

Bakalland

sektor / branża: Handel hurtowy

Ticker: BAK

ISIN: PLBKLND00017

Kupuj

4,11 zł

Profil spółki

Bakalland zajmuje się importem, konfekcjonowaniem oraz dystrybucją bakalii. Istotnym produktem Spółki jest również masa makowa. Obecnie asortyment jest poszerzany o zdrową żywność, oliwę, płatki i owoce miękkie.

Dane podstawowe

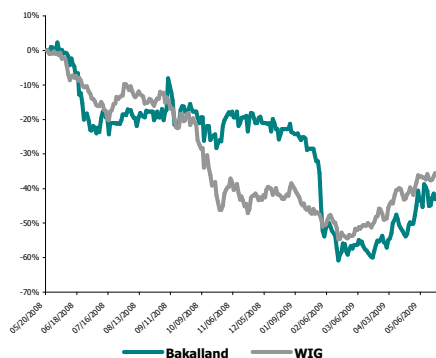
Kurs (19/05/09)	3,34
Wycena DCF (zł)	5,73
Wycena porównawcza (zł)	3,16
Wycena dywidendowa	3,45
Liczba akcji (tys.)	21 000
Kapitalizacja (mln zł)	70,1
EV (mln zł)	125,0

Notowania

BAK	
max cena 52 tygodnie (zł)	6,45
min cena 52 tygodnie (zł)	2,30
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	46,5

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Anvik Holdings Ltd.	37,7%	37,7%
Marian Owerko	14,4%	14,4%
Artur Ungier	6,6%	6,6%
free float	41,3%	41,3%



Analitik:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2009 r. i wyniki finansowe

Pierwszych miesięcy bieżącego roku Bakalland nie może zaliczyć do udanych, szczególnie pod względem zyskowności. Uzyskana wartość przychodów jest zbliżona do tej z poprzedniego roku, podobnie zresztą jak w przypadku całych trzech kwartałów tego roku obrotowego. Nastąpił jednak spadek marży brutto na sprzedaży, co jest dowodem na to, że nie do końca udało się Spółce przerzucić wyższy koszt surowca na odbiorców i rentowność sprzedaży jest niższa. W konsekwencji nieznacznie zmniejszył się również zysk z działalności operacyjnej.

Najbardziej niekorzystnym zjawiskiem dla Spółki były jednak ujemne różnice kursowe związane ze zobowiązaniami denominowanymi w dolarach i w euro. Gwałtowna deprecjacja złotego rozpoczęła jesienią ubiegłego roku postępowała również w okresie styczeń-marzec, w związku z czym koszty finansowe były bardzo wysokie. W efekcie zysk netto spadł do 0,5 mln zł w stosunku do 2,7 mln zł przed rokiem.

Inwestycje oraz poszerzanie asortymentu

Obecnie finalizowana jest inwestycja w rozbudowę zakładów produkcyjnych oraz powierzchnię magazynową w Janowie Podlaskim oraz w Osinie. Dzięki tym nakładom znacznie wzrosną moce produkcyjne Spółki w konfekcjonowaniu bakalii oraz możliwe będzie rozpoczęcie wytwarzania nowego produktu w ofercie Spółki, jakim są płatki musli. Dodatkowo w kwietniu Bakalland włączył do swojej Grupy spółkę Gardenia zajmującą się przetwórstwem owoców miękkich. Wszystkie te działania mają na celu poszerzenie asortymentu o inne produkty niż bakalie, by zdywersyfikować przychody i wyrównać sprzedaż na przestrzeni poszczególnych kwartałów. Obecnie bowiem sprzedaż charakteryzuje się wysoką sezonowością związaną z popytem na bakalie.

Perspektywy na przyszłość i czynniki ryzyka

Bieżący rok obrotowy zakończy się dla Bakallandu prawdopodobnie wynikiem najgorszym od co najmniej 4 lat, co jest to efektem niekorzystnych warunków makroekonomicznych. Wydaje się, że następne kwartały nie będą już tak trudne dla Spółki i rentowność w kolejnych latach wróci do wcześniejszych poziomów. Poprzednie lata pokazują, że Spółka ma duży potencjał i potrafi dynamicznie się rozwijać, co powinno następować również w przyszłości. Czynnikiem dodatkowo zwiększającym atrakcyjność inwestycji w Bakalland jest prowadzony obecnie skup akcji własnych, na który Spółka przeznaczyła 7,5 mln zł.

Z drugiej strony właśnie z dynamicznym rozwojem Spółki wiążemy obecnie największe ryzyko na najbliższą przyszłość. Wprowadzanie na rynek nowych produktów będzie się wiązało z możliwością niepowodzenia ze względu na dużą konkurencję. Poza tym nakłady na promocję mogą przyczynić się do pogorszenia wyników.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny metodą DCF implikują wartość jednej akcji Bakallandu na poziomie 5,73 zł. Wycena porównawcza dała cenę akcji Spółki na poziomie 3,16 zł. Ustalliliśmy również cenę na podstawie metody dywidendowej, która wyniosła 3,45 zł. Na podstawie powyższych wycen, nadając im równą wagę, ustalamy cenę docelową na poziomie 4,11 zł. Widzimy duży potencjał rozwoju Bakallandu w najbliższych latach, co może być dodatkowo spotęgowane akwizycjami. Z tego powodu oraz ze względu na fakt, że cena docelowa znacznie przewyższa cenę rynkową, mimo niskiej wyceny porównawczej, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Bakallandu.

mln zł	2007/8*	2008/9P*	2009/10P*	2010/11P*	2011/12P*	2012/13P*
Przychody ze sprzedaży	189,1	190,0	224,2	248,9	272,6	294,9
zmiana r/r (%)	25,4%	0,5%	18,0%	11,0%	9,5%	8,2%
EBITDA	19,0	17,4	21,1	24,0	26,9	29,0
EBIT	16,2	14,8	16,8	19,2	22,0	24,0
marża EBIT (%)	8,6%	7,8%	7,5%	7,7%	8,1%	8,1%
Zysk netto	9,5	4,5	9,8	11,6	13,8	15,3
marża netto (%)	5,0%	2,4%	4,4%	4,7%	5,1%	5,2%
EPS (zł)	0,45	0,21	0,47	0,55	0,66	0,73
DPS (zł)	0,09	0,15	0,06	0,16	0,22	0,33
P / E	7,4	15,7	7,2	6,0	5,1	4,6
EV / EBITDA	6,6	7,2	5,9	5,2	4,6	4,3

* rok obrotowy rozpoczynający się w lipcu

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej;
- metody dywidendowej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży. Wycena oparta o dywidendę wypłacaną przez spółkę bazuje na zdyskontowanych płatnościach dla akcjonariuszy.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Bakalland w wysokości 120,3 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 5,73 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji, prognoza obejmuje już włączenie spółki Gardenia do Grupy Bakalland;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 6%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 1,5% w skali roku;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (8%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany Spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych,;
- wielkość zadłużenia długoterminowego Spółki będzie się zmniejszać zgodnie z harmonogramem spłaty kredytu inwestycyjnego, natomiast zadłużenie krótkoterminowe uzależnione jest od kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie przyjęto wypłatę dywidendy w wysokości 30% zysku netto za 2008 r., wypłaty w kolejnych latach będą się zwiększać, aż osiągną poziom 50% zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 31, 57 i 64 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji, nie uwzględniono również skupu akcji własnych;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wycena nie uwzględnia dotacji w wysokości 8-10 mln zł, jaką Spółka może otrzymać w związku z inwestycjami w zakładach produkcyjnych ze względu na niepewność jej wpływu;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.07.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	224,2	248,9	272,6	294,9	315,6	331,3	347,9	358,3	369,1	380,2
EBIT	16,8	19,2	22,0	24,0	24,7	26,1	27,4	28,2	29,0	29,8
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	13,6	15,6	17,9	19,4	20,0	21,2	22,2	22,9	23,5	24,2
Amortyzacja	4,3	4,8	4,9	5,1	4,8	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7
CAPEX	4,0	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6	2,3	3,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	8,4	6,1	5,8	5,5	5,1	3,9	4,1	2,6	2,6	2,7
FCFF	5,5	13,0	15,5	17,5	18,2	18,9	19,8	22,0	22,0	21,4
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
% kapitału własnego	54,5%	57,3%	58,8%	60,4%	61,6%	62,7%	64,2%	65,6%	66,7%	67,8%
% długu	45,5%	42,7%	41,2%	39,6%	38,4%	37,3%	35,8%	34,4%	33,3%	32,2%
WACC	10,5%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,4%
Suma DFCF	95,2									
Wartość rezydualna (TV)	217,4									
Zdyskontowana TV	68,6									
Wartość działalności operacyjnej	163,8									
Gotówka netto	-43,5									
Wartość kapitału własnego	120,3									
Liczba akcji (mln szt.)	21,0									
Wartość 1 akcji (1.07.2009)	5,73 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy analizę wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości współczynnika beta oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się niewielką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości współczynnika beta. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 5,73 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	1,1	6,05	6,25	6,46	6,70	6,97
	1,2	5,72	5,89	6,08	6,29	6,53
	1,3	5,40	5,56	5,73	5,92	6,13
	1,4	5,12	5,25	5,41	5,58	5,76
	1,5	4,85	4,97	5,11	5,26	5,42

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Ze względu na sezonową zmianę zadłużenia w Spółce, do obliczania wskaźników opartych na EV wykorzystaliśmy średnioroczny poziom zadłużenia.

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w zestawieniu z pozostałymi spółkami z GPW operującymi w segmencie handlu hurtowego, które zajmują się głównie importem produktów spożywczych i ich dystrybucją na terenie kraju. Spółki te charakteryzują się podobną ekspozycją na zmianę kursów walutowych, a także na wahania popytu. Poniżej znajduje się krótki opis działalności tych spółek.

Helio zajmuje się importem, konfekcjonowaniem oraz dystrybucją orzechów, owoców suszonych, pestek i ziaren. Ważnym produktem pozostaje również masa makowa, co sprawia, że Helio jest bezpośrednim konkurentem Bakallandu. Głównymi odbiorcami oferty spółki są sieci handlowe. Produkty sprzedawane są pod markami Bona, Słoneczne Owoce i Helio.

Atlanta Poland opiera swoją podstawową działalność na handlu zagranicznym, polegającym na sprowadzaniu do Polski orzechów, suszonych owoców i innych bakalii oraz substancji wykorzystywanych do produkcji wyrobów czekoladowych i słodczy. Spółka zakupuje produkty bezpośrednio w kraju pochodzenia, prowadzi więc działalność bardzo zbliżoną do wycenianych spółek.

North Coast zajmuje się natomiast importem i dystrybucją żywności z Włoch. Spółka posiada wyłączność na wiele produktów, przy czym większość asortymentu należy do kategorii premium, przez co jest wrażliwa na podobne wahania popytu. Od niedawna dodatkową aktywnością Grupy North Coast jest produkcja włoskich serów.

Tab. Wycena porównawcza w zestawieniu ze spółkami krajowymi

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008	2009P	2008	2009P	2008	2009P
Atlanta	13,1	11,9	8,8	8,0	-	-
Helio	6,2	5,5	5,7	5,0	7,2	7,2
North Coast	7,3	7,4	5,6	4,5	8,4	8,1
Średnia	8,8	8,2	6,7	5,8	7,8	7,7
Bakalland						
Wartość wskaźnika	8,4	7,5	7,2	5,9	15,7	7,2
Implikowana cena 1 akcji	3,63	3,97	2,94	3,21	1,66	3,57
Wagi dla wskaźników	33,3%		33,3%		33,3%	
Wycena 1 akcji	3,16 zł					

Źródło: BM BGZ.

Z zestawienia ze spółkami o podobnym profilu działalności można wnioskować, że wyniki Bakallandu są dobrze wyceniane przez rynek. Wycena oparta o wspomniane wyżej wskaźniki wskazuje na cenę jednej akcji Spółki na poziomie 3,16 zł, czyli na poziomie bardzo zbliżonym do obecnych notowań. Niski wynik netto

bieżącego roku przyczynia się do tego, iż wycena oparta o wskaźnik P/E jest najmniej korzystna, natomiast najlepiej Spółka prezentuje się w oparciu o wskaźnik EV/EBIT. Oczekiwana poprawa wyników w kolejnym roku obrotowym powoduje, że wskaźniki stają się bardziej atrakcyjne.

Wycena dywidendowa

Bakalland, choć jest notowany na GPW dopiero od dwóch lat, w każdym roku wypłacał część zysku akcjonariuszom w postaci dywidendy. W związku z tym możliwe jest w przypadku tej spółki wykorzystanie metody dywidendowej do wyceny akcji. Dyskontując przepływy otrzymane w kolejnych latach, otrzymaliśmy bieżącą wartość jednej akcji na poziomie 3,45 zł, co nieznacznie przewyższa obecne notowania na rynku.

Tab. Wycena metodą dywidendową

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Dywidenda	1,3	3,4	4,7	6,9	7,6	7,9	8,5	9,0	9,3	9,7
Mnożnik dyskonta	0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46	0,41	0,37
Wartość bieżąca	1,3	2,9	3,6	4,8	4,8	4,5	4,3	4,1	3,8	3,6
Suma bieżących wartości wypłat	37,8									
Wartość rezydualna (TV)	109,4									
Zdyskontowana TV	34,5									
Wartość Bakalland	72,4									
Liczba akcji (mln)	21,0									
Wartość 1 akcji	3,45 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognoza BM BGZ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF, z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi oraz z wyceny dywidendowej, nadając wszystkim wartościom równe wagi (33%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Bakallandu ustalamy na 4,11 zł. Z uwagi na to, że cena docelowa różni się do ceny rynkowej o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Bakallandu.

Tab. Wycena końcowa

	wycena 1 akcji		waga
metoda DCF	5,73		33%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	3,16		33%
metoda dywidendowa	3,45		33%
wycena Bakalland	4,11 zł		
obecna cena akcji	3,34 zł		

Źródło: BM BGZ.

Charakterystyka Spółki – Bakalland

Wyniki finansowe

Bakalland bardzo dynamicznie zwiększał swoją sprzedaż w poprzednich latach, kiedy to przychody rosły w tempie 20-25% w skali roku. W bieżącym roku obrotowym (Bakalland stosuje przesunięty rok obrotowy, rozpoczynający się w lipcu danego roku) dynamika wzrostu wyhamowała i wielkość przychodów będzie zbliżona do wartości z roku poprzedniego. Spadek dynamiki dotyczy jednak jedynie spółek zależnych w Grupie, natomiast Bakalland jako podmiot dominujący osiąga przychody wyższe o kilka procent w stosunku do 2007 r.

Niższe przychody spółek zależnych to skutek zmian w Grupie, których efektem była eliminacja niektórych kontraktów. Jednak już w kolejnym roku obrotowym Spółka powinna powrócić do tendencji wzrostowej w wartości przychodów ze sprzedaży. Będzie to efekt zarówno powiększenia Grupy o spółkę Gardenia oraz wzrostu organicznego, a także wprowadzenia na rynek nowych produktów. Rozwój działalności umożliwią prowadzone obecnie inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych i rozbudowę powierzchni magazynowych.

Jeżeli chodzi o rentowność działalności, to tu również widać pewne pogorszenie. Jest to skutek niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych, głównie w postaci wysokiego kursu euro, co odbija się na zyskowności Spółki. Wzrost cen towarów importowanych nie zawsze da się przerzucić na odbiorców. Często następuje to po pewnym okresie dostosowania. W związku z tym to importer ponosi znaczną część kosztu zmiany ceny produktów. Mimo to rentowność Bakallandu nie powinna obniżyć się w znaczącym stopniu w stosunku do poprzedniego roku. Wartość zysku EBITDA spadła wraz ze spadkiem zysku operacyjnego, jednak odpisy amortyzacyjne ostatnich inwestycji przyczynią się do wzrostu tej wartości od kolejnego roku obrotowego.

Tab. Wyniki finansowe Bakallandu

(mln PLN)	2006/7	2007/8	2008/9P	2009/10P
Przychody ogółem	150,8	189,1	190,0	224,2
<i>zmiana r/r</i>	<i>20,9%</i>	<i>25,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>18,0%</i>
EBITDA	12,4	19,0	17,4	21,1
EBIT	10,4	16,2	14,8	16,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,5%</i>
Zysk brutto	9,7	12,0	5,5	12,1
Zysk netto	8,1	9,5	4,5	9,8
<i>marża netto</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,4%</i>
Dług/kapitał własny	0,3	0,8	0,8	0,7
Dług/EBITDA	1,0	2,1	2,5	2,2
EBIT/odsetki	5,8	6,5	4,0	3,6
Przepływy z działalności operacyjnej	9,5	-10,3	18,3	10,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,0	-11,0	-16,0	-4,0
Przepływy z działalności finansowej	-3,5	20,8	-2,3	-4,4

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Zmiany na rynku walutowym odbiły się w dużym stopniu na kosztach finansowych Spółki. Bakalland opiera się w znacznej mierze na imporcie surowca, a zobowiązania denominowane są w dolarach lub euro. Gwałtowna deprecjacja polskiej waluty przyczyniła się do wzrostu wartości zobowiązań i ujemnych różnic kursowych. Spółka zabezpieczała się przez instrumenty pochodne, jednak nie na pełną wartość zobowiązań, w związku z czym nie udało się uniknąć strat z tytułu osłabienia złotego.

Bardzo wysokie koszty finansowe pochodzące z ujemnych różnic kursowych oraz z odsetek od kredytów przyczyniły się do znacznego spadku zysku netto. W tym roku obrotowym może on być nawet o połowę niższy niż w 2007 r. Straty na zmianach kursów walutowych należy jednak traktować jako czynnik jednorazowy i w kolejnych kwartałach wyniki Spółki nie powinny już być obciążone tak wysokimi kosztami finansowymi, co automatycznie przełoży się również na wyższy zysk netto i powrót do rentowności zbliżonej do poziomu z lat ubiegłych.

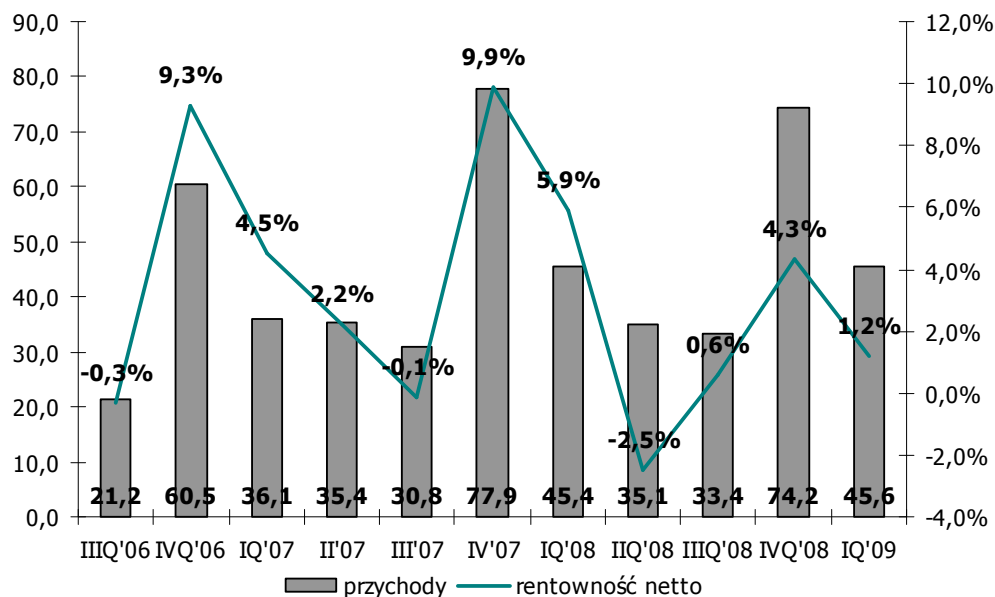
Bakalland wykazuje się dodatkimi przepływami z działalności operacyjnej. Wyjątkiem był tu poprzedni rok, kiedy zwiększony stan zapasów oraz należności przyczynił się do ujemnej wartości tej pozycji. Uwagę zwracają natomiast wysokie wartości nakładów inwestycyjnych, co wiąże się przede wszystkim z rozbudową i modernizacją obiektu w Janowie Podlaskim oraz w Osinie. Całkowite nakłady na ten cel wyniosą ok. 20 mln zł, przy czym Spółka ciągle jeszcze ma szansę otrzymać dotację unijną na tą inwestycję. Byłby to wpływ gotówki w wysokości 8-10 mln zł, natomiast ostateczna decyzja będzie znana w lipcu bieżącego roku (ze względu na niepewność otrzymania tej dotacji nie jest ona uwzględniana w wycenie Spółki).

Jeżeli chodzi o działalność finansową, to w 2007 r. jej dodatnie saldo wynikało ze znacznego zwiększenia zadłużenia Spółki z przeznaczeniem na finansowanie kapitału obrotowego, natomiast w 2008 r. zaciągnięty został kredyt inwestycyjny, który będzie spłacany przez 7 lat. W kolejnych latach przepływy powinny charakteryzować się ujemną wartością w związku ze spłatą zadłużenia długoterminowego oraz z wypłatą dywidendy. Wypłata zysku dla akcjonariuszy następowała dotychczas w każdym roku notowań Bakallandu na GPW i tendencja ta ma się utrzymać również w kolejnych latach, a część zysku netto przeznaczona do podziału ma zwiększyć się docelowo do 50% z obecnych 30%.

Stosunek zadłużenia do kapitałów własnych nie jest wysoki i wynosi 80%. Wzrost zadłużenia w bieżącym roku połączony z nieco gorszymi wynikami spowodował zwiększenie stosunku zadłużenia odsetkowego do zysku EBITDA do dość wysokiego poziomu. Regularna spłata zadłużenia wraz z poprawiającymi się wynikami w kolejnych latach powinny jednak przyczynić się do spadku tego wskaźnika do bezpiecznych poziomów. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku wskaźnika EBIT/odsetki, gdzie jego wartość znacznie spadła w tym roku, natomiast powinna się zwiększać w kolejnych latach. Wskaźniki te sugerują jednak, że zadłużenie nie powinno już wzrastać, ponieważ jego wyższy poziom mógłby stać się zagrożeniem dla płynności Spółki.

Duże znaczenie dla działalności i wyników Spółki ma sezonowość sprzedaży. Największa sprzedaż realizowana jest w czwartym i pierwszym kwartale każdego roku, co jest typowe dla tej branży. Również wynik netto waha się w zależności od wielkości sprzedaży w poszczególnych kwartałach, notując wysokie zyski przy dużych przychodach i straty w miesiącach letnich, co zobrazowane jest na poniższym wykresie. W okresie niskich przychodów zyski nie wystarczają na pokrycie wszystkich kosztów, przez co Spółka notuje stratę netto. Jest ona za to kompensowana w czasie wysokiej sprzedaży. Poszerzanie asortymentu oraz dywersyfikacja działalności na inne obszary (płatki śniadaniowe, owoce miękkie, oliwa, czy zdrowa żywność) mają na celu wypłaszczenie rozkładu przychodów w skali roku i większą stabilność osiąganych wyników.

Rys. Wielkość przychodów (mln zł) i rentowność netto Bakallandu w kolejnych kwartałach



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

TRZECI KWARTAŁ (styczeń-marzec 2009 r.)

Pierwszych miesięcy bieżącego roku Bakalland nie może zaliczyć do udanych, szczególnie pod względem zyskowności. Pod względem przychodów uzyskana wartość jest zbliżona do tej z poprzedniego roku, podobnie zresztą jak w przypadku całych trzech kwartałów tego roku obrotowego. Nastąpił jednak spadek marży brutto na sprzedaży, co jest dowodem na to, że nie do końca udało się Spółce przetrzymać wyższy koszt surowca na odbiorców i rentowność jest nieznacznie niższa.

Tab. Wyniki finansowe Bakallandu w trzecim kwartale

mln zł	3Q 2007	3Q 2008	zmiana r/r	1-3Q 2007	1-3Q 2008	zmiana r/r
przychody	45,4	45,6	0,5%	154,0	153,2	-0,5%
zysk brutto ze sprzedaży	14,9	14,3	-3,7%	49,8	49,5	-0,7%
marża brutto na sprzedaży	32,8%	31,4%	-1,4 p.p.	32,4%	32,3%	-0,1 p.p.
EBITDA	5,1	5,2	2,7%	18,3	16,1	-11,9%
EBIT	4,6	4,4	-2,4%	16,3	13,7	-15,8%
marża operacyjna	10,0%	9,7%	-0,3 p.p.	10,6%	9,0%	-1,6 p.p.
koszty finansowe	1,8	4,0	120,2%	4,0	8,5	111,9%
zysk brutto	3,1	0,8	-73,7%	12,8	5,7	-55,5%
zysk netto	2,7	0,5	-80,1%	10,3	3,8	-63,3%
marża netto	5,9%	1,2%	-4,7 p.p.	6,7%	2,5%	-4,2 p.p.

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

W konsekwencji zmniejszył się również zysk z działalności operacyjnej. O ile w ostatnim kwartale spadek jest niewielki, o tyle narastająco za trzy kwartały sięga on już ponad 15%. Spadek marży operacyjnej przy niezmiętej wartości zysku brutto na sprzedaży jest przejawem wzrostu kosztów działalności.

Zysk EBITDA w trzecim kwartale nieznacznie wzrósł dzięki większym odpisom amortyzacyjnym, jednak w trzech kwartałach jest już o ponad 11% niższy od ubiegłorocznego.

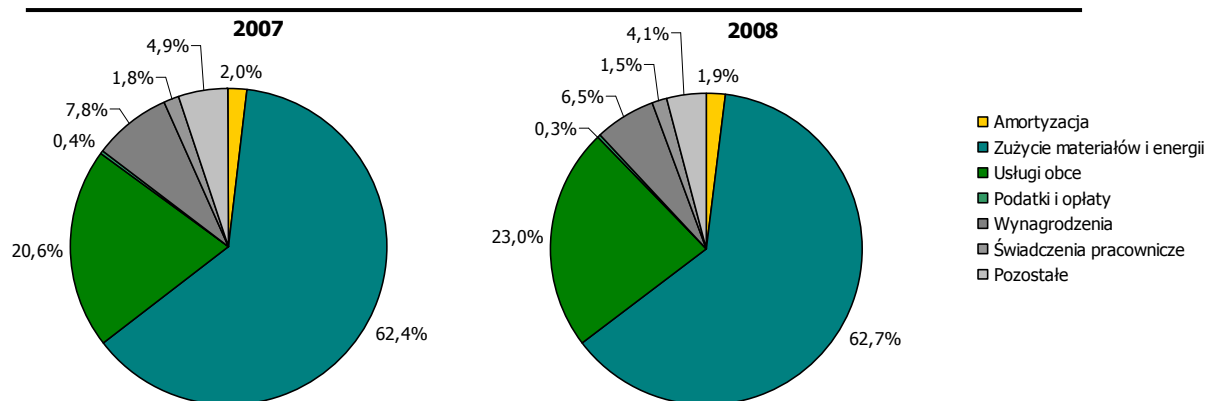
Najbardziej niekorzystnym zjawiskiem dla Spółki były jednak ujemne różnice kursowe związane ze zobowiązaniami denominowanymi w euro. Gwałtowna deprecjacja złotego rozpoczęta jesienią ubiegłego roku postępowała również w okresie styczeń-marzec, w związku z czym pozycja kosztów finansowych wykazuje bardzo wysoką wartość. W jednym kwartale był to wzrost o ponad 2 mln, natomiast od początku roku obrotowego już 4,5 mln. W efekcie zysk netto będzie najniższy od wielu lat, a spadek w stosunku do poprzedniego roku jest bardzo duży.

STRUKTURA KOSZTÓW

W strukturze kosztów Spółki nie nastąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniego roku. Nadal największy udział stanowią koszty zużycia materiałów i energii, odpowiadające za ponad 60% wszystkich kosztów. Nieznaczny wzrost nastąpił w pozycji usług obcych, gdzie znajduje się przede wszystkim transport i wszystkie usługi logistyczne. Zakończenie obecnie prowadzonych inwestycji powinno się przyczynić do zmniejszenia tej pozycji ze względu na skupienie większej części działalności w jednym miejscu.

Wielkość odpisów amortyzacyjnych nie była znacząca, jednak ich wartość znacznie wzrosła od przyszłego roku, kiedy umarzane będą nakłady na inwestycje w Janowie oraz Osinie. Amortyzacja będzie wtedy wykazywać prawie dwukrotnie większą wartość w stosunku do stanu obecnego. Rozpoczęcie działalności w nowych zakładach przyczyni się również do oszczędności na wynagrodzeniach w związku z większą automatyzacją produkcji.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych Bakallandu



Źródło: Spółka, BM BGZ.

INWESTYCJE

W ostatnich miesiącach wysiłki inwestycyjne Bakallandu skupiały się na rozbudowie oraz modernizacji istniejących zakładów w Janowie Podlaskim oraz w Osinie. Dzięki przeprowadzonym inwestycjom znacznie wzrosną moce produkcyjne, praca będzie bardziej zautomatyzowana oraz możliwe będzie rozpoczęcie wytwarzania nowych produktów.

Zakład w Janowie będzie najnowocześniejszym zakładem produkcyjnym w branży bakalii w całej Europie Środkowo-Wschodniej. Przed rozbudową jego powierzchnia wynosiła 3500 m. kw., natomiast po zakończeniu prac sięgnie ona 9000 m. kw. Pozwoli to na konfekcjonowanie 150 ton masy surowca i produkcję 380 tys. opakowań detalicznych w ciągu jednej zmiany. Dotychczas było to odpowiednio 70 ton

i 240 tys. opakowań. Natomiast zakład w Osinie został przystosowany do produkcji płatków musli, co będzie tworzyć nowy segment działalności Bakallandu.

Powyzsze inwestycje mają na celu przede wszystkim zwiększenie mocy produkcyjnych, jednak jednocześnie przyczynią się do znacznych oszczędności w Spółce. Skupienie działalności w segmencie bakalii w jednej lokalizacji przyniesie spore oszczędności na transporcie. Co więcej, płace w tym rejonie należą do najniższych w Polsce, dzięki czemu koszty wynagrodzeń również będą niższe. Negatywny wpływ na wynik będą jednak wywierać wyższe odpisy amortyzacyjne oraz koszty finansowe związane z zadłużeniem.

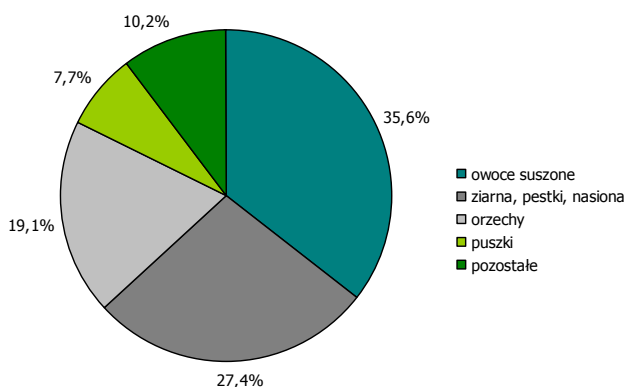
Inwestycje były bowiem finansowane w znacznym stopniu kredytem długoterminowym. Spółka otrzymała kredyt inwestycyjny denominowany we frankach szwajcarskich w wysokości 14 mln zł. Spłata tego zadłużenia będzie następować w ciągu siedmiu lat, a pierwsza płatność będzie miała miejsce w grudniu bieżącego roku.

Działalność operacyjna

Podstawową działalnością Bakallandu jest import, konfekcjonowanie oraz dystrybucja bakalii na polskim rynku. Spółka działa już od 1991 r., przy czym dopiero przed debiutem na GPW w listopadzie 2006 r. zmieniła nazwę z Uno Fresco Tradex. Poprzez kolejne przejęcia działalność Bakallandu była stale poszerzana, co zwiększało skalę działania Spółki oraz dywersyfikowało źródła przychodów.

Obecnie poszerzony asortyment oferty Bakallandu obejmuje: orzechy, suszone owoce, masę makową, kutię, owoce w puszkach, oliwę, suche produkty zbożowe oraz ich przetwory, produkty z soi, a także produkty lecznicze i OTC. Dominującą pozycję w przychodach stanowią jednak nadal bakalie, czyli owoce suszone, orzechy i pestki. Swój udział zwiększają natomiast pozostałe produkty, do których należy m.in. oliwa.

Rys. Struktura asortymentowa przychodów Bakallandu



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Produkty Spółki oferowane są zarówno pod markami własnymi, jak również pod markami sieci handlowych. Marki własne promowane przez Grupę Kapitałową to Bakalland (najwyższej jakości bakalie, owoce w puszkach oraz masa makowa), Fresco (bakalie o niższym standardzie) oraz Orico (ryż, kasza, produkty sojowe) i stanowią one ponad 50% wartości przychodów. Pod markami sieci handlowych sprzedawane są głównie bakalie.

Niemal cała sprzedaż Bakallandu kierowana jest na rynek krajowy. Większość obrotów (ponad 50%) generowana jest przez sieci handlowe, jednak penetracja rynku w przypadku Bakallandu jest silna i produkty Spółki dostępne są w ponad 40% sklepów w Polsce (48 000 sklepów). Jedynie ok. 9% przychodów pochodzi

z eksportu, a głównymi rynkami są tu Ukraina, Niemcy i Austria. Obecnie kładziony jest nacisk na intensyfikację kontraktów zagranicznych oraz akwizycje spółek skoncentrowanych na sprzedaży zagranicznej, by stworzyć naturalny hedging dla zobowiązań w walutach obcych.

Poszerzanie asortymentu sprzedaży, oprócz dywersyfikacji przychodów, ma również inny bardzo istotny cel. Chodzi o wypłaszczenie rozkładu przychodów w poszczególnych kwartałach, by osiągnąć wyniki były bardziej stabilne. Przy dużym udziale bakalii w sprzedaży następują wahania popytu na produkty Spółki, natomiast wprowadzenie produktów sprzedawanych równomiernie przez cały rok przyczyni się do zmniejszenia tych wahań. W związku z tym od lipca do oferty zostanie włączony nowy produkt – płatki śniadaniowe musli z dużą ilością bakalii.

Działalność Bakallandu odbywa się w kilku zakładach produkcyjnych. Najważniejszym jest zakład w Janowie Podlaskim, gdzie konfekcjonowane są bakalie. Po zakończeniu prowadzonych jeszcze prac, zakład będzie najnowocześniejszym tego typu w Europie Środkowo-Wschodniej. Drugi zakład, przejęty wraz ze spółką Polgrunt, znajduje się w Osinie i zatrudnia wysoko wykwalifikowaną kadrę pod względem technologii produkcji.

Gardenia Sp. z o.o.

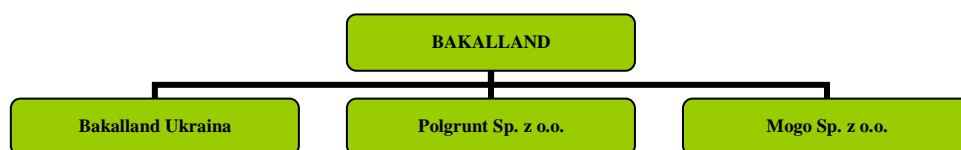
W ubiegłym miesiącu Bakalland informował o rozpoczęciu działalności w kolejnym segmencie, jakim jest przetwórstwo owoców miękkich (truskawki, wiśnie, maliny, porzeczki). Jest to skutek przejęcia udziałów w spółce Gardenia oraz objęcia dodatkowych udziałów w ramach podwyższenia kapitału, co w sumie daje Bakallandowi 70% własności tego podmiotu.

Gardenia oferuje przede wszystkim owoce w postaci mrozonek, które kierowane są do odbiorców przemysłowych – producentów lodów, ciast itp. Ważne jest, że większość sprzedaży tej spółki kierowana jest na eksport, co ma duże znaczenie dla Grupy. Szacowana wartość rocznych przychodów tej spółki to 14 mln zł przy wysokiej rentowności dającej prawie 1 mln zł zysku netto, co wpłynie na poprawę wyników całej Grupy.

Struktura Grupy Kapitałowej Bakalland

Struktura Grupy Kapitałowej Bakalland jest prosta, ponieważ znajdują się w niej tylko trzy spółki. Bakalland Ukraina należy w 90% do Bakallandu. Pełni on funkcje oddziału Spółki, zajmującego się dystrybucją produktów na rynku ukraińskim. Polgrunt jest z kolei liderem rynku przetworów i produktów sojowych. Poza tym zajmuje się sprzedażą ryżu, kasz i fasoli pod marką Orico. W najbliższym czasie spółka ta zostanie włączona w struktury Bakallandu. Spółka właściwie już włączoną w strukturę podmiotu dominującego jest Mogo. Jest to podmiot zajmujący się dystrybucją leków z segmentu OTC na rynku pozaaptecznym. Poza dystrybucją dla takich firm jak Polpharma, Bayer, Plisa czy Pfizer spółka Mogo posiada także własną markę Medicea. Spółki Polgrunt oraz Mogo w 100% należą do Bakallandu.

Rys. Struktura Grupy Bakalland



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Bakalland bardzo aktywnie działa na polu akwizycji. W ostatnich latach Spółka przejęła 10 różnych podmiotów, operujących głównie w segmencie bakalii, które w większości zostały już włączone w struktury Grupy. Zainteresowaniem Bakallandu, szczególnie w ostatnim czasie, cieszą się również spółki z innych segmentów działalności, przy czym ważne jest też ich zorientowanie na sprzedaż eksportową, która stanowiłaby naturalny hedging dla zobowiązań wobec zagranicznych dostawców.

Tab. Transakcje fuzji i przejęć Bakallandu

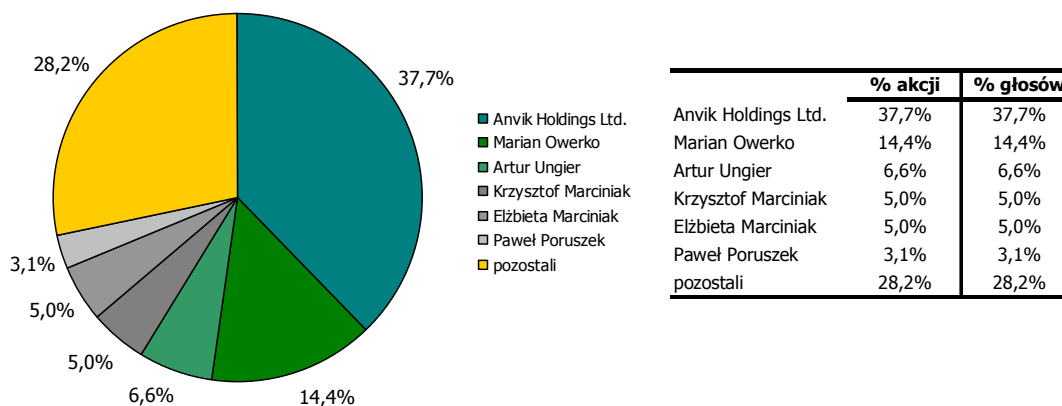
Rok	Spółka	Segment działalności
1995	Milpo	suszone owoce i orzechy
2000	Fresco	suszone owoce i orzechy
2003	Profit	suszone owoce i orzechy
2006	Komosa	suszone owoce, orzechy, warzywa strączkowe
2006	Hordgal	suszone owoce i orzechy
2006	Bakal Nuss	suszone owoce i orzechy
2006	Solger	ryż, fasola, kasze
2007	Polgrunt	zdrowa żywność, produkty sojowe, musli
2007	Mogo	żywność ekologiczna, leki OTC
2007	Polski Błonnik	zdrowa żywność, błonnik

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem Bakallandu jest Anvik Holdings Ltd. – spółka prawa cypryjskiego, przez którą pośrednio posiadają udziały osoby związane ze spółką. Znaczne pakiety należą również bezpośrednio do twórców firmy – Mariana Owerko pełniącego obowiązki Prezesa Spółki (14,4%), oraz Artura Ungiera, obecnie Dyrektora Finansowego Bakallandu (6,6%). W wolnym obrocie znajduje się ponad 28% akcji, przy czym żadne akcje nie są uprzywilejowane.

Rys. Struktura własnościowa Bakalland



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie konkurencyjne

Rynek bakalii w Polsce szacowany jest na obecnie 600-650 mln zł, przy czym charakterystyczne dla tego segmentu jest duże rozdrobnienie. Mimo to istnieje kilka firm, które posiadają spore udziały w rynku. Największym graczem jest tu Bakalland (w zależności od badań udział tej spółki waha się od 15% do 24%). Dystrybucją bakalii zajmują się jeszcze dwie spółki notowane na GPW – Atlanta i Helio. W przypadku pierwszej z nich działalnością podstawową jest handel hurtowy bakaliami, kierowany do przemysłu. Natomiast sprzedaż detaliczna stanowi niewielki udział i generowana jest przez spółkę zależną. Natomiast Helio pozostaje bezpośrednim konkurentem Bakallandu na rynku detalicznym bakalii oraz masy makowej. Specyfika działalności tych spółek, tzn. segment, w którym operują, oraz podobne czynniki ryzyka, na jakie są wystawione, pozwalają dokonać porównania ich wskaźników finansowych.

Tab. Porównanie wskaźników Bakallandu i konkurentów za 2008 r. (styczeń-grudzień)

wskaźnik	Bakalland	Helio	Atlanta
ROA	3,5%	9,6%	0,1%
ROE	10,7%	18,4%	0,2%
Dług / EBITDA	4,0	1,8	7,2
Dług / kapitał własny	1,4	0,5	1,5
Przychody	188,0	66,3	149,0
Marża brutto na sprzedaży	32,0%	34,0%	20,1%
Marża EBIT	7,3%	10,4%	3,2%
Marża EBITDA	8,8%	11,3%	4,7%
Marża netto	2,8%	7,7%	0,1%
Rotacja zapasów	55,7	58,7	58,0
Rotacja należności	133,6	186,0	95,7
Rotacja zobowiązań	40,8	48,3	20,8
Cykl rotacji gotówki	148,6	196,5	132,9

Źródło: sprawozdania Spółek, BM BGŻ.

Przedstawione w powyższej tabeli dane obejmują okres roku kalendarzowego 2008, natomiast pozycje bilansowe przyjęto na koniec grudnia. W pewien sposób zniekształca to niektóre wskaźniki, ponieważ Spółki te charakteryzują się dużą sezonowością sprzedaży, która kumuluje się w okresie świątecznym w grudniu oraz na wiosnę. W efekcie wartość długu oraz rotacje zobowiązań przedstawiają inne wartości niż średnie dla całego roku.

Problemów z porównaniem nie ma natomiast przy zestawieniu rentowności poszczególnych spółek. Zarówno pod względem zysku w stosunku do aktywów, jak i w stosunku zysku do kapitałów własnych, Helio wykazuje się najwyższymi wartościami. Bakalland uzyskuje również przyzwoitą rentowność, osiągając ROA na poziomie 3,5%, a ROE na poziomie ponad 10%.

Podobne wnioski można wyciągnąć z porównania marż na poszczególnych poziomach. Niskie marże Atlanty wynikają ze specyfiki działalności – sprzedaż hurtowa produktów nieprzetworzonych zapewnia niższe marże niż konfekcjonowanie i dystrybucja mniejszych opakowań. Bakalland również część sprzedaży kieruje do przemysłu, jednak zdecydowana większość to sprzedaż detaliczna. W tym aspekcie ważniejsze jest porównanie z Helio, które jest bezpośrednim konkurentem Bakallandu zarówno na rynku bakalii, jak i w segmencie masy makowej. Rentowność Helio jest wyższa na wszystkich poziomach,

przy czym najbardziej wyraźnie widać to na marży netto, co jest efektem większego zadłużenia Bakallandu, co zwiększa koszty finansowe.

Pod względem zadłużenia Bakalland charakteryzuje się dość wysokimi wskaźnikami. Poziom długu w stosunku do kapitałów własnych i do wartości EBITDA pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie. Zaznaczyć należy, że prezentowany poziom zadłużenia odpowiada okresowi, kiedy kredyty bieżące są na najwyższym poziomie, natomiast ich średnioroczny poziom jest znacząco niższy, również w przypadku pozostałych spółek. Analiza ta uwzględni już zadłużenie długoterminowe związane z inwestycją w Janowie.

W przypadku analizy rotacji należy pamiętać o sezonowości sprzedaży, która wpływa na wielkości zapasów, należności i zobowiązań w trakcie roku. Przedstawione w tabeli wielkości odnoszą się do końca grudnia, kiedy zmniejszone są stany zapasów po intensywnej sprzedaży w okresie przedświątecznym oraz znacznie zwiększone są należności. Wynika to z faktu, że większość sprzedaży ma miejsce w grudniu, a gotówka za tą sprzedaż służy w kolejnych miesiącach. Porównując jednak uzyskane wartości wskaźników, można zauważyć, że Bakalland ma dość korzystny cykl rotacji gotówki w porównaniu z konkurentami.

Podsumowując to porównanie, należy stwierdzić, że Bakalland wypada dobrze w zestawieniu z konkurentami, choć w niektórych aspektach pozostałe spółki wykazują lepsze rezultaty. Obiektywne spojrzenie na wskaźniki prezentowane przez Spółkę są pozytywne i pozwalają dobrze ocenić jej działalność oraz osiągnięte wyniki.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Konsumpcja bakalii w Polsce systematycznie rośnie, co jest efektem kilku czynników. Przede wszystkim jest to skutek wzrostu zamożności Polaków, postępującej wraz ze wzrostem PKB. Mimo to spożycie bakalii na osobę jest kilkukrotnie niższe niż w krajach Europy Zachodniej, co pozwala przypuszczać, że trend wzrostu konsumpcji będzie się utrzymywał również w kolejnych latach.

Innym istotnym czynnikiem jest zmiana nawyków Polaków odnośnie spożycia bakalii. Wcześniej używano ich głównie do wypieku ciast w domach i cukierniach, natomiast obecnie zdobywają popularność w postaci suszonych przekąsek. Efekt ten wzmacnia przechodzenie na zdrowszą i bardziej ekologiczną żywność, który to warunek jest znakomicie spełniony przez bakalie, będące substytutem chipsów, paluszków i batonów. Dzięki temu zmniejsza się amplituda wahań przychodów w poszczególnych kwartałach.

Dużą wadą działalności w dystrybucji bakalii jest bowiem sezonowość sprzedaży, która znacznie waha się w ciągu roku. Największe przychody realizowane są w czwartym kwartale w okresie przedświątecznym oraz przed Wielkanocą, która wypada w pierwszym lub na początku drugiego kwartału. W pozostałych miesiącach popyt na bakalie jest znacznie mniejszy ze względu na konkurencję ze świeżymi owocami.

Wahania sprzedaży przekładają się również na zapasy i należności. Ponieważ sprzedaż jest skumulowana w krótkim okresie, należy gromadzić zapasy znacznie wcześniej. Natomiast należności wpływają dopiero kilkadziesiąt dni po zbyciu produktów. W efekcie działalność wymaga wysokich nakładów na kapitał obrotowy.

Podobnie wygląda sytuacja w przypadku masy makowej. Dynamika sprzedaży jest wysoka, co jest efektem poszukiwania łatwych rozwiązań kulinarnych pozostających w zgodzie z tradycyjnymi potrawami. Popyt na ten produkt kumuluje się w okresie Bożego Narodzenia, co przekłada się, tak samo jak w przypadku bakalii, na zwiększone zapasy w drugiej połowie roku oraz wysokie należności na koniec sezonu.

Dla dywersyfikacji źródeł dochodu oraz w celu wyrównania wielkości przychodów w poszczególnych kwartałach Bakalland stara się poszerzać swoją działalność i wchodzić w inne segmenty. Sprzedaż owoców w puszkach, oliwy oraz oliwek, jak również wprowadzenie własnej marki płatków śniadaniowych oraz wejście

na rynek owoców miękkich przyczyni się do zmniejszenia wahań wielkości sprzedaży i większej stabilności wypracowywanych wyników. Do wydłużenia sezonu przyczynia się także działalność spółki zależnej na Ukrainie gdzie święta są 2 tygodnie później.

Specyfika działalności nie wskazuje na istotne zagrożenia, które mogłyby w dłuższym terminie wpłynąć na znaczne pogorszenie wyników Spółki. Duże znaczenie należy jednak przywiązywać do kursów walutowych ze względu na fakt, iż całość surowca pochodzi z importu. Krótkie terminy płatności minimalizują ryzyko walutowe w odniesieniu do Spółki, jednak przekładają się na wzrost cen produktów, a to może przyczynić się do pewnego ograniczenia popytu. Poza tym nie zawsze przerzucenie cen na odbiorcę może być skuteczne, jako że kontrahentów łączy zazwyczaj umowy długoterminowe. Źródłem naturalnego hedgingu będzie sprzedaż eksportowa, która ma się zwiększać w następnych latach, głównie przez przejęcia podmiotów zorientowanych na eksport.

Jeżeli chodzi o elastyczność cenową popytu na produkty Spółki, to trzeba tu wyodrębnić dwa segmenty. Przede wszystkim są to bakalie i masa makowa jako składniki domowych wyrobów przygotowywanych głównie w czasie świąt. Popyt ten charakteryzuje się bardzo niską elastycznością cenową, ponieważ są to niezbędne produkty do sporządzenia ciast i innych potraw. Drugim segmentem są pozostałe produkty, takie jak bakalie w formie mieszanek, owoce w puszkach, oliwa i in. Spadek kursu złotego przyczynia się do wyższych cen produktów importowanych, przez co ich atrakcyjność może się zmniejszać.

Należy również zaznaczyć, że istnieje ryzyko związane z rozszerzaniem działalności Spółki o nowe segmenty, czyli płatki śniadaniowe, czy przetwórstwo owoców miękkich. Szczególnie przejmowanie innych podmiotów niesie ze sobą ryzyko zapłacenia za nie zbyt wysokiej ceny lub włączenia do grupy spółek i ludzi, którzy mogą przyczynić się do pogorszenia wyników. Poza tym działalność w nowej sferze stwarza zagrożenie niepowodzenia (np. ze względu na zbyt silnych graczy lub marki będące już na rynku), co mogłoby spowodować pogorszenie wyników Spółki. Negatywnie wpływać będą również ponoszone nakłady na promocje nowych marek.

Zagrożeniem dla branży może być także wejście większego gracza o silnej pozycji na międzynarodowym rynku bakalii, który mógłby przejąć duży udział rynku krajowego. System zakupowy sieci handlowych nie pozwala jednak zmonopolizować dostaw bakalii, ponieważ wymagana jest dywersyfikacja kontrahentów, co można traktować jako swego rodzaju ochronę dla istniejących firm. Poza tym Bakalland ma aspiracje stania się takim dużym graczem, co wzmocni jego pozycję rynkową.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans Bakalland

(mln PLN)	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
AKTYWA	108,4	116,3	129,3	142,6	156,5	169,4	181,6
Aktywa trwałe	35,0	48,4	48,1	44,6	41,1	37,5	34,3
Wartości niematerialne i prawne	1,1	1,7	1,5	1,1	0,6	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	26,8	39,6	39,5	36,4	33,4	30,2	27,0
Aktywa obrotowe	73,4	67,9	81,2	98,0	115,4	131,8	147,3
Zapasy	32,7	29,6	34,9	38,8	42,5	46,0	49,2
Należności krótkoterminowe	35,3	33,1	39,0	43,3	47,4	51,3	54,9
Inwestycje krótkoterminowe	3,2	3,1	5,1	13,7	23,3	32,4	41,1
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>2,7</i>	<i>11,3</i>	<i>20,9</i>	<i>29,9</i>	<i>38,6</i>
PASYWA	108,4	116,3	129,3	142,6	156,5	169,4	181,6
Kapitał własny	51,6	52,9	61,4	69,6	78,7	87,1	95,3
Kapitał zakładowy	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kapitał zapasowy	40,9	47,3	50,4	56,8	63,8	70,7	78,3
Zysk netto	9,5	4,5	9,8	11,6	13,8	15,3	15,8
Zobowiązania i rezerwy	56,8	63,4	67,9	73,0	77,8	82,3	86,3
Zobowiązania długoterminowe	0,0	8,5	7,3	6,1	4,8	3,6	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	54,9	53,0	58,7	65,0	71,0	76,7	82,0
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>39,6</i>	<i>44,1</i>	<i>45,8</i>	<i>48,8</i>	<i>51,7</i>	<i>54,3</i>	<i>56,7</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat Bakalland

(mln PLN)	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przychody ogółem	189,1	190,0	224,2	248,9	272,6	294,9	315,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>25,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>18,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,0%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	129,1	131,8	155,8	173,2	190,0	206,2	221,4
Zysk brutto na sprzedaży	60,0	58,2	68,5	75,7	82,6	88,7	94,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>31,7%</i>	<i>30,6%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,3%</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,8%</i>
Koszty sprzedaży	30,3	32,7	40,4	44,6	48,2	51,7	55,8
Koszty ogólnego zarządu	12,6	10,7	11,3	11,8	12,4	13,0	13,7
Zysk (strata) ze sprzedaży	17,1	58,2	68,5	75,7	82,6	88,7	94,2
EBIT	16,2	14,8	16,8	19,2	22,0	24,0	24,7
EBITDA	19,0	17,4	21,1	24,0	26,9	29,0	29,5
<i>marża operacyjna</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,8%</i>
Saldo z działalności finansowej	-4,2	-9,3	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2
Zysk (strata) brutto	12,0	5,5	12,1	14,4	17,0	18,9	19,5
<i>marża brutto</i>	<i>6,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,2%</i>
Podatek dochodowy	2,5	1,0	2,3	2,7	3,2	3,6	3,7
Zysk (strata) netto	9,5	4,5	9,8	11,6	13,8	15,3	15,8
<i>marża netto</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,0%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych Bakalland

(mln PLN)	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przepływy z działalności operacyjnej	-10,3	18,3	10,4	15,2	18,1	20,3	21,3
Zysk netto	9,5	4,5	9,8	11,6	13,8	15,3	15,8
Amortyzacja	2,7	2,6	4,3	4,8	4,9	5,1	4,8
Zmiana kapitału obrotowego	-23,5	7,5	-8,5	-6,1	-5,8	-5,5	-5,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,0	-16,0	-4,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	6,2	16,0	4,0	1,3	1,4	1,5	1,5
Przepływy z działalności finansowej	20,8	-2,3	-4,4	-5,3	-7,0	-9,8	-11,1
Odsetki	-2,5	-3,7	-4,7	-4,9	-5,2	-5,5	-5,8
Kredyty	25,2	4,5	1,7	3,0	2,9	2,6	2,3
Dywidenda	-1,9	-3,2	-1,3	-3,4	-4,7	-6,9	-7,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-0,6	-0,1	2,0	8,6	9,6	9,1	8,7
Środki pieniężne:							
na początek okresu	1,3	0,7	0,7	2,7	11,3	20,9	29,9
na koniec okresu	0,7	0,7	2,7	11,3	20,9	29,9	38,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wskaźników Bakalland

	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
marża brutto na sprzedaży	31,7%	30,6%	30,5%	30,4%	30,3%	30,1%	29,8%
marża EBIT	8,6%	7,8%	7,5%	7,7%	8,1%	8,1%	7,8%
marża EBITDA	10,0%	9,2%	9,4%	9,6%	9,9%	9,8%	9,3%
marża netto	5,0%	2,4%	4,4%	4,7%	5,1%	5,2%	5,0%
ROA	8,8%	3,8%	7,6%	8,2%	8,8%	9,0%	8,7%
ROE	18,4%	8,4%	16,0%	16,7%	17,5%	17,5%	16,6%
dług/aktywa	36,6%	38,0%	35,4%	34,3%	33,0%	32,1%	31,2%
dług/kapitał własny	76,9%	83,5%	74,7%	70,2%	65,7%	62,4%	59,5%
dług/EBITDA	2,1	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9
EBIT/odsetki	6,5	4,0	3,6	3,9	4,2	4,3	4,3
płynność bieżąca	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
płynność szybka	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
płynność gotówkowa	0,01	0,01	0,05	0,17	0,29	0,39	0,47
rotacja zapasów (dni)	63,2	56,9	56,9	56,9	56,9	56,9	56,9
rotacja należności (dni)	68,1	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5
rotacja zobowiązań (dni)	26,1	30,8	30,8	30,8	30,8	30,8	30,8
cykl rotacji gotówki (dni)	105,1	89,6	89,6	89,6	89,6	89,6	89,6

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ
Tab. Wskaźniki Bakalland dla ceny bieżącej

	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
EPS	0,45	0,21	0,47	0,55	0,66	0,73	0,75
DPS	0,09	0,15	0,06	0,16	0,22	0,33	0,36
BVPS	2,46	2,52	2,92	3,31	3,75	4,15	4,54
P/E	7,38	15,70	7,16	6,02	5,08	4,59	4,43
P/BV	1,36	1,33	1,14	1,01	0,89	0,81	0,74
P/S	0,37	0,37	0,31	0,28	0,26	0,24	0,22
EV/EBIT	7,70	8,44	7,46	6,50	5,67	5,22	5,06
EV/EBITDA	6,59	7,17	5,93	5,21	4,64	4,31	4,24
EV/S	0,66	0,66	0,56	0,50	0,46	0,42	0,40

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmiany.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**