

Makarony Polskie

sektor / branża: Przemysł spożywczy

Ticker: MAK

ISIN: PLMKRNP00015

Kupuj
3,02 zł
Profil spółki

Makarony Polskie to jeden z największych producentów makaronów w Polsce. Spółka wytwarza makrony pod markami własnymi oraz dla sieci supermarketów. W Grupie znajduje się także producent dań gotowych - Stoczek.

Dane podstawowe

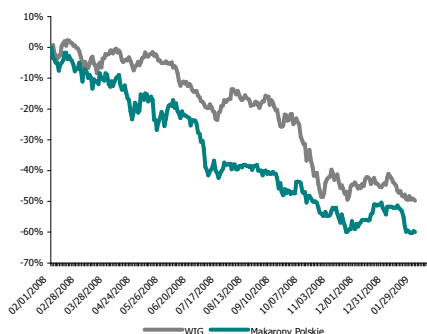
| | |
|--------------------------------|-------------|
| Kurs (02/02/09) | 2,05 |
| Wycena DCF (zł) | 3,38 |
| Wycena porównawcza (zł) | 2,49 |
| Liczba akcji (tys.) | 9 250 |
| Kapitalizacja (mln zł) | 19,0 |
| EV (mln zł) | 41,7 |

Notowania **MAK**

| | |
|--|------|
| max cena 52 tygodnie (zł) | 5,18 |
| min cena 52 tygodnie (zł) | 1,91 |
| Mediana wolumenu obrotów (tys. zł/1 m-c) | 27,0 |

Struktura akcjonariatu

| | % akcji | % głosów |
|---------------------|---------|----------|
| Agro-Technika S.A. | 21,6% | 21,6% |
| Zdzisław Sawicki | 13,3% | 13,3% |
| Grzegorz Słomkowski | 12,8% | 12,8% |
| free float | 52,3% | 52,3% |


Analitik:
Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Czwarty kwartał

W trzecim kwartale 2008 r. Makarony Polskie osiągnęły skonsolidowany zysk netto na poziomie 0,5 mln zł, na który złożyło się 0,15 mln zł zysku spółki dominującej oraz 0,35 mln zł zysku spółki zależnej Stoczek. W stosunku do ubiegłego roku jest to znaczna poprawa, ponieważ trzeci kwartał 2007 r. zakończył się stratą netto w wysokości 0,3 mln zł. Pod względem przychodów wynik był zbliżony i wyniósł 22,6 mln zł (wzrost o 3%).

Po zagregowaniu wyników za okres styczeń-wrzesień 2008 r. wartość przychodów wyniosła 66,3 mln zł (o 10% więcej niż rok wcześniej), natomiast na poziomie netto Spółka zanotowała stratę w wysokości 2,1 mln zł (względem 2,1 mln zł zysku rok wcześniej). Niekorzystny wynik jest przede wszystkim efektem nieudanego pierwszego półrocza, które zakończone było stratą netto na poziomie 2,6 mln zł.

Do straty w pierwszych dwóch kwartałach przyczyniło się kilka czynników, z których najważniejszym był spadek sprzedaży wynikający z wygaśnięcia kontraktu z Agencją Rynku Rolnego nie zastąpiony przez inne zlecenia. Innym ważnym aspektem były bardzo wysokie ceny mąki, będącej podstawowym składnikiem wykorzystywanym do produkcji makaronu. Do tego dołożyły się koszty restrukturyzacji i integracji ponoszone w związku z przejściem dwóch spółek - Stoczek i Abak.

Zakończona restrukturyzacja oraz korzystne warunki na rynku surowcowym pozwalają przewidywać, iż również czwarty kwartał zakończy się dodatnim wynikiem finansowym netto. Będzie on gorszy niż ten z trzeciego kwartału ze względu na ograniczenie produkcji wynikające z prowadzoną rozbudową zakładu. W związku z tym prognozujemy ok. 0,2 mln zł zysku przy 23 mln zł przychodów.

Sytuacja w Spółce

Spółka, wykorzystując środki pozyskane z emisji akcji przeprowadzonej w 2007 r., przejęła dwa podmioty - producenta makaronu walcowanego Abak oraz producenta dań gotowych, spółkę Stoczek. W połowie ubiegłego roku zakończył się już proces integracji i włączania przejętych spółek w struktury grupy kapitałowej.

Dodatkowo Makarony Polskie prowadzą obecnie prace mające na celu powiększenie mocy produkcyjnych, by stać się największym producentem makaronu w kraju. Uruchomienie nowej linii produkcyjnej i zwiększenie sprzedaży nastąpi już od drugiego kwartału bieżącego roku, przy czym Spółka posiada już zapewniony zbytny na większą produkcję. 60% wartości tej inwestycji (11,4 mln zł) zostanie zwrócone Spółce w ramach dotacji z PARP. Kwota ta zostanie przeznaczona na spłatę zadłużenia.

Spółka kieruje swoją sprzedaż głównie na rynek krajowy do sieci supermarketów i sklepów tradycyjnych. Ok. 70% produkcji stanowią produkty sprzedawane pod obcymi markami, natomiast pozostałe 30% to marki własne - Solare, Sorenti, Makaron Staropolski i Abak. Na 2009 r. Spółka pozyskała również kontrakt z ARR na dostarczenie żywności o wartości 12,4 mln zł.

Niewielki udział w przychodach Spółki stanowi eksport (ok. 7%), w związku z czym nie zawierano żadnych transakcji hedgingowych. Naturalnym zabezpieczeniem wpływów w walutach obcych jest kredyt denominowany w euro w wysokości 290.000.

Wzrost skali produkcji pozwoli obniżyć jednostkowe koszty i zwiększyć marżę. Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym perspektywę Spółki jest obecnie niska cena mąki, której dostawy zostały zakontraktowane na kilka miesięcy.

Wycena

Wyceny dokonaliśmy, wykorzystując metodę DCF oraz metodę porównawczą. Wartość jednej akcji wynikająca ze zdyskontowanych przepływów pieniężnych wynosi 3,38 zł, natomiast z metody porównawczej 2,49 zł. W związku z tym ustalamy cenę docelową dla Makaronów Polskich na poziomie 3,02 zł. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżącą notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Spółki.

| mln zł | 2007 | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 83,8 | 92,0 | 113,7 | 123,1 | 131,9 | 139,3 |
| zmiana r/r (%) | 80,1% | 9,7% | 23,6% | 8,3% | 7,1% | 5,6% |
| EBITDA | 4,8 | 4,0 | 7,7 | 9,5 | 10,4 | 11,1 |
| EBIT | 2,0 | -0,5 | 3,3 | 4,0 | 4,6 | 5,0 |
| marża EBIT (%) | 2,4% | -0,5% | 2,9% | 3,3% | 3,5% | 3,6% |
| Zysk netto | 2,4 | -1,9 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,3 |
| marża netto (%) | 2,9% | -2,1% | 1,9% | 2,0% | 2,3% | 2,3% |
| EPS (zł) | 0,26 | -0,21 | 0,24 | 0,27 | 0,33 | 0,35 |
| DPS (zł) | - | - | - | - | - | - |
| P / E | 7,84 | -9,75 | 8,67 | 7,65 | 6,29 | 5,80 |
| EV / EBITDA | 8,61 | 10,49 | 5,38 | 4,40 | 3,99 | 3,74 |

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółki dokonano za pomocą:

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

Wycena fundamentalna przedstawia zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Natomiast metoda porównawcza pozwala przedstawić 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 Makarony Polskie w wysokości 31,0 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 3,38 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- wzrost przychodów uwzględnia wykorzystanie przez Spółkę pełni mocy produkcyjnych od drugiego kwartału 2009 r.;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 5%, natomiast premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5,5%;
- współczynnik beta wynosi 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (7%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o wartość nakładów odtworzeniowych, które kształtują się na poziomie połowy amortyzacji;
- zadłużenie długoterminowe oraz część krótkoterminowego zostaną spłacone z dotacji otrzymanej w pierwszym kwartale 2009 r., natomiast w następnych latach kredyt krótkoterminowy zależny jest od wielkości kapitału własnego i stanowi 20% jego wartości;
- wartość środków trwałych od 2009 r. pomniejszona została o otrzymaną dotację w wysokości 11,4 mln zł, dotacja ta zwiększa wartość kapitałów własnych Spółki;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata przyjęliśmy na średnim poziomie 5% w skali roku; nie przewidujemy zmiany wielkości zatrudnienia w Spółce;
- w prognozie przyjęto wypłatę dywidendy przez Spółkę w wysokości 50% zysku netto, począwszy od zysku za rok obrotowy 2009 r.;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności nie będą się zmieniać i pozostaną na średnim poziomie z ostatnich 2 lat (odpowiednio 65, 36 i 69 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji ani skupu akcji własnych;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 3.02.2009 r.

Tab. Wycena Makaronów Polskich metodą DCF

| (mln PLN) | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 113,7 | 123,1 | 131,9 | 139,3 | 144,5 | 148,3 | 152,2 | 156,1 | 160,2 | 164,4 |
| EBIT | 3,3 | 4,0 | 4,6 | 5,0 | 4,8 | 4,4 | 3,8 | 6,8 | 4,7 | 5,3 |
| Efektywna stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| NOPLAT | 2,7 | 3,3 | 3,7 | 4,0 | 3,9 | 3,5 | 3,1 | 5,5 | 3,8 | 4,3 |
| Amortyzacja | 4,4 | 5,4 | 5,8 | 6,2 | 6,5 | 6,9 | 7,3 | 4,2 | 6,1 | 5,4 |
| CAPEX | 8,0 | 3,2 | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 2,1 | 3,1 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy | -2,2 | -0,9 | -0,9 | -0,7 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| FCFF | -3,0 | 4,5 | 6,0 | 6,5 | 6,8 | 6,8 | 6,6 | 5,7 | 7,5 | 6,2 |
| Stopa wolna od ryzyka | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Premia rynkowa | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Beta | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Koszt kapitału własnego | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% |
| Koszt długu | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% | 7,00% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| % kapitału własnego | 80,8% | 83,6% | 83,7% | 83,7% | 83,6% | 83,6% | 83,5% | 84,0% | 83,5% | 83,7% |
| % długu | 19,2% | 16,4% | 16,3% | 16,3% | 16,4% | 16,4% | 16,5% | 16,0% | 16,5% | 16,3% |
| WACC | 10,9% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% |
| Suma DFCF | 28,2 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | 43,3 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana TV | 13,7 | | | | | | | | | |
| Wartość działalności operacyjnej | 41,9 | | | | | | | | | |
| Gotówka netto | -22,3 | | | | | | | | | |
| Otrzymana dotacja | 11,4 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego | 31,0 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 9,25 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji (3.02.2009) | 3,38 zł | | | | | | | | | |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Przedstawiona powyżej wycena charakteryzuje się dużą wrażliwością na przyjęte założenia odnośnie współczynnika beta oraz poziomu wzrostu po okresie prognozy. Wybrane przez nas wartości przekładają się na cenę jednej akcji na poziomie 3,38 zł, jednak przy wszystkich poziomach zawartych w poniższej tabeli wyliczona cena przewyższa obecne notowania rynkowe.

Tab. Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

| | | wzrost FCFF w nieskończoność | | | | |
|------|-----|------------------------------|------|------|------|------|
| | | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% |
| beta | 1,1 | 3,64 | 3,74 | 3,85 | 3,98 | 4,13 |
| | 1,2 | 3,42 | 3,50 | 3,60 | 3,71 | 3,84 |
| | 1,3 | 3,21 | 3,29 | 3,38 | 3,47 | 3,58 |
| | 1,4 | 3,03 | 3,10 | 3,17 | 3,25 | 3,34 |
| | 1,5 | 2,86 | 2,92 | 2,98 | 3,05 | 3,13 |

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej dokonaliśmy poprzez zestawienie Makaronów Polskich ze spółkami z GPW, działającymi w branży spożywczej – Mispol, Pamapol, PEPEES. Poniżej znajduje się charakterystyka tych spółek.

Mispol jest producentem i dystrybutorem konserw mięsnych, pasztetów, dań gotowych oraz karmy dla psów i kotów. Swoje produkty kieruje nie tylko na rynek polski, ale także do wielu państw UE, dawnej WNP oraz krajów bałkańskich. Spółka posiada zakłady produkcyjne zlokalizowane w kraju, jak również w Czechach i na Białorusi.

Pamapol prowadzi działalność w branży przetwórstwa mięsno-warzywnego i jest liderem dań gotowych w Polsce. Spółka oferuje około 80 produktów, głównie dań gotowych, konserw mięsnych, pasztetów oraz zup gotowych. Dominującym kanałem dystrybucji jest sprzedaż tradycyjna poprzez rozbudowaną sieć 150 hurtowni. Dodatkowo ok. 25% sprzedaży kierowane jest na export.

PEPEES to jeden z największych zakładów przetwórstwa rolno-spożywczego w północno-wschodniej Polsce. Spółka zajmuje się przetwórstwem ziemniaków, produkując skrobię ziemniaczaną i jej przetwory dla odbiorców krajowych i zagranicznych. Produkty PEPEES stosowane są do w produkcji wyrobów piekarskich, koncentratów soków, napojów oraz przetworów owocowych.

Tab. Wycena Makaronów Polskich metodą porównawczą

| Spółka | EV/S 2008P | EV/EBITDA 2008P | P/BV 2008P |
|---------------------------------|----------------|--------------------|---------------|
| Mispol | 0,54 | 9,22 | 0,48 |
| Pamapol | 0,56 | 9,29 | 0,28 |
| PEPEES | 0,49 | 7,46 | 0,32 |
| Średnia | 0,53 | 8,65 | 0,36 |
| Makarony Polskie | | | |
| wskaźnik | 0,45 | 8,29 | 0,31 |
| Implikowana cena 1 akcji | 2,85 | 2,23 | 2,38 |
| Wagi dla wskaźników | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji | 2,49 zł | | |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Do obliczenia ceny metodą porównawczą wykorzystaliśmy następujące wskaźniki: EV/S (wartość przedsiębiorstwa do wielkości sprzedaży), EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację), P/BV (kapitalizacja spółki do jej wartości księgowej). Zastosowanie wskaźników P/E (cena akcji do zysku na akcję) oraz EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) nie było możliwe ze względu na ich ujemną wartość lub zbyt niski zysk Spółki, co zniekształcałoby wycenę.

Nadając wyżej wymienionym wskaźnikom równe wagi (33%), otrzymaliśmy cenę jednej akcji Makaronów Polskich na poziomie 2,49 zł, co wskazuje na niedowartościowanie akcji Spółki względem innych spółek spożywczych.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę docelową ustaliliśmy, obliczając średnią ważoną z metody DCF (60%) oraz z metody porównawczej (40%). W ten sposób wyceniamy wartość jednej akcji Makaronów Polskich na 3,02 zł, co znacznie przewyższa bieżące notowania Spółki. W związku z tym zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Makaronów Polskich.

Tab. Wycena końcowa Makaronów Polskich

| | wycena 1 | |
|-------------------------------------|-------------|------|
| | akcji | waga |
| metoda DCF | 3,38 | 60% |
| metoda porównawcza (spółki krajowe) | 2,49 | 40% |
| wycena Makarony Polskie | 3,02 | |
| obecna cena akcji | 2,05 | |

Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka spółki – Makarony Polskie

Wyniki finansowe

W trzecim kwartale 2008 r. Makarony Polskie osiągnęły 22,6 mln zł przychodów, co stanowi przyrost względem tego samego okresu w poprzednim roku o 3%. Natomiast narastająco za trzy kwartały 2008 r. było to 66,3 mln zł, czyli o 10% więcej niż rok wcześniej. Gorzej wygląda pozycja wyniku netto, który w trzecim kwartale był dodatni i wyniósł 0,5 mln zł (względem 0,3 mln straty), jednak za okres styczeń-wrzesień Spółka zanotowała stratę w wysokości 2,1 mln zł. Natomiast w 2007 r. ten sam okres zakończony był zyskiem na poziomie 2,1 mln zł.

Znaczne pogorszenie wyników w 2008 r. jest efektem pierwszego półrocza, które Spółka zakończyła ze stratą 2,6 mln zł. Ujemny wynik netto wynikał z kilku przyczyn. Przede wszystkim był to spadek sprzedaży, wynikający z braku zastąpienia kontraktów wygasających pod koniec 2007 r. nowymi umowami sprzedaży. W związku z tym przychody wzrosły wtedy jedynie o 14%, mimo konsolidowania wyników dwóch przejętych spółek – Abak i Stoczek.

Drugim czynnikiem był wzrost cen podstawowych surowców nabywanych do produkcji, przede wszystkim mąki. Dodatkowo nakładał się na to bardzo wysoki kurs złotego w stosunku do euro, co uniemożliwiało skuteczne konkurowanie na rynkach zagranicznych. Kolejnym aspektem był proces integracji grupy kapitałowej oraz restrukturyzacji przejętych spółek. Ich koszt przyczynił się do pogorszenia wyniku głównie w pierwszym kwartale ubiegłego roku.

Od trzeciego kwartału widoczna jest jednak poprawa. Spółka nie wykorzystuje jeszcze w pełni swoich mocy produkcyjnych ze względu na prowadzoną rozbudowę zakładu w Rzeszowie. Pozwoli ona zwiększyć wielkość produkcji makaronu o 35% względem ubiegłego roku. Nowa linia produkcyjna zacznie funkcjonować od drugiego kwartału bieżącego roku, natomiast Spółka podpisała już kontrakty gwarantujące zbyt na większą ilość produkcji. Prowadzone prace utrudniają bieżącą produkcję, przez co jedna linia produkcyjna musiała

zostać wyłączona. W związku z tym wyniki czwartego kwartału 2008 r. i pierwszego kwartału 2009 r. nie będą jeszcze w pełni odzwierciedlać możliwości Spółki.

Tab. Wyniki finansowe Makaronów Polskich

| | 2006 | 1-3Q 2007 | 2007 | 1-3Q 2008 | 2008P | 2009P |
|--|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|
| Przychody ogółem | 46,6 | 60,3 | 83,8 | 66,3 | 92,0 | 113,7 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>86,6%</i> | - | <i>80,1%</i> | <i>10,0%</i> | <i>9,7%</i> | <i>23,6%</i> |
| EBIT | 2,5 | 2,0 | 2,0 | -1,0 | -0,5 | 3,3 |
| EBITDA | 3,8 | 3,8 | 4,8 | 2,0 | 4,0 | 7,7 |
| Zysk brutto | 2,2 | 2,9 | 2,7 | -2,0 | -1,9 | 2,2 |
| Zysk netto | 1,8 | 2,1 | 2,4 | -2,1 | -1,9 | 2,2 |
| <i>marża netto</i> | <i>3,9%</i> | <i>3,5%</i> | <i>2,9%</i> | <i>-3,2%</i> | <i>-2,1%</i> | <i>1,9%</i> |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 1,8 | -0,1 | -7,6 | 3,3 | 2,5 | 5,5 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -3,9 | -25,5 | -23,8 | -11,2 | -12,0 | -8,0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 2,3 | 32,0 | 31,7 | 9,2 | 10,6 | 1,4 |
| Dług / EBITDA | 1,0 | - | 2,7 | 4,3 | 4,8 | 1,6 |
| Dług / kapitał własny | 21,1% | 21,0% | 21,0% | 40,2% | 39,4% | 23,8% |

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

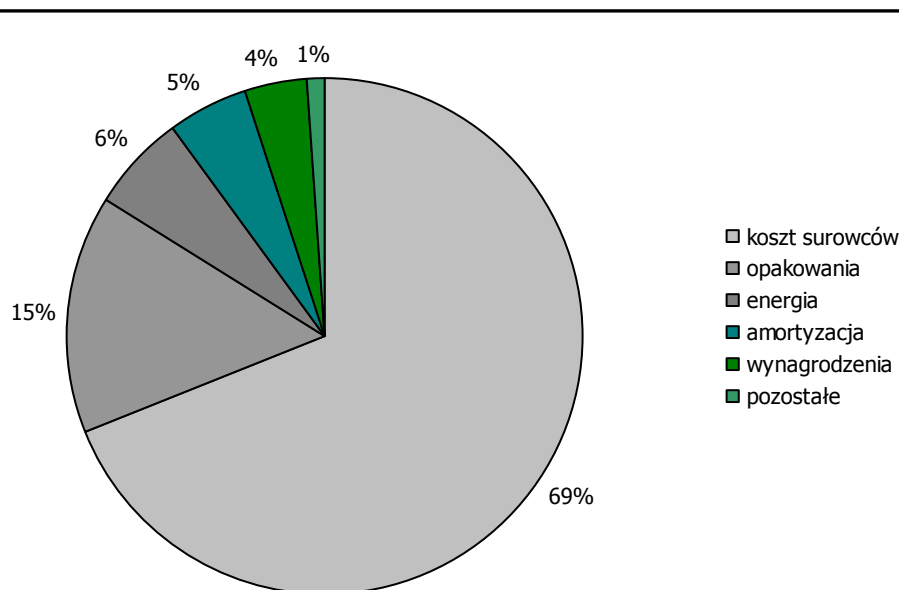
P - prognoza BM BGŻ

Przepływy operacyjne w 2008 r. były dodatnie, natomiast na ujemny wynik z działalności inwestycyjnej złożyły się przede wszystkim nakłady na rzeszowski zakład. Przepływy finansowe zostały zwiększone przez wpływy z zaciągniętych kredytów. W 2009 r. uzyskany będzie wpływ z dotacji przeznaczony na spłatę kredytu. W związku z tym saldo finansowe powinno ukształtować się na niewielkim plusie.

Spółka charakteryzuje się niskim poziomem zadłużenia w stosunku do kapitałów własnych, jak również w odniesieniu do wartości EBITDA. Wartości tych wskaźników wzrosły w tym roku ze względu na finansowanie inwestycji, jednak spłata zadłużenia ze środków pozyskanych z dotacji w pierwszym kwartale 2009 r. pozwoli przywrócić wielkość zadłużenia do niskiego i bezpiecznego poziomu. Odbije się to korzystnie na wyniku netto Spółki, ponieważ będzie on obciążony niższymi kosztami finansowymi.

Przedstawiona na wykresie struktura kosztów w Spółce dowodzi dużej wrażliwości na zmiany ceny surowca. Mąka i inne składniki stanowią aż 69% technicznego kosztu wytworzenia, natomiast opakowania odpowiadają za 15%. Pozostałe czynniki mają mniejszy wpływ na całkowite koszty wytworzenia. Duże znaczenie ma zatem fakt zagwarantowania sobie przez Spółkę dostaw surowców po ustalonych cenach. Ze względu na dużą zmienność cen surowców rolnych oraz korzystne warunki występujące na rynku, w trzecim kwartale 2008 r. Spółka podpisała długoterminowe kontrakty z dostawcami (Polskie Młyny S.A., Augura Polska Sp. z o. o.) regulujące ceny zakupu mąki, która stanowi ok. 80-90% składu makaronu. Z drugiej strony podpisano również umowy z niektórymi sieciami handlowymi, zapewniające ceny sprzedaży produktów. Dzięki temu osiągnane marże będą charakteryzować się wyższą stabilnością i pozwolą regularnie osiągać zysk.

Rys. Struktura kosztów Makaronów Polskich



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Produkcja makaronu nie należy do branż wysokomarżowych, w związku z czym decydujące są efekty skali. Te działają na korzyść Spółki, ponieważ po uruchomieniu pełnych zdolności produkcyjnych stanie się ona największym producentem makaronu w Polsce i jednym z trzech największych w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Pozwoli to zmniejszyć jednostkowy koszt produkcji oraz bardziej efektywnie wykorzystywać logistykę. Dodatkowo kilkanaście procent wielkości przychodów Spółki stanowi sprzedaż towarów i materiałów. Spółka otrzymuje je w ramach rozliczenia transakcji, m. in. z Agencją Rynku Rolnego. Otrzymane w ten sposób cukier lub pszenica upłynniane są na rynku. Dzięki temu marża na kontraktach realizowanych w ten sposób powiększana jest o zysk ze sprzedaży towarów. W bieżącym roku Spółka zrealizuje kontrakty z Agencją Rynku Rolnego o wartości 12,4 mln zł., jednak rentowność tych kontraktów jest niższa niż sprzedaż zwykłymi kanałami dystrybucji.

W trzecim kwartale zakończył się proces restrukturyzacji i integracji Grupy Kapitałowej Makarony Polskie. Przeprowadzone działania przyczyniły się do osiągnięcia oszczędności w wysokości 0,25 mln zł miesięcznie w stosunku do 2007 r. Oszczędności wynikają głównie z automatyzacji, poprawy logistyki oraz cięcia kosztów administracji. Natomiast w bieżącym kwartale oddana do użytku będzie nowa linia produkcyjna makaronów, pozwalająca na zwiększenie mocy produkcyjnych, na które Spółka posiada już zapewniony zbyt. Powyższe czynniki połączone ze stabilnymi kosztami stałymi powinny przyczynić się do znacznej poprawy wyników osiąganych przez Grupę.

INWESTYCJE

Na inwestycje w rzeszowskim zakładzie Spółka poniosła w zeszłym roku nakłady w wysokości ok. 11,8 mln zł, a ich kontynuacja w pierwszym kwartale tego roku pochłonie 7,4 mln zł. Środki na inwestycje pochodzą w 80% z kredytu, reszta finansowana jest ze środków własnych. Przy czym Spółka ma zagwarantowany zwrot 11,4 mln zł w ramach dotacji „Uruchomienie produkcji nowej jakości makaronów w oparciu o innowacyjne technologie”. Część dotacji wpłynęła już do Spółki, natomiast resztę otrzyma ona po zakończeniu projektu, a całość środków przeznaczona zostanie na spłatę zadłużenia. Oprócz dokończenia

rozbudowy zakładu w Rzeszowie, która zwiększy moce produkcyjne o ok. 30%, Spółka planuje na ten rok inwestycje o wartości ok. 2 mln zł, ale tylko w razie posiadania nadwyżek finansowych.

Co ważne, zwiększenie wielkości produkcji nie pociągnie za sobą wzrostu zatrudnienia i innych kosztów, zmniejszając tym samym koszty jednostkowe oraz poprawiając wyniki Spółki. Wolne moce produkcyjne posiada również spółka zależna Stoczek. Przeprowadzone w ostatnich latach inwestycje pozwolą na dwukrotne zwiększenie produkcji tej spółki względem stanu obecnego, a pełne wykorzystywanie możliwości planowane jest od trzeciego kwartału 2009 r.

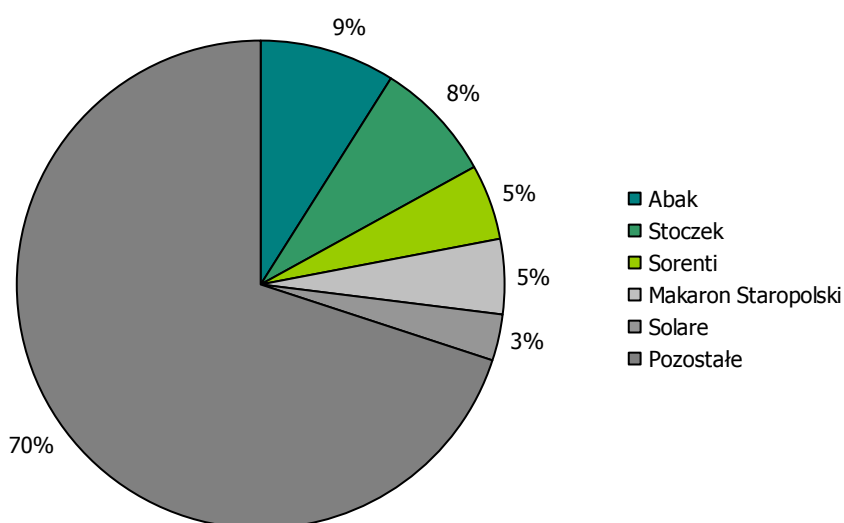
Działalność operacyjna

Grupa Kapitałowa Makarony Polskie, oprócz producenta makaronów, to również spółka zależna Stoczek, zajmująca się produkcją dań gotowych i przetworów, oraz przejęta w 2007 r. i włączona w struktury Makaronów Polskich, spółka Abak, która również produkuje makarony. W posiadaniu Spółki znajdują się obecnie trzy zakłady produkcyjne – w Rzeszowie, w Płocku oraz w Częstochowie.

Spółka od 2006 r. produkuje makarony pod własnymi markami. Są to Solare, Sorenti, Makaron Staropolski i Abak. Natomiast dania gotowe, pasztety i dżemy produkowane są przez spółkę zależną pod markami Stoczek i Familjada. Reszta produkcji wytwarzana jest pod markami sieci sprzedaży, z którymi Spółka współpracuje. Obecnie Makarony Polskie posiadają umowy podpisane z Tesco, Carrefour, Auchan, Kaufland, E.Leclerc, Biedronka, Plus Discount, Chata Polska, Intermarche, Polomarket. Systematyczne wprowadzanie produktów do sieci supermarketów oraz niezależnych punktów sprzedaży pozwala zwiększać sprzedaż zarówno produktów pod markami Spółki, jak i z obcymi markami.

Widoczna na wykresie struktura sprzedaży wskazuje, że aż 70% wielkości sprzedaży całej Grupy Kapitałowej kierowana jest do sieci handlowych i innych podmiotów pod markami obcymi, a tylko 30% stanowią marki własne producenta. Należy zaznaczyć, iż sprzedaż produktów markowych rośnie (rok wcześniej jej udział stanowił jedynie 17% przychodów), a jest to segment charakteryzujący się wyższymi marżami niż sprzedaż pod markami obcymi. By zwiększać sprzedaż produktów markowych, Spółka zamierza zintensyfikować ich promocję poprzez działania marketingowe.

Rys. Struktura sprzedaży Grupy Kapitałowej Makarony Polskie



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Jeśli chodzi o strukturę geograficzną, to ok. 93% wartości przychodów pochodzi z rynku krajowego, natomiast na pozostałe 7% składają się przychody z eksportu do takich państw jak Holandia, Czechy, Słowacja, Szwecja, Wielka Brytania, Litwa, USA, Australia i in. Przychody z eksportu wyniosły w trzecim kwartale 1,6 mln zł i były o 3% wyższe niż rok wcześniej, mimo mocnego kursu złotego. Natomiast obecne silne osłabienie polskiej waluty powinno przyczynić się do zintensyfikowania sprzedaży zagranicznej, szczególnie w spółce dominującej. Należy tu również zaznaczyć, że Spółka nie wykorzystywała żadnych instrumentów pochodnych do zabezpieczania wpływów eksportowych, w związku z czym wynik finansowy nie będzie obciążony ich ujemną wyceną. Jedynym zabezpieczeniem wpływów eksportowych jest kredyt denominowany w euro (290.000), który tworzy naturalny hedging.

Łączne moce produkcyjne Spółki wynoszą ok. 2.500 ton/m-c makaronu tłoczonego oraz 400 ton/m-c makaronu walcowanego. Po ukończeniu prowadzonych obecnie inwestycji moce produkcyjne wzrosną do odpowiednio 4.000 ton oraz 700 ton. Dzięki temu Makarony Polskie będą największym producentem makaronu w Polsce. Natomiast spółka zależna Stoczek sprzedaje miesięcznie ponad 500 ton produktów, przy czym nie wykorzystuje ona jeszcze w pełni swoich mocy produkcyjnych.

Tab. Segmenty sprzedaży Makaronów Polskich

| | 2007 | 3Q 2007 | 3Q 2008 |
|-------------------|--------------|----------------|----------------|
| handel tradycyjny | 15193 | 4254 | 5727 |
| <i>udział</i> | <i>23,5%</i> | <i>20,7%</i> | <i>27,2%</i> |
| handel sieciowy | 18235 | 4608 | 9422 |
| <i>udział</i> | <i>28,3%</i> | <i>22,4%</i> | <i>44,8%</i> |
| pozostałe | 31091 | 11676 | 5892 |
| <i>udział</i> | <i>48,2%</i> | <i>56,9%</i> | <i>28,0%</i> |
| eksport | 4066 | 1504 | 1556 |
| <i>udział</i> | <i>4,8%</i> | <i>6,8%</i> | <i>6,9%</i> |
| kraj | 79778 | 20538 | 21041 |
| <i>udział</i> | <i>95,2%</i> | <i>93,2%</i> | <i>93,1%</i> |

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Dystrybucja produktów Spółki odbywa się trzema kanałami: handel tradycyjny, handel sieciowy i pozostali odbiorcy. Obecnie dominującym kanałem jest handel sieciowy, gdzie kierowane są wszystkie produkty oznaczone markami sieci handlowych, jak również markami własnymi. Sprzedaż do supermarketów podwoiła się w stosunku do 2007 r., co było efektem zwiększania liczby odbiorców.

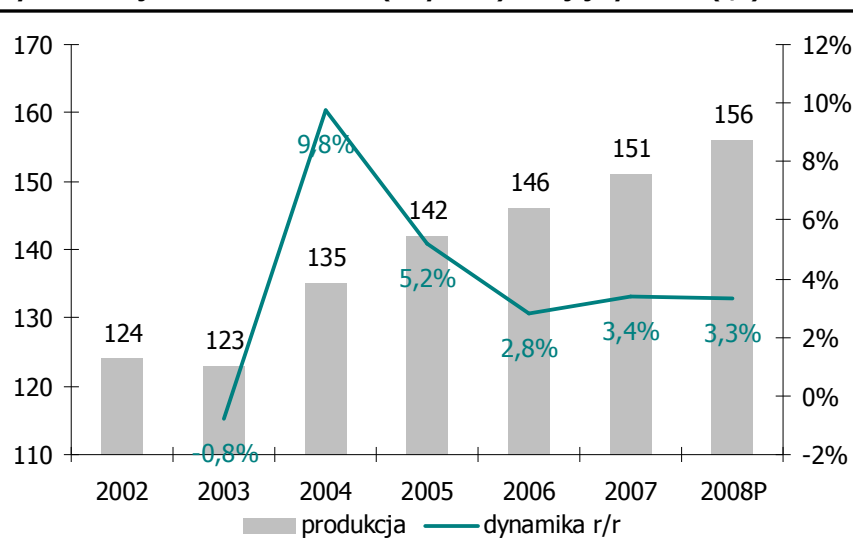
Na handel tradycyjny składają się małe sklepy i pośrednicy dystrybuujący produkty. Wielkość sprzedaży w tym segmencie również się zwiększa, jednak nie tak dynamicznie jak w przypadku handlu sieciowego. Wzrost w trzecim kwartale wyniósł 35% w stosunku do poprzedniego roku. Wyższa sprzedaż w powyższych segmentach kompensowała niższe przychody z trzeciego kanału, jakim są pozostali odbiorcy.

Odbiorcami innymi niż sieci handlowe i sklepy tradycyjne są m. in. Agencja Rynku Rolnego, PKP, elektrownie i kopalnie. Największe znaczenie ma tutaj ARR, która organizuje przetargi na dostawy żywności. Kontrakty te charakteryzują się niską marżą ze względu na fakt, iż konkuruje się tu jedynie ceną. Jednak mają one duże znaczenie, ponieważ zapewniają zbyt produkcji o dużej wartości. W 2007 r. Spółka posiadała umowę na dostarczenie żywności za 12 mln zł. W 2008 r. nie udało się pozyskać umów z ARR, co było przyczyną dużego spadku sprzedaży. Jednak na 2009 r. podpisano już kontrakt na dostawę makaronu i innych produktów na 12,4 mln zł, co gwarantuje wysokie przychody i zbyt dla powiększonej produkcji.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Spożycie makaronu w Polsce jest niskie w porównaniu do innych państw europejskich. Przeciętny Polak kupuje mniej niż 5 kg makaronu w ciągu roku. W krajach, które mają ugruntowaną tradycję konsumpcji makaronu, jak Włochy, spożycie makaronu kształtuje się na poziomie bliskim 30 kg. Jednak również w innych państwach wskaźnik ten wykazuje znacznie wyższe wartości (np. w Niemczech, Francji czy w Czechach przekracza 10 kg).

Rys. Produkcja makaronu w Polsce (w tys. ton) oraz jej dynamika (r/r)



Źródło: GUS, BM BGŻ.

Z drugiej strony sytuacja powoli się zmienia i rynek makaronu wykazuje od kilku lat zdecydowaną tendencję wzrostową. Produkcja makaronu w Polsce wzrosła ze 123 tys. ton w 2003 r. do ponad 150 tys. ton w 2007 r., co daje średnioroczny wzrost na poziomie 5,2%. Pozwala to prognozować, iż rynek nadal będzie się zwiększał w podobnym tempie. Warto zaznaczyć, że niemal cała krajowa konsumpcja makaronu zaspokajana jest przez polskich producentów, a import stanowi jedynie ok. 15% sprzedaży ilościowej.

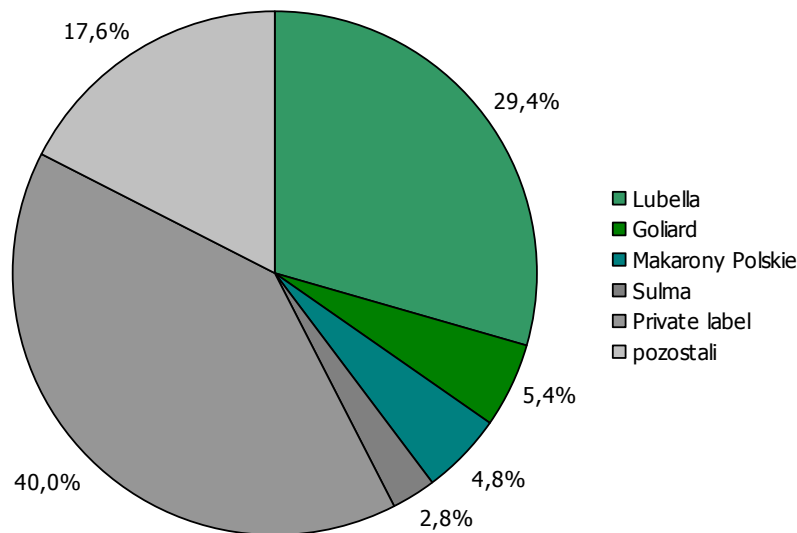
Wzrost produkcji makaronu wynika ze zmian w przyzwyczajeniach kulinarnych konsumentów. Do niedawna makaron stosowany był niemal wyłącznie jako dodatek do zup, natomiast obecnie stosuje się go do wielu różnych potraw (jak zapiekanki, sałatki, dania słodkie). Zwiększanie się konsumpcji makaronu następuje również ze względu na rezygnację z ziemniaków i kasz, których spożycie systematycznie spada. Do rozwoju rynku makaronu przyczyniają się również wprowadzane przez producentów nowych rodzajów i kształtów makaronu, jak również rozwój segmentu sosów i dań gotowych.

Dostawą makaronów na rynek polski zajmuje się wiele podmiotów zarówno krajowych, jak i zagranicznych. W sumie jest to około 120 przedsiębiorstw, przy czym zasięg ogólnokrajowy ma tylko kilkunastu z nich. Natomiast pozostali producenci obsługują niewielkie regiony lub nisze rynkowe (np. makaron razowy). Liderem rynku jest Grupa Maspex Wadowice z marką Lubella, która posiada ok. 30% udziału w sprzedaży.

Drugą pod względem wielkości udziału jest marka Goliard, natomiast makarony produkowane przez Makarony Polskie składają się na 4,8% udziału w rynku. Do tej wielkości nie jest wliczona produkcja makaronu pod markami obcymi (private label), po uwzględnieniu której udział zwiększa się do ok. 17%, dając

Spółce drugą pozycję. Udział Makaronów Polskich prawdopodobnie zwiększy się w 2009 r., kiedy wykorzystane będą moce produkcyjne nowej linii. Wtedy to Spółka może stać się liderem rynku makaronów w Polsce.

Rys. Struktura rynku producentów makaronów (3Q 2008)



Źródło: MEMRB, BM BGŻ.

Porównanie wyników finansowych spółek zajmujących się produkcją makaronu pozwala uplasować Makarony Polskie między liderem rynku – Lubellą, a drugim graczem na rynku – Goliardem. Lubella ma zdecydowanie najwyższe wskaźniki marż, jak również zwrotu na aktywach i na kapitale własnym. Wyniki wszystkich spółek wskazują, że działalność jest rentowna i stale może przynosić zysk. Gorsze rezultaty osiągnięte w 2007 r. dowodzą, że wysokie ceny surowca w równym stopniu odbiły się na całej branży.

Tab. Wyniki finansowe producentów makaronu

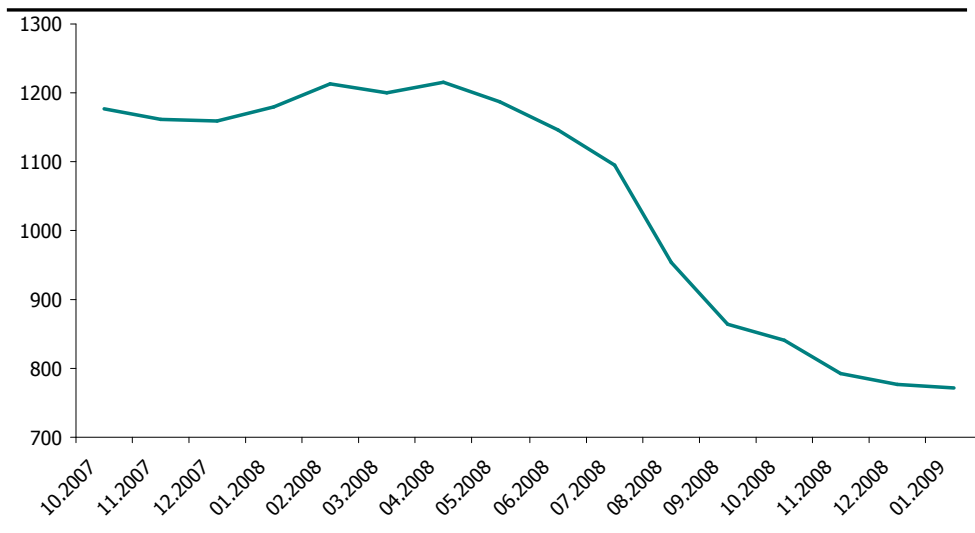
| | Makarony Polskie | | Lubella | | Goliard | |
|-------------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Przychody | 46557 | 83844 | 176913 | b. d. | 39859 | 43020 |
| EBIT | 2450 | 1979 | 20364 | b. d. | 1531 | 948 |
| marża EBIT | 5,3% | 2,4% | 11,5% | - | 3,8% | 2,2% |
| zysk netto | 1822 | 2422 | 15479 | b. d. | 1028 | 513 |
| marża netto | 3,9% | 2,9% | 8,7% | - | 2,6% | 1,2% |
| ROA | 6,3% | 2,5% | 9,8% | b. d. | 4,9% | 2,3% |
| ROE | 9,7% | 3,9% | 14,8% | b. d. | 10,6% | 5,3% |

Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Ogromne znaczenie dla działalności producentów makaronów mają ceny surowców, przy czym najważniejsza jest mąka, która zajmuje dominującą pozycję w zużyciu materiałów. Na wyprodukowanie jednego kilograma produktu potrzebne jest ponad 1 kg mąki. W związku z tym wysokie ceny surowca niekorzystnie wpływają na osiągane wyniki. Obecnie warunki uległy znacznej poprawie na korzyść producentów, ze względu na znaczny spadek cen mąki w ciągu ostatnich miesięcy. Pierwsze półrocze 2008 r. charakteryzowało się rekordowymi cenami mąki. Przyczyniło się to do znacznego spadku marży producentów,

którzy mieli zakontraktowaną sprzedaż, natomiast surowiec nabywali na bieżąco na rynku. Znaczny spadek cen w drugiej połowie roku pozwolił na poprawę wyników.

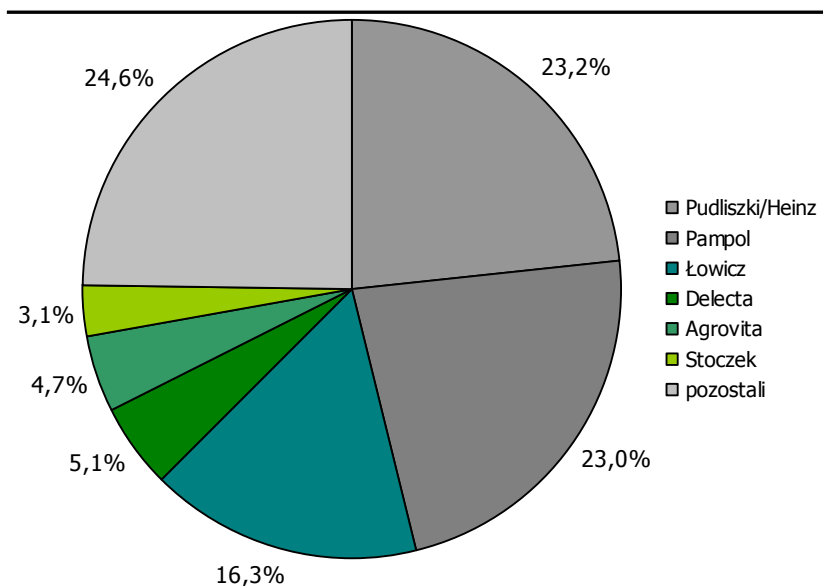
Rys. Cena mąki za tonę (na koniec miesiąca)



Źródło: MRIRW, BM BGŻ.

Ponieważ spółka zależna należąca do Grupy działa na rynku dań gotowych, należy również zwrócić uwagę na ten segment. Rozwija się on dość dynamicznie, ok. 10% w skali roku i wykazuje duży potencjał wzrostowy ze względu na zmianę nawyków żywieniowych Polaków. Zwiększa się bowiem zainteresowanie produktami przetworzonymi, jak również mrożonkami. Dodatkowym aspektem jest dużo niższe spożycie dań gotowych w Polsce w porównaniu z innymi państwami europejskimi, co z czasem prawdopodobnie będzie przyczyniać się do wzrostu sprzedaży takich produktów.

Rys. Struktura rynku producentów dań gotowych (3Q)



Źródło: MEMRB, BM BGŻ.

Spółka Stoczek jest jedną z niewielu w branży o zasięgu ogólnokrajowym. Dominującą pozycję w segmencie dań gotowych mają Pudliszki oraz Pamapol. Łowicz zawdzięcza swój wysoki udział w rynku głównie temu, że odpowiada za ok. 50% sprzedaży dżemów w Polsce. Natomiast Stoczek, z ponad 3% udziałem, zajmuje szóstą pozycję, przy czym niewykorzystane obecnie moce produkcyjne pozwolą zwiększyć ten udział lub zintensyfikować sprzedaż eksportową.

Istotnym czynnikiem korzystnie wpływającym na perspektywy Spółki jest spadek presji płacowej, z którą borykali się pracodawcy w ubiegłym roku. Wzrost bezrobocia i ogólne spowolnienie gospodarcze przyczynią się do zahamowania wzrostu wynagrodzeń, dzięki czemu może wzrosnąć rentowność sprzedaży. Z kolei spadek cen paliw przekłada się na zmniejszenia kosztów logistycznych, które ponoszone są na dostarczenie produktów do odbiorców. Powyższe czynniki powinny pozytywnie wpływać na rezultaty osiągane przez spółki z branży.

Dodatковым czynnikiem wspomagającym działalność Makaronów Polskich jest struktura asortymentu producenta. Dominującą jego część stanowią makarony sprzedawane pod obcymi markami, które należą do najtańszych na rynku. W związku z tym ograniczenie wydatków przez konsumentów może przyczynić się do przesuwania wydatków z produktów z wyższej półki cenowej do tych z niższej. Z drugiej strony ograniczy to sprzedaż produktów markowych, na których osiągnana jest wyższa marża.

Szansą dla Spółki może być również obecna słabość waluty polskiej. Efektem tego jest znacznie lepsza pozycja konkurencyjna produktów polskich w stosunku do zagranicznych, co może przyczynić się do wzrostu sprzedaży eksportowej. Szczególnie że konsumenci z zachodnich państw również mogą rezygnować z droższych produktów na korzyść tańszych. Wzrost eksportu w pierwszej części roku, przy niekorzystnych warunkach, powinien być powielony w lepszych warunkach.

Zagrożeniem natomiast może być presja na spadek marż, głównie w segmencie sieciowym. Silne sieci handlowe mogą naciskać na producentów, by obniżyli ceny dostarczanych produktów. Istotna jest również groźba rozwiązania kontraktu, co spowodowałoby znaczne spadki w sprzedaży do czasu podpisania nowych umów z innymi odbiorcami.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans – Makarony Polskie

| (mln PLN) | 2007 | 3Q 2008 | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTYWA | 95,9 | 106,7 | 106,9 | 104,2 | 105,0 | 108,7 | 112,2 |
| Aktywa trwałe | 69,7 | 74,1 | 77,3 | 69,4 | 67,2 | 64,1 | 60,8 |
| wartości niematerialne i prawne | 11,0 | 11,0 | 11,1 | 11,2 | 11,2 | 11,3 | 11,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 58,6 | 62,8 | 66,0 | 58,1 | 55,9 | 52,7 | 49,4 |
| Aktywa obrotowe | 26,2 | 32,6 | 29,6 | 34,8 | 37,8 | 44,6 | 51,4 |
| Zapasy | 7,9 | 9,4 | 9,1 | 11,3 | 12,2 | 13,1 | 13,8 |
| Należności krótkoterminowe | 16,2 | 20,1 | 17,4 | 21,5 | 23,3 | 25,0 | 26,4 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 0,6 | 0,9 | 1,7 | 0,5 | 0,8 | 5,1 | 9,8 |
| <i>w tym środki pieniężne</i> | <i>0,6</i> | <i>0,9</i> | <i>1,7</i> | <i>0,5</i> | <i>0,8</i> | <i>5,1</i> | <i>9,8</i> |
| PASYWA | 95,9 | 106,7 | 106,9 | 104,2 | 105,0 | 108,7 | 112,2 |
| Kapitał własny | 61,9 | 59,7 | 60,9 | 63,1 | 64,5 | 66,2 | 68,0 |
| Kapitał zakładowy | 26,8 | 27,8 | 27,8 | 27,8 | 27,8 | 27,8 | 27,8 |
| Pozostałe kapitały | 32,7 | 31,9 | 32,7 | 30,7 | 31,8 | 33,0 | 34,5 |
| Zysk netto | 2,4 | -2,1 | -1,9 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,3 |
| Zobowiązania i rezerwy | 34,0 | 47,0 | 46,0 | 41,1 | 40,5 | 42,5 | 44,2 |
| Zobowiązania długoterminowe | 9,5 | 7,8 | 8,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 24,5 | 39,2 | 37,4 | 38,5 | 37,9 | 39,8 | 41,6 |
| <i>w tym dług odsetkowy</i> | <i>13,0</i> | <i>24,0</i> | <i>24,0</i> | <i>15,0</i> | <i>12,6</i> | <i>12,9</i> | <i>13,2</i> |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat – Makarony Polskie

| (młn PLN) | 2007 | 1-3Q 2008 | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ogółem | 83,8 | 66,3 | 92,0 | 113,7 | 123,1 | 131,9 | 139,3 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>80,1%</i> | <i>10,0%</i> | <i>9,7%</i> | <i>23,6%</i> | <i>8,3%</i> | <i>7,1%</i> | <i>5,6%</i> |
| Koszt sprzed. prod., tow. i mat. | 69,1 | 54,1 | 74,2 | 92,2 | 100,8 | 108,0 | 114,0 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 14,7 | 12,2 | 17,8 | 21,5 | 22,3 | 23,9 | 25,2 |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i> | <i>17,5%</i> | <i>18,4%</i> | <i>19,3%</i> | <i>18,9%</i> | <i>18,1%</i> | <i>18,1%</i> | <i>18,1%</i> |
| Koszty sprzedaży | 10,8 | 9,1 | 12,5 | 11,6 | 11,4 | 12,0 | 12,6 |
| Koszty ogólnego zarządu | 4,5 | 4,7 | 6,3 | 6,6 | 6,9 | 7,3 | 7,6 |
| Zysk (strata) ze sprzedaży | -0,6 | -1,6 | -1,0 | 3,3 | 4,0 | 4,6 | 5,0 |
| EBIT | 2,0 | -1,0 | -0,5 | 3,3 | 4,0 | 4,6 | 5,0 |
| EBITDA | 4,8 | 2,0 | 4,0 | 7,7 | 9,5 | 10,4 | 11,1 |
| <i>marża operacyjna</i> | <i>2,4%</i> | <i>-1,5%</i> | <i>-0,5%</i> | <i>2,9%</i> | <i>3,3%</i> | <i>3,5%</i> | <i>3,6%</i> |
| Saldo z działalności finansowej | 0,7 | -1,1 | -1,5 | -1,1 | -1,0 | -0,9 | -0,9 |
| Zysk (strata) brutto | 2,7 | -2,0 | -1,9 | 2,2 | 3,1 | 3,7 | 4,0 |
| <i>marża brutto</i> | <i>3,2%</i> | <i>-3,1%</i> | <i>-2,1%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,5%</i> | <i>2,8%</i> | <i>2,9%</i> |
| Podatek dochodowy | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| Zysk (strata) netto | 2,4 | -2,1 | -1,9 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,3 |
| <i>marża netto</i> | <i>2,9%</i> | <i>-3,2%</i> | <i>-2,1%</i> | <i>1,9%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,3%</i> | <i>2,3%</i> |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych – Makarony Polskie

| (mln PLN) | 2007 | 1-3Q 2008 | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -7,6 | 3,3 | 2,5 | 5,5 | 7,9 | 8,9 | 9,6 |
| Zysk netto | 2,4 | -2,1 | -1,9 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,3 |
| Amortyzacja | 2,9 | 3,0 | 4,4 | 4,4 | 5,4 | 5,8 | 6,2 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -5,5 | 0,0 | -1,4 | -2,2 | -0,9 | -0,9 | -0,7 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -23,8 | -11,2 | -12,0 | -8,0 | -3,2 | -2,7 | -2,9 |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX) | 9,1 | 11,7 | 12,0 | 8,0 | 3,2 | 2,7 | 2,9 |
| Przepływy z działalności finansowej | 31,7 | 9,2 | 10,6 | 1,4 | -4,4 | -1,9 | -2,1 |
| Kredyty i pożyczki | -4,3 | 9,7 | 11,0 | -9,0 | -2,4 | 0,3 | 0,4 |
| Odsetki | -0,6 | -1,0 | -1,4 | -1,1 | -1,0 | -0,9 | -0,9 |
| Dotacja | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 11,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 0,4 | 1,3 | 1,1 | -1,1 | 0,3 | 4,3 | 4,6 |
| Środki pieniężne: | | | | | | | |
| na początek okresu | 0,2 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | 0,5 | 0,8 | 5,1 |
| na koniec okresu | 0,6 | 0,9 | 1,7 | 0,5 | 0,8 | 5,1 | 9,8 |

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 jakkolwiek 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 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** – oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać 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 zmianę.

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 odniesienie 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 MAKLESKIE 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**