Προμηθευτών & Εισπραξης Απαιτήσεων**



**Δείκτης Κάλυψης Τόκων**



**EV/EBITDA - EV/Sales**



**Υπεύθυνος Τμήματος Ανάλυσης**

Σεγρεδάκης Κωνσταντίνος

210 32 74 491

[ksegredakis@praxis.com.gr](mailto:ksegredakis@praxis.com.gr)**Συναλλαγές / Πωλήσεις**

Λιασόπουλος Γιάννης

Δήμας Βαγγέλης

210 32 74 405 - 415

210 32 74 403 - 414

[jlitsopoulos@praxis.com.gr](mailto:jlitsopoulos@praxis.com.gr)[vdimas@praxis.com.gr](mailto:vdimas@praxis.com.gr)**Γραφεία Ειδικού Τύπου****ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ**

Μητροπόλεως 39

Τηλ: 2310 257 499

Fax: 2310 257 242

[thessaloniki@praxis.com.gr](mailto:thessaloniki@praxis.com.gr)**ΛΑΡΙΣΣΑ**

Παναγούλη 25

Τηλ: 2410 237 011

Fax: 2410 237 450

[larissa@praxis.com.gr](mailto:larissa@praxis.com.gr)**ΛΑΜΙΑ**

Ρήγα Φεραίου 1, 35 100

Τηλ: 22310 67 710-12

Fax: 22310 67 719

[praxislam@lam.forthnet.gr](mailto:praxislam@lam.forthnet.gr)**ΠΥΡΓΟΣ**

Μπιζανίου 1

Τηλ: 26210 81 082-3

Fax: 26210 81 132

[praxispyrg@pyr.forthnet.gr](mailto:praxispyrg@pyr.forthnet.gr)

Το παραπάνω κείμενο περιέχει πληροφορίες και στοιχεία με σκοπό αποκλειστικά την πληροφόρηση των πελατών της PRAXIS International ΑΧΕΠΕΥ και σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ως προσφορά, συμβουλή ή προτροπή προς πώληση, αγορά ή διακράτηση εισηγμένων στο ΧΑ μετοχών. Οι εν λόγω πληροφορίες βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται ως αξιόπιστες, των οποίων όμως δεν μπορεί να ελεγχθεί η ακρίβεια και πληρότητα. Σημειώνεται ότι η PRAXIS International ΑΧΕΠΕΥ ενδέχεται να προβαίνει σε κάθε είδους νόμιμες συναλλαγές επί μετοχών των αναφερομένων ως άνω εταιρειών για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων. Η PRAXIS International ΑΧΕΠΕΥ δεν αναλαμβάνει ευθύνη για επενδυτικές αποφάσεις βασισμένες στα κείμενα ή τις αξιολογήσεις του παρόντος.