

Helio

sektor / branża: Handel hurtowy

Ticker: HEL

ISIN: PLHELIO00014

Kupuj

10,72 zł

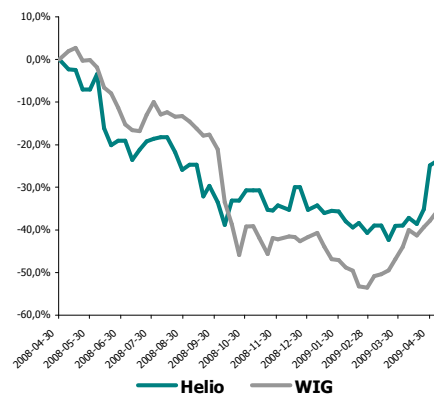
Profil spółki

Helio zajmuje się importem, konfekcjonowaniem oraz dystrybucją bakalii. Istotnym produktem Spółki jest również masa makowa. Helio oferuje produkty pod markami własnymi, jak również pod markami sieci handlowych.

Dane podstawowe

Kurs (6/05/09)	7,03
Wycena DCF (zł)	10,71
Wycena porównawcza (zł)	10,73
Liczba akcji (tys.)	5 000
Kapitalizacja (mln zł)	35,2
EV (mln zł)	41,9
Notowania	HEL
max cena 52 tygodnie (zł)	8,50
min cena 52 tygodnie (zł)	4,54
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	108,4

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Leszek Wąsowicz	77,0%	77,0%
KBC TFI	5,1%	5,1%
Jacek Kosiński	0,4%	0,4%
free float	17,5%	17,5%



Analitik:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Bakalie na wagę zysku

Pierwszy kwartał 2009 r. i wyniki finansowe

Wyniki Helio w pierwszym kwartale tego roku były bardzo dobre. Spółka wypracowała 20,8 mln zł przychodów, czyli o 19% więcej niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Ważne jest, że wzrost przychodów nie spowodował spadku marż. Rentowność na wszystkich poziomach znacząco wzrosła w porównaniu z 2008 r. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o ponad 6 p.p. (do 35%), natomiast marża netto wzrosła 0,6 p.p. (do 8,7%). Spółka osiągnęła 1,8 mln zł zysku netto, co jest najlepszym wynikiem osiągniętym w pierwszym kwartale w historii Helio. Znaczny wzrost przychodów nastąpił mimo przesunięcia Wilkanocy w stosunku do zeszłego roku (z marca na kwiecień).

Również poprzednie kwartały były znakomite dla Helio. W okresie lipiec-grudzień (pierwsze półrocze w przesuniętym roku obrotowym Spółki) Helio wypracowało 43,5 mln zł przychodów i 4,2 mln zł zysku netto (wzrost odpowiednio o 9% i 31%). Wzrost skali działalności nie spowodował erozji uzyskiwanych marż, które nadal są na bardzo wysokim poziomie. Do ich wzrostu przyczyniają się lepsze warunki zakupowe wynikające z większej ilości importu oraz zwiększania udziału zakupów bezpośrednich.

Inwestycje w zwiększenie mocy

W bieżącym miesiącu Helio rozpoczęło inwestycję w nowy budynek magazynowo-produkcyjny, do którego przeniesiona będzie cała działalność Spółki. Zakończenie prac oraz przeniesienie produkcji nastąpi w lecie 2010 r. Dzięki temu uzyskane będą oszczędności na czynszach wynajmowanej obecnie powierzchni magazynowej oraz na logistyce. Poza tym Spółka nie będzie już miała problemu z ograniczeniami lokalowymi i będzie mogła swobodnie zwiększać wielkość produkcji. Wydatki inwestycyjne pokryte będą z otrzymanego kredytu w wysokości 14 mln zł, który będzie spłacany przez 10 lat.

Perspektywy na przyszłość

Helio w kolejnych latach poprawia swoje wyniki zarówno pod względem wielkości przychodów, jak również zysku netto, przy czym tendencja ta utrzymuje się przez cały okres funkcjonowania Spółki. Bieżące inwestycje przyczynią się do dalszego rozwoju i pozwolą w dalszym ciągu zwiększać skalę działalności oraz wielkość wypracowywanych zysków. Spółka działa bowiem na stabilnym rynku i zdobywa na nim coraz silniejszą pozycję. Dodatkowo rozważana jest decyzja o rozpoczęciu handlu bakaliami do odbiorców przemysłowych, co w znacznym stopniu zwiększyłoby wielkość przychodów i zysków Spółki. Perspektywy dla Helio są zatem bardzo korzystne, a Zarząd udowadnia w kolejnych latach, że jest w stanie przełożyć to na dobre wyniki.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny metodą DCF implikują wartość jednej akcji Helio na poziomie 10,71 zł. Również porównanie wskaźników Spółki z innymi giełdowymi podmiotami działającymi w segmencie handlu hurtowego i importu bakalii świadczy o niedowartościowaniu Spółki, a wskaźniki charakteryzują się atrakcyjnymi wartościami. Wycena porównawcza dała wycenę Helio na poziomie 10,73 zł. Na podstawie powyższych wycen, nadając im równą wagę, ustaliśmy cenę docelową na poziomie 10,72 zł. Ponieważ cena docelowa znacznie przewyższa cenę rynkową, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Helio.

mln zł	2007*	2008P*	2009P*	2010P*	2011P*	2012P*
Przychody ze sprzedaży	62,6	68,8	73,6	84,6	94,8	99,5
zmiana r/r (%)	10,4%	9,8%	7,0%	15,0%	12,0%	5,0%
EBITDA	5,8	7,9	9,0	10,5	11,0	11,6
EBIT	5,3	7,2	8,2	8,6	9,2	9,7
marża EBIT (%)	8,4%	10,5%	11,1%	10,2%	9,7%	9,7%
Zysk netto	4,0	5,3	5,3	5,7	6,1	6,6
marża netto (%)	6,4%	7,7%	7,2%	6,7%	6,5%	6,6%
EPS (zł)	0,80	1,05	1,06	1,14	1,23	1,32
DPS (zł)	-	-	0,20	0,30	0,34	0,37
P / E	8,8	6,7	6,6	6,2	5,7	5,3
EV / EBITDA	7,2	5,3	4,6	4,0	3,8	3,6

* rok obrotowy rozpoczynający się w lipcu danego roku

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

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

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 DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Helio w wysokości 53,6 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 10,71 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- 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 2% 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 spółki będzie się zmniejszać zgodnie z harmonogramem spłaty kredytu inwestycyjnego, zadłużenie krótkoterminowe zależy od wartości 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 20%-30% zysku netto począwszy od 2009 r.;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 22, 76 i 42 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- 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	73,6	84,6	94,8	105,2	113,6	119,3	122,9	125,4	127,9	130,4
EBIT	8,2	8,6	9,2	10,3	9,9	10,9	11,3	11,6	11,8	12,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	6,6	7,0	7,4	8,4	8,0	8,8	9,1	9,4	9,6	9,9
Amortyzacja	0,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
CAPEX	14,0	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,8	1,2	1,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	1,5	3,3	2,7	2,8	2,2	1,5	1,0	0,7	0,7	0,7
FCFF	-8,0	5,3	6,0	6,9	7,1	8,3	9,3	9,6	9,4	9,2
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	64,5%	73,4%	77,1%	80,7%	83,7%	86,4%	88,9%	91,3%	93,5%	95,5%
% długu	35,5%	26,6%	22,9%	19,3%	16,3%	13,6%	11,1%	8,7%	6,5%	4,5%
WACC	11,2%	11,9%	12,1%	12,4%	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%	13,3%	13,5%
Suma DCF	28,3									
Wartość rezydualna (TV)	81,8									
Zdyskontowana TV	25,4									
Wartość działalności operacyjnej	53,7									
Gotówka netto	-0,2									
Wartość kapitału własnego	53,6									
Liczba akcji (mln szt.)	5,0									
Wartość 1 akcji (1.07.2009)	10,71 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 10,71 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	1,1	11,52	11,80	12,12	12,46	12,84
	1,2	10,86	11,11	11,38	11,67	12,00
	1,3	10,26	10,47	10,71	10,97	11,25
	1,4	9,71	9,90	10,11	10,33	10,58
	1,5	9,21	9,38	9,56	9,76	9,97

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.

Bakalland jest spółką wyspecjalizowaną w imporcie, konfekcjonowaniu i handlu bakaliami, suszonymi owocami, orzechami i innymi tego typu produktami. Przejęcia poszerzyły asortyment m. in. o kasze i ryż, a ostatnio o owoce miękkie. Produkty spółki sprzedawane są pod markami własnymi Bakalland i Fresco, jak również pod markami sieci handlowych, które stanowią głównego odbiorcę. Pozostałymi kontrahentami są zakłady przemysłu cukierniczego, piekarnie i in.

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	13,2	12,0	8,9	8,1	-	-
Bakalland	7,3	6,7	6,2	5,6	11,7	7,0
North Coast	7,7	7,9	6,0	4,8	9,4	9,1
Średnia	9,4	8,8	7,0	6,1	10,6	8,1
Helio						
Wartość wskaźnika	5,8	5,1	5,3	4,6	6,7	6,6
Implikowana cena 1 akcji	12,18	13,13	9,65	9,74	11,16	8,54
Wagi dla wskaźników	33,3%		33,3%		33,3%	
Wycena 1 akcji	10,73 zł					

Źródło: BM BGŻ.

W zestawieniu ze spółkami o podobnym profilu działalności, Helio wypada korzystnie, a wycena oparta o wspomniane wyżej wskaźniki wskazuje na cenę jednej akcji Spółki na poziomie 10,73 zł. Szczególnie atrakcyjnie kształtuje się wycena bazująca na wskaźniku EV/EBIT, jednak wszystkie wskaźniki wskazują na niedowartościowanie Spółki. Ostatecznie cenę obliczyliśmy jako średnią ważoną ze wszystkich wskaźników, przy czym nadaliśmy im równe wagi w procesie wyceny.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi, nadając wszystkim wartościom równe wagi (50%). Nie uwzględniamy tu wartości uzyskanej z wyceny dywidendowej, ponieważ dotychczas Spółka nie zdecydowała się na jej wypłatę. W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Helio ustalamy na 10,72 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 Helio.

Tab. Wycena końcowa – Helio

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	10,71	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	10,73	50%
wycena Helio	10,72 zł	
obecna cena akcji	7,03 zł	

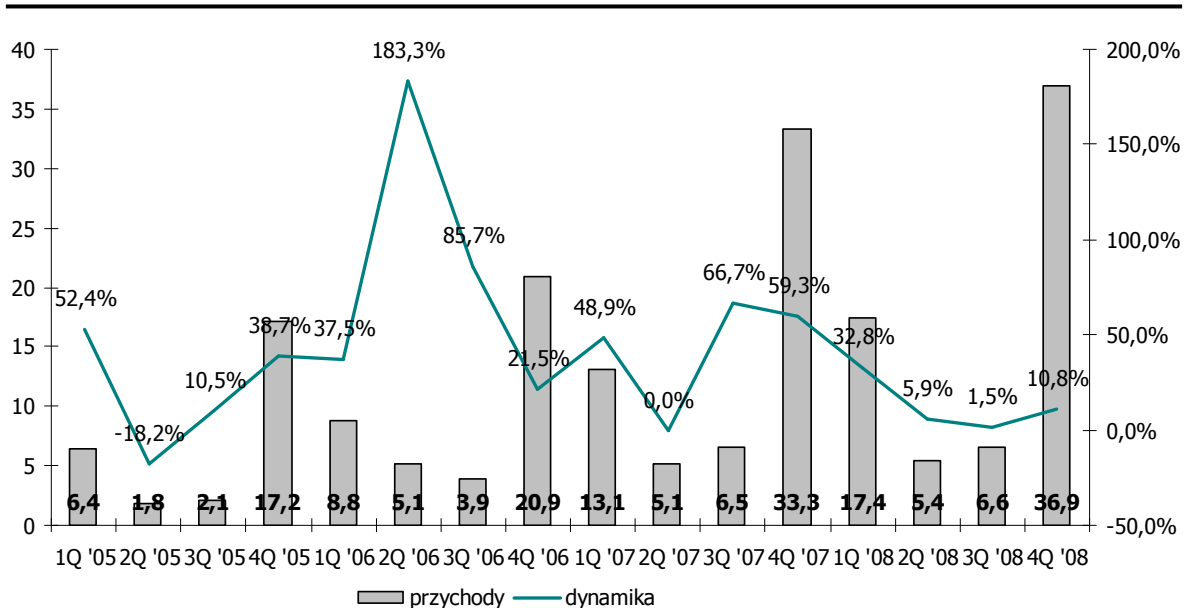
Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Spółki – Helio

Wyniki finansowe

Helio w swojej już 16-letniej historii w każdym roku poprawiało wynik, zarówno wielkość przychodów, jak i zysku netto. Sprzedaż Spółki charakteryzuje się dużą sezonowością, w związku z czym wyniki osiągnięte w poszczególnych kwartałach znacznie odbiegają od siebie. Największe przychody realizowane są zawsze w czwartym i w pierwszym kwartale każdego roku. Wiąże się to ze sprzedażą bakalii i mas makowych w okresie świąt, kiedy generowana jest większość sprzedaży. Na wykresie poniżej widoczna jest sezonowa zmiana wielkości przychodów w kolejnych kwartałach.

Rys. Wielkość przychodów Helio (mln zł) oraz ich dynamika (r/r)



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Mimo dużych wahań odnośnie wartości przychodów, niezmienny pozostaje fakt trwałej tendencji wzrostu w stosunku do roku poprzedzającego. W ostatnim roku dynamika wzrostu przychodów spadła, co jest efektem braku odpowiedniego zaplecza logistycznego. Podobne trudności będą również ograniczać działalność w bieżącym roku. Dopiero przenosiny do nowej lokalizacji pozwolą na powrót do bardziej dynamicznego zwiększania sprzedaży. Należy jednocześnie zaznaczyć, że cały wzrost przychodów, jaki ma miejsce w Spółce, dokonuje się jedynie za sprawą wzrostu organicznego, bez żadnych akwizycji.

Podobnie wartość zysku netto jest zależna od sezonowości sprzedaży. Najlepsze rezultaty osiągnięte są w okresie dużej sprzedaży. Natomiast w miesiącach letnich, kiedy przychody są niskie, Spółka przynosi niewielki zysk lub notuje stratę. Wynika to z dość wysokich kosztów stałych, niewspółmiernych do osiągniętej sprzedaży. Spółka nie zmniejsza w tym czasie zatrudnienia i powierzchni magazynowych, w związku z czym wypracowany zysk nie pokrywa wszystkich kosztów. Ujemny wynik z gorszych kwartałów nie pogarsza jednak znacznie całorocznego rezultatu, dzięki czemu Helio w kolejnych latach przynosi zysk. Przyrost zysku netto jest znaczący i w ostatnich latach zawierał się w przedziale 20-80% w skali roku.

Tab. Wyniki finansowe Helio

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P
Przychody ogółem	56,8	62,6	68,8	73,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>106,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>7,0%</i>
EBIT	5,1	5,3	7,2	8,2
<i>marża operacyjna</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,1%</i>
EBITDA	5,7	5,8	7,9	9,0
Zysk brutto	4,5	5,0	6,5	6,5
Zysk netto	3,6	4,0	5,3	5,3
<i>marża netto</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,2%</i>
Dług/kapitał własny	0,0	0,1	0,5	0,4
Dług/EBITDA	0,1	0,3	2,0	1,6
Odsetki/EBIT	0,1	0,1	0,1	0,2
Przepływy z działalności operacyjnej	4,0	-4,0	7,0	6,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,4	-3,1	-5,1	-14,0
Przepływy z działalności finansowej	3,3	0,5	13,6	-3,9

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Bardzo znamienne dla działalności Helio jest osiąganie wysokich marż. O ile marża na sprzedaży nie odbiega znacząco od innych spółek z branży, o tyle na pozostałych poziomach wynik Helio charakteryzuje się ponadprzeciętnym poziomem. Świadczy to o wysokiej efektywności kosztowej i skuteczności zarządzania w Spółce. Ważne jest, że wzrost przychodów nie nastąpił kosztem spadku marż. Spółce udało się osiągnąć dynamikę sprzedaży również bez zwiększania zatrudnienia.

Dotychczas amortyzacja nie była zbyt wysoka, przez co wartość EBITDA nie różniła się w dużym stopniu od zysku operacyjnego. Stan ten zmieni się od 2010 r., kiedy odpisom będzie podlegać inwestycja w nowej lokalizacji. Ograniczenia logistyczne w starym zakładzie oraz przenosiny działalności przyczynią się do tego, że wynik netto w roku obrotowym 2009 nie będzie lepszy od poprzedniego. Dodatkowym czynnikiem, który będzie się do tego przyczyniał, jest kredyt inwestycyjny. Zwiększy on obciążenie Spółki kosztami finansowymi o ok. 1 mln zł w skali roku. Poprawy wyników można zatem oczekiwać dopiero od 2010 r. Mimo to uzyskiwana marża netto nadal utrzyma się na wysokim poziomie 6%-7%.

Helio uzyskuje dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Wyjątkiem był tu 2007 r., kiedy duży wzrost zapasów przyczynił się do ujemnego wyniku. Spółka dotychczas nie prowadziła większych inwestycji, dlatego przepływy z działalności inwestycyjnej nie przyjmowały większych wartości. Dopiero w tym roku podjęto decyzję o budowie kompleksu produkcyjno-magazynowo-biurowego, do którego przeniesiona będzie cała działalność. Wydatki na ten cel pochłoną w sumie ok. 19 mln zł w ciągu bieżącego i następnego roku obrotowego (Helio stosuje przesunięty rok obrotowy – od lipca do czerwca).

Niewielkie wykorzystanie kredytów w dotychczasowej działalności powodowało, że przepływy finansowe również były niewielkie. Spółka wykorzystuje kredyty krótkoterminowe na pokrycie zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Największe zadłużenie ma miejsce w okresie zimowym, po czym zmniejsza się ono i osiąga minimalną wartość w miesiącach letnich. Wiąże się to ze specyfiką działalności, która powoduje, że największy poziom zapasów i należności występuje właśnie w czwartym kwartale.

W kwietniu bieżącego roku został dodatkowo zaciągnięty kredyt inwestycyjny na przeprowadzenie inwestycji. Jego spłata będzie następowała przez kolejnych 10 lat. Zadłużenie nie będzie jednak stanowić

zbytniego obciążenia dla finansów Spółki. Uwzględniając jego wzrost, stosunek długu do kapitałów własnych oraz do wartości wskaźnika EBITDA pozostają na bezpiecznym poziomie (odpowiednio 0,6 i 2,0 dla wartości za 2009 r.). Również stosunek płaconych odsetek do zysku operacyjnego nie wskazuje na zagrożenie dla płynności Spółki.

W poprzednich latach Helio nie decydowało się na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy. Bardzo dobre wyniki wypracowane w tym roku mogą skłonić właściciela do podjęcia takiej decyzji. Zakładamy, że wypłaty będą następowały w kolejnych latach ze względu na duże nadwyżki finansowe generowane przez Spółkę.

TRZECI KWARTAŁ (styczeń-marzec 2009 r.)

Wyniki Helio w trzecim kwartale bieżącego roku obrotowego były bardzo dobre. Spółce udało się zwiększyć przychody o 19%, nie doznając jednocześnie uszczerbku na uzyskiwanych marżach ze sprzedaży. Wręcz przeciwnie – nastąpił wzrost marż na każdym poziomie, co najbardziej jest widoczne na marży brutto ze sprzedaży, która wzrosła o 6,3 p.p. Dzięki temu zysk brutto ze sprzedaży zwiększył się aż o 45%.

Tab. Wyniki Helio w trzecim kwartale (mln zł)

mln zł	3Q 2007	3Q 2008	zmiana r/r
przychody	17,4	20,8	19,2%
zysk brutto ze sprzedaży	5,2	7,5	44,8%
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>29,6%</i>	<i>35,9%</i>	<i>6,3 p.p.</i>
EBITDA	2,0	2,8	34,9%
EBIT	1,9	2,6	35,2%
<i>marża operacyjna</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,4%</i>	<i>1,4 p.p.</i>
zysk brutto	1,7	2,2	27,9%
zysk netto	1,4	1,8	27,5%
<i>marża netto</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,7%</i>	<i>0,6 p.p.</i>

Źródło: Spółka, BM BGZ.

Również na poziomie zysku operacyjnego oraz EBITDA przyrosty są znaczne (w obu przypadkach 35%), a marża operacyjna wzrosła do ponad 12%. Zysk netto został obciążony wyższymi kosztami finansowymi, w związku z czym przyrost na tym poziomie jest nieco niższy i wynosi 27,5%. Wyższe koszty finansowe wynikały głównie ze strat na różnicach kursowych związanych ze zobowiązaniami denominowanymi w walutach obcych. Mimo to marża netto nadal charakteryzuje się bardzo wysokim poziomem (8,7%).

Należy zaznaczyć, że znaczny wzrost sprzedaży nastąpił mimo tego, iż w bieżącym roku Wielkanoc wypadła w kwietniu (w 2008 r. była w marcu). W związku z tym część sprzedaży przesunięta jest jeszcze na kwiecień i będzie raportowana w kolejnym kwartale. Do wzrostu marż przyczynił się głównie wzrost importu bezpośredniego, co zapewniło lepsze warunki zakupowe. Dodatkowym czynnikiem jest przeprowadzona kampania reklamowa wzmocniająca pozycję Spółki na rynku bakalii.

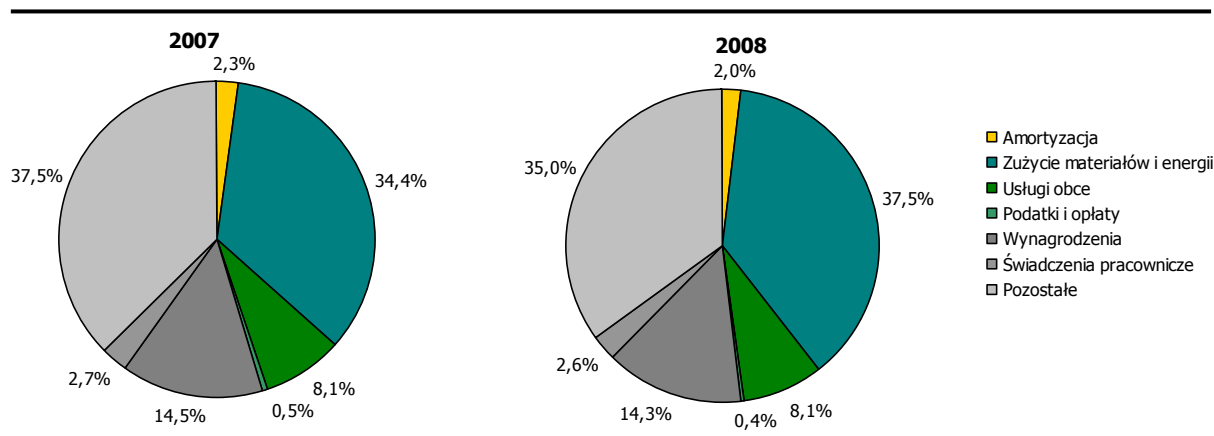
STRUKTURA KOSZTÓW

Udział poszczególnych pozycji w strukturze kosztów rodzajowych Spółki jest stabilny. Obecnie największą ich część stanowi zużycie materiałów i energii, gdzie znajdują się koszty materiałów zużywanych do produkcji. Podobną pod względem wielkości jest pozycja pozostałych kosztów, która zawiera przede wszystkim wszystkie wydatki na marketing. Spółka promuje swoją markę akcjami promocyjnymi w sklepach, a niedawno zdecydowała się na reklamę telewizyjną. W pozycji tej znajdują się także opłaty

wnoszone do sieci handlowych za wprowadzanie i odpowiednie pozycjonowanie produktów. Pozostałe pozycje charakteryzują się stałym udziałem w strukturze kosztów, co oznacza, że zmieniają się proporcjonalnie wraz ze wzrostem przychodów.

Istotne zmiany w strukturze kosztów zajdą od 2010 r. po przeniesieniu działalności do nowej lokalizacji. Przede wszystkim zmiana bazy logistycznej przyczyni się do obniżenia kosztów usług obcych. Spółka nie będzie już musiała płacić czynszów za najem powierzchni magazynowej, oszczędności przyniesie też ograniczenie transportu towarów i zapasów między lokalizacjami. Z drugiej strony znacznie wzrośnie amortyzacja, przez co będzie ona mieć dwukrotnie większy udział w strukturze.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych Helio



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

INWESTYCJE

Dotychczas Helio nie podejmowało większych inwestycji. Wzrost zapotrzebowania na powierzchnię magazynową zaspokajany był przez najem, co doprowadziło do sytuacji, w której Spółka operuje w siedmiu lokalizacjach, w których prowadzona jest produkcja oraz składowane są zapasy. Chcąc zwiększyć skalę działalności oraz ograniczyć koszty związane z logistyką i transportem między ośrodkami, Spółka zdecydowała się na przeniesienie całej działalności do jednej lokalizacji.

W związku z powyższym zakupiona została działka z budynkiem w okolicach Sochaczewa. Oprócz tego dodatkowo będzie wybudowany nowy budynek magazynowy, co w sumie stworzy powierzchnię magazynową obejmującą ok. 10000 m. kw. Do nowego miejsca przeniesiona będzie cała działalność, łącznie z produkcją i biurem. Większa powierzchnia pozwoli nie tylko zwiększyć moce produkcyjne, ale przyczyni się do znacznej obniżki kosztów.

Rozproszenie lokalizacji powodowało, że zapasy i produkty musiały być transportowane między magazynami, co zwiększało zapotrzebowanie na usługi obce. Poza tym pracownicy produkcyjni obecnie dowożeni są z Sochaczewa, by przygotować załogę niezbędną do pracy po przeprowadzce, co również generuje koszty.

Budowa rozpocznie się w tym kwartale i nowy budynek ma być gotowy za rok, w związku z czym w lecie 2010 r. planowane jest przeniesienie działalności do nowego miejsca. Powierzchnia działki pozostawia jeszcze sporo miejsca na rozbudowę w przyszłości, natomiast już w nowym budynku również pozostanie pewien margines na poszerzenie mocy przerobowych.

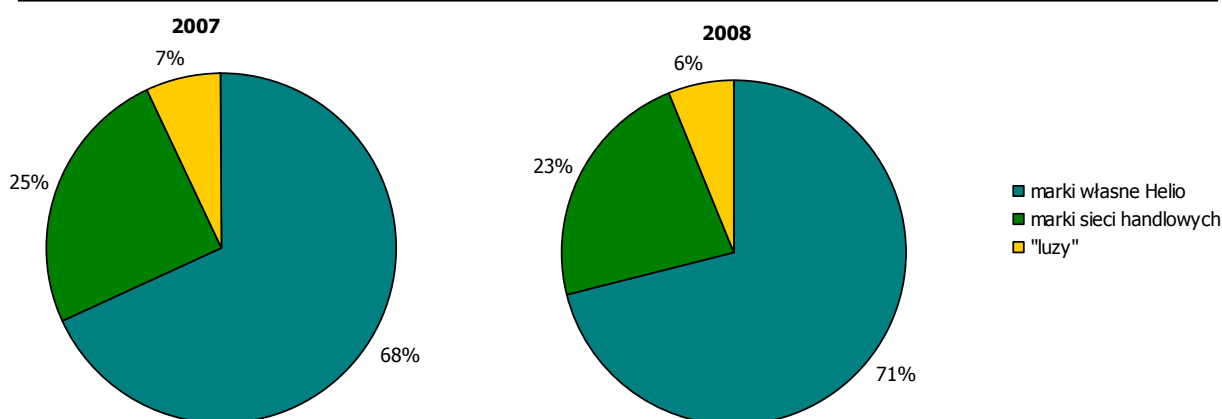
Inwestycja finansowana była w głównie z kredytu z udziałem środków własnych. Kredyt inwestycyjny w wysokości 14 mln zł będzie spłacany przez 10 lat. Natomiast całkowite nakłady poniesione na inwestycję

wyniosą ok. 19 mln zł, z czego większa część poniesiona będzie już w następnym roku obrotowym. Spore nakłady inwestycyjne przyczynią się do znacznego wzrostu odpisów amortyzacyjnych w Spółce, co będzie wpływać na wynik. Spółka szacuje, że oszczędności osiągnięte dzięki redukcji kosztów (czynsze za magazyny i logistyka) pokryją koszt odsetek płaconych od kredytu.

Działalność operacyjna

Helio prowadzi działalność od 1992 r. (przed wejściem na GPW Spółka działała pod nazwą PH Bona) i zajmuje się importem i konfekcjonowaniem bakalii, produkcją masy makowej oraz ich dystrybucją. Produkty znajdujące się w asortymencie Spółki oferowane są zarówno pod markami własnymi (Helio, Słoneczne Owoce, Bona), jak również pod markami sieci handlowych, które należą do najważniejszych odbiorców. Wzrost sprzedaży masy makowej oraz bakalii pod markami własnymi powoduje, że zwiększa się udział produktów markowanych logo Spółki w całości przychodów. Odbywa się to kosztem produktów oferowanych pod markami sieci handlowych oraz bakalii nieporcjowanych, sprzedawanych na wagę. Jest to korzystna dla Spółki tendencja, ponieważ na produktach markowych marże są najwyższe.

Rys. Struktura sprzedaży produktów Helio

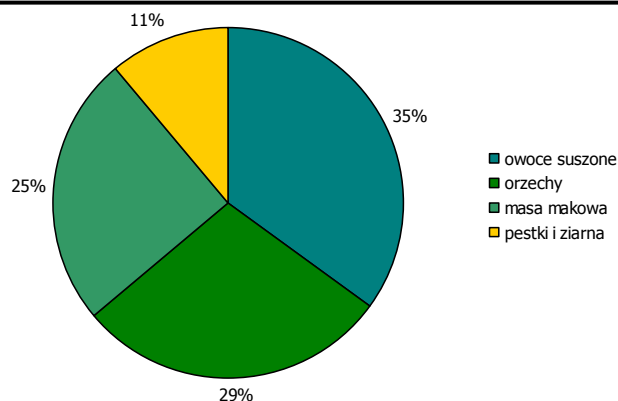


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Głównymi partnerami handlowymi Spółki są ogólnopolskie sieci handlowe oraz dystrybutorzy. Powiązanie działalności z super- i hipermarketami pozwala na dynamiczny rozwój sprzedaży, która zwiększa się wraz z rozwojem sieci handlowej. Obecnie rozbudowa nowych obiektów wielkopowierzchniowych postępuje bardzo intensywnie, w związku z czym istnieje możliwość osiągnięcia znacznej dynamiki przychodów. Poza tym sieci handlowe są odbiorcami produktów markowanych ich logo, co dodatkowo zwiększa sprzedaż oraz wzmacnia relacje handlowe. Do głównych partnerów Spółki należą Auchan, Carrefour, Biedronka, Kaufland, Metro Group (Real i Makro) oraz Tesco. Helio posiada zatem zdywersyfikowany portfel odbiorców, choć niektóre sieci mają już ponad 10% udział w przychodach Spółki.

Jeżeli chodzi o strukturę asortymentową, to najbardziej znaczącą pozycję stanowią obecnie owoce suszone, które generują ok. 35% przychodów. Drugą pozycję zajmują orzechy (29%), jednak ich udział zmniejsza się głównie na korzyść masy makowej, która generuje już ponad 20% przychodów Spółki (przede wszystkim w okresie Bożego Narodzenia). Najmniejszą grupę przychodową stanowią pestki i ziarna (11%), których udział również się zmniejsza.

Rys. Struktura asortymentowa przychodów Helio (za okres lipiec-grudzień 2008 r.)



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

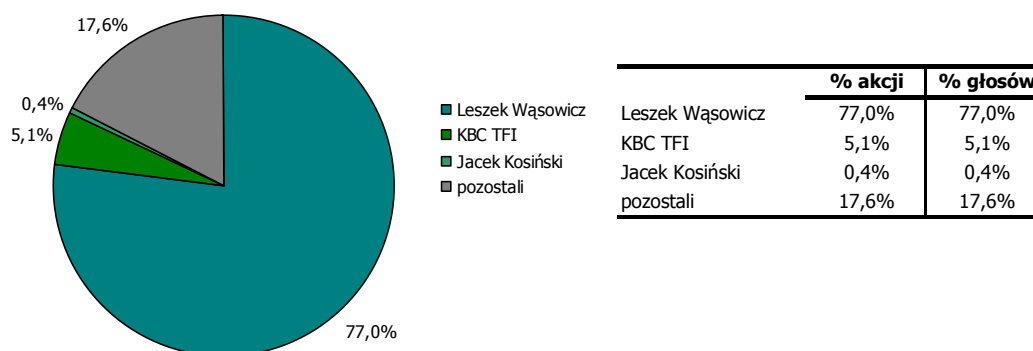
Działalność Helio jest w dużym stopniu uzależniona od importu. Przede wszystkim z zagranicy sprowadzane są bakalie, które kupowane są bezpośrednio od producentów z całego świata. Przy czym Spółka nie posiada żadnych długoterminowych umów z dostawcami, a towary kupowane są zgodnie z bieżącym zapotrzebowaniem. Oprócz bakalii z importu pochodzi również mak wykorzystywany do produkcji mas makowych. Dodatkowo importowane są również opakowania (z krajów UE). Natomiast praktycznie cała sprzedaż kierowana jest na rynek krajowy.

Helio posiada silną pozycję na rynku bakalii oraz jest liderem krajowym na rynku masy makowej. W okresie przedświątecznym Spółka przeprowadziła intensywną kampanię reklamową, promującą jej najważniejszy produkt, czyli masę makową. Wykorzystanie reklamy telewizyjnej oraz reklamy outdoor przyczyni się do zwiększenia wolumenu sprzedaży i poprawy wizerunku marki oraz spowoduje większą rozpoznawalność produktów Helio w przyszłości. Produkty Spółki cieszą się dużą popularnością i uznaniem, za co zostały wyróżnione wieloma prestiżowymi nagrodami.

Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem Helio jest Leszek Wąsowicz, założyciel firmy oraz jej Prezes, do którego należy 77% akcji. Jedynym inwestorem instytucjonalnym o udziale przewyższającym 5% i ujawniającym swój stan posiadania jest KBC TFI. W wolnym obrocie znajduje się ponad 17% walorów. Żadne walory nie są uprzywilejowane.

Rys. Struktura własnościowa Helio



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie konkurencyjne

Rynek bakalii w Polsce szacowany jest obecnie na 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 Bakalland (w zależności od badań udział tej spółki waha się od 15% do 20%), natomiast Helio posiada ok.10% udziału w rynku, co również daje Spółce silną pozycję. Dystrybucją bakalii zajmuje się jeszcze jedna spółka notowana na GPW – Atlanta, jednak w jej przypadku działalnością podstawową jest głównie handel hurtowy bakaliami, kierowany do przemysłu, w związku z czym nie występuje ona w rankingach sprzedażowych. Specyfika działalności tych spółek, tzn. segment, w którym operują, oraz podobne czynniki ryzyka, na jakie są wystawione, pozwalają dokonać porównania ich wskaźników finansowych.

Przedstawione w 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 z 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 charakteryzuje się najwyższymi wartościami. Pozostałe podmioty są mniej zyskowe, przy czym Atlanta znajduje się na granicy rentowności. 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. W tym aspekcie ważniejsze jest porównanie z Bakallandem, który jest bezpośrednim konkurentem Helio 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.

Tab. Porównanie wskaźników Helio 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 BGZ.

Również pod względem zadłużenia Helio przedstawia się najkorzystniej. Poziom długu w stosunku do kapitałów własnych i do wartości EBITDA pozostaje na niskim i bezpiecznym 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. Wzrost długu na cele inwestycyjne na początku bieżącego roku nie pogorszy w dużym stopniu wskaźników zadłużenia Helio. Poza tym jego spłata jest rozłożona na 10 lat, w związku z czym nie będzie znacznie obciążać cash flow Spółki.

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 spływa w kolejnych miesiącach. Porównując jednak uzyskane wartości wskaźników, można zauważyć, że Helio charakteryzuje się najdłuższym cyklem rotacji gotówki.

Podsumowując to porównanie, należy stwierdzić, że Helio wypada bardzo korzystnie w zestawieniu z konkurentami. Obiektywne spojrzenie na wskaźniki prezentowane przez Spółkę pozwala pozytywnie ocenić jej działalność oraz osiągnęte 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 spływają 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.

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.

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 bakalie jako przekąski, czyli substytut chipsów i paluszków. Ze względu na znacznie wyższą cenę od tych produktów, bakalie mogą tracić na popularności w przypadku dalszego wzrostu cen. Spadek kursu złotego przyczynia się bowiem do wyższych cen produktów importowanych.

Zagrożeniem dla branży może być także wejście większego gracza o silnej pozycji na rynku międzynarodowym, 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 swoisty rodzaj ochrony dla mniejszych firm takich jak Helio.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans Helio

(mln PLN)	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
AKTYWA	28,8	49,9	53,3	57,1	61,0	65,9	69,9
Aktywa trwałe	7,1	11,5	24,7	23,1	21,8	20,5	19,1
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	6,9	11,3	24,4	22,9	21,6	20,2	18,9
Aktywa obrotowe	21,6	38,4	28,6	34,0	39,3	45,4	50,8
Zapasy	13,7	14,3	15,5	18,2	20,4	22,7	24,5
Należności krótkoterminowe	7,4	8,0	8,7	10,0	11,2	12,4	13,4
Inwestycje krótkoterminowe	0,1	15,6	4,0	5,3	7,2	9,9	12,4
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>0,1</i>	<i>15,6</i>	<i>4,0</i>	<i>5,3</i>	<i>7,2</i>	<i>9,9</i>	<i>12,4</i>
PASYWA	28,8	49,9	53,3	57,1	61,0	65,9	69,9
Kapitał własny	23,4	28,7	33,0	37,1	41,5	46,8	51,4
Kapitał zakładowy	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kapitał zapasowy	16,9	20,9	25,2	28,9	32,9	37,2	42,2
Zysk netto	4,0	5,3	5,3	5,7	6,1	7,1	6,7
Zobowiązania i rezerwy	5,3	21,2	20,3	20,0	19,5	19,1	18,5
Zobowiązania długoterminowe	0,3	14,3	12,9	11,5	10,1	8,7	7,3
Zobowiązania krótkoterminowe	4,5	6,4	6,9	7,9	8,9	9,9	10,7
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>1,5</i>	<i>15,8</i>	<i>14,5</i>	<i>13,5</i>	<i>12,3</i>	<i>11,2</i>	<i>10,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat Helio

(mln PLN)	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przychody ogółem	62,6	68,8	73,6	84,6	94,8	105,2	113,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>8,0%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	41,3	45,2	49,0	57,0	64,6	71,7	78,8
Zysk brutto na sprzedaży	21,4	23,5	24,6	27,7	30,2	33,5	34,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>34,1%</i>	<i>34,2%</i>	<i>33,5%</i>	<i>32,7%</i>	<i>31,9%</i>	<i>31,9%</i>	<i>30,6%</i>
Koszty sprzedaży	13,0	13,7	13,6	16,1	18,0	20,0	21,6
Koszty ogólnego zarządu	2,2	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4
Zysk (strata) ze sprzedaży	6,2	7,2	8,2	8,6	9,2	10,3	9,9
EBIT	5,3	7,2	8,2	8,6	9,2	10,3	9,9
EBITDA	5,8	7,9	9,0	10,5	11,0	12,2	11,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,7%</i>
Saldo z działalności finansowej	-0,3	-0,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
Zysk (strata) brutto	5,0	6,5	6,5	7,0	7,6	8,8	8,3
<i>marża brutto</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,3%</i>
Podatek dochodowy	0,9	1,2	1,2	1,3	1,4	1,7	1,6
Zysk (strata) netto	4,0	5,3	5,3	5,7	6,1	7,1	6,7
<i>marża netto</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>	<i>5,9%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych Helio

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

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wskaźników Helio

	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
marża brutto na sprzedaży	34,1%	34,2%	33,5%	32,7%	31,9%	31,9%	30,6%
marża EBIT	8,4%	10,5%	11,1%	10,2%	9,7%	9,8%	8,7%
marża EBITDA	9,3%	11,4%	12,3%	12,4%	11,6%	11,6%	10,4%
marża netto	6,4%	7,7%	7,2%	6,7%	6,5%	6,7%	5,9%
ROA	14,0%	10,6%	9,9%	10,0%	10,0%	10,8%	9,7%
ROE	17,1%	18,4%	16,0%	15,3%	14,8%	15,2%	13,1%
dług/aktywa	5,3%	31,6%	27,2%	23,6%	20,2%	17,0%	14,3%
dług/kapitał własny	6,5%	54,9%	44,0%	36,2%	29,7%	23,9%	19,5%
dług/EBITDA	0,3	2,0	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8
EBIT/odsetki	11,6	10,4	5,0	5,3	5,7	6,5	6,4
płynność bieżąca	4,8	6,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,8
płynność szybka	1,8	3,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,5
płynność gotówkowa	0,03	2,44	0,58	0,67	0,81	1,00	1,17
rotacja zapasów (dni)	79,7	75,9	76,6	78,6	78,6	78,6	78,6
rotacja należności (dni)	42,9	42,7	43,0	43,0	43,0	43,0	43,0
rotacja zobowiązań (dni)	17,3	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
cykl rotacji gotówki (dni)	105,2	94,0	95,1	97,1	97,1	97,1	97,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki Helio dla ceny bieżącej

	2007/8.	2008/9P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
EPS	0,80	1,06	1,06	1,14	1,23	1,42	1,35
DPS	0,00	0,00	0,20	0,32	0,34	0,37	0,43
BVPS	4,69	5,74	6,60	7,42	8,31	9,36	10,28
P/E	8,76	6,66	6,64	6,18	5,73	4,95	5,21
P/BV	1,50	1,22	1,06	0,95	0,85	0,75	0,68
P/S	0,56	0,51	0,48	0,42	0,37	0,33	0,31
EV/EBIT	7,93	5,82	5,12	4,85	4,57	4,05	4,24
EV/EBITDA	7,19	5,33	4,64	3,99	3,79	3,43	3,55
EV/S	0,67	0,61	0,57	0,49	0,44	0,40	0,37

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. 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 6-9 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**