

Mieszko

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: MSO

ISIN: PLMSZK000010

Kupuj

5,01 zł

Profil spółki

Mieszko zajmuje się produkcją słodczy, działając głównie w segmencie pralin, cukierków, karmelków i wafli. Spółka posiada silną pozycję na rynku polskim, będąc jednocześnie obecną na rynkach zagranicznych.

Poprzednie zalecenie	cena docelowa	data
KUPUJ	3,85	15.10.2010

Dane podstawowe

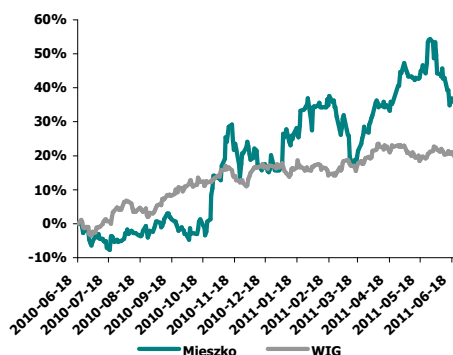
Kurs (20/06/11)	4,1
Wycena DCF	5,5
Wycena porównawcza	4,5
Liczba akcji (tys.)	40 866
Kapitalizacja (mln zł)	167,1
EV (mln zł)	371,6

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	4,6
min cena 52 tygodnie (zł)	2,7
Średni wolumen obrotów (tys. zł)	206,4

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
EVA Grupe	65,0%	65,0%
Pozostali	35,0%	35,0%



Analityk:

Tomasz Manowiec

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2011 r. i wyniki finansowe

Na wyniki 1Q 2011 r. największy wpływ miały dwa czynniki - wysokie ceny surowców oraz konsolidacja spółki Vilniaus Pergale. Rekordowe poziomy cen mąki i cukru oraz utrzymujące się na wysokim poziomie ceny kakao spowodowały spadek marży brutto realizowanej przez Mieszko aż o 4 punkty procentowe. Uwzględnienie w skonsolidowanym sprawozdaniu wyników litewskiej spółki oraz oszczędności na kosztach sprzedaży i zarządu pozwoliły jednak znacząco poprawić wynik operacyjny w stosunku do 2010 r. Od marca ponoszone są natomiast koszty finansowe związane w wyemitowanymi obligacjami zamiennymi. W efekcie wynik na poziomie netto dla grupy wyniósł 4,2 mln zł, co można ocenić jako dobry rezultat w trudnym otoczeniu makroekonomicznym.

Perspektywy spółki i prognozy

Motorem wzrostu Mieszka stały się obecnie akwizycje. Od stycznia konsolidowana jest już spółka Vilniaus Pergale, która w skali roku powinna wypracować 140-150 mln zł przychodów i jest bardzo rentownym podmiotem. Jednocześnie trwają negocjacje odnośnie kolejnego przejęcia, tym razem ma być to producent ciastek, co dopełniłoby portfolio produktowe grupy. Transakcje te oceniamy pozytywnie, gdyż wiąże się z nimi wiele korzyści w postaci efektów synergii, a płacone ceny nie są wygórowane. Poza tym dobrze wygląda wzrost organiczny, dający kilkuprocentową dynamikę w skali roku.

Problemem dla producentów słodczy są natomiast rekordowe poziomy cen surowców, jednak odpowiedzią na to są podwyżki cen produktów, wzrost efektywności produkcji oraz oszczędności w innych obszarach. W efekcie sytuacja w otoczeniu nie spowodowała istotnego pogorszenia wyników w przypadku największych podmiotów. Dodatkowo efekt konsolidacji wpłynę na tyle silnie, że wyniki Mieszka w tym roku znacząco wzrosną - spodziewamy się wypracowania prawie 420 mln zł sprzedaży oraz przekroczenia poziomu 20 mln zł w pozycji zysku netto. Wyraźnie wzrosło z kolei zadłużenie spółki, jednak nie obciąża ono istotnie płynności (niskie odsetki), a jego wartość nominalna powinna z każdym kolejnym okresem ulegać zmniejszeniu.

Wycena i podsumowanie

Przyjęte przez nas założenia do modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Mieszko na poziomie 5,49 zł. Wycena porównawcza wskazuje natomiast na wartość jednej akcji w wysokości 4,52 zł, wskazując na dyskonto dla akcji Mieszka w stosunku do innych producentów słodczy.

Ostatnie kwartały są kontynuacją trwających już od kilku lat pozytywnych tendencji w wynikach spółki. Przeprowadzenie akwizycji (Vilniaus Pergale) znacząco przyspieszy rozwój Mieszka oraz zdecydowanie podnosi wartość spółki dla akcjonariuszy. Raportowane wyniki w bieżącym roku będą znacząco wyższe niż w 2010 r., a sfinalizowanie kolejnego przejęcia (Lider Artur) przedłuży ten trend na kolejny rok. Strategia realizowana przez zarząd przynosi bardzo dobre rezultaty i oceniamy ją pozytywnie. W naszej opinii szybki wzrost nie jest jeszcze uwzględniony w wycenie, przez co wydaje się ona być nadal bardzo atrakcyjna w średnim horyzoncie czasowym. Nawet po uwzględnieniu potencjalnych akcji rozwadniających oraz zadłużenia z tytułu obligacji zamiennych wskaźniki Mieszka są dość niskie na tle rynku i konkurentów. W związku z powyższym zdecydowaliśmy się podtrzymać rekomendację KUPUJ dla spółki, jednocześnie podnosząc cenę docelową do poziomu 5,01 zł, wyznaczonej jako średnią z wyceny DCF i wyceny porównawczej.

mln zł	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	229,9	243,2	263,2	418,3	451,8	485,7
zmiana r/r (%)	6,7%	5,8%	8,2%	58,9%	8,0%	7,5%
EBITDA	23,5	24,9	28,6	51,8	59,2	64,3
EBIT	13,0	14,7	18,0	34,0	41,0	45,5
marża EBIT (%)	5,7%	6,1%	6,9%	8,1%	9,1%	9,4%
Wynik netto	5,8	8,8	12,2	20,4	24,9	29,7
marża netto (%)	2,5%	3,6%	4,7%	4,9%	5,5%	6,1%
EPS (zł)	0,14	0,22	0,30	0,50	0,61	0,73
rozwodniony EPS (zł)	0,14	0,22	0,30	0,38	0,43	0,50
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	28,8	18,9	13,7	8,2	6,7	5,6
EV / EBITDA	15,8	14,9	13,0	7,2	6,3	5,8

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF);
- 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.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą DCF oraz wyceny metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Mieszko wynosi 5,01 zł. W efekcie niedowartościowanie spółki szacujemy na ponad 20%. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Mieszko.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	5,49	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	4,52	50%
wycena Mieszko	5,01 zł	
obecna cena akcji	4,09 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki w wysokości 219,2 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 5,49 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji, w tym warunkowej umowy przejęcia spółki Lider Artur;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta dla niezadłużonej spółki przyjęliśmy na stałym poziomie równym 1,1 ze względu na niską kapitalizację spółki, a współczynnik uwzględniony w wycenie to lewarowana beta zależna od wielkości zadłużenia;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 3% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy oparty jest o założenie spółki zakładające utrzymanie wartości nakładów na poziomie zbliżonym do wartości amortyzacji;

- zadłużenie długoterminowe będzie spłacane sukcesywnie w kolejnych latach, natomiast zadłużenie krótkoterminowe zależne jest od bieżących potrzeb gotówkowych spółki. Uwzględniamy również rynkową wartość obligacji zamiennych wyemitowanych na początku roku (wycena obligacji znajduje się w dalszej części);
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na podobnym poziomie jak w poprzednim roku (odpowiednio 80, 32 i 113 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy zdarzeń jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 20.06.2011 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2-4Q 2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	323,2	451,8	485,7	519,7	553,4	586,7	618,9	649,9	679,1	706,3
EBIT	27,1	41,0	45,5	50,0	54,4	58,2	62,3	66,2	69,7	72,9
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	22,0	33,2	36,8	40,5	44,1	47,1	50,5	53,6	56,5	59,0
Amortyzacja	14,0	18,2	18,8	19,4	19,9	20,5	21,2	21,9	22,7	21,6
CAPEX	10,4	16,1	16,4	16,9	17,5	17,9	18,5	19,1	19,7	21,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	9,3	6,0	6,0	6,1	6,0	5,9	5,7	5,5	5,2	4,8
FCFF	16,3	29,3	33,2	37,0	40,5	43,8	47,4	50,9	54,2	54,2
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	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,8	1,6	1,5	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	16,1%	15,0%	14,3%	13,7%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
% kapitału własnego	51,4%	62,8%	68,6%	74,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	48,6%	37,2%	31,4%	25,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,6%	11,2%	11,3%	11,5%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Suma DFCF	220,3									
Wartość rezydualna (TV)	599,0									
Zdyskontowana TV	203,3									
Wartość działalności operacyjnej	423,6									
Gotówka netto	-58,7									
Obligacje zamienne	-145,8									
Wartość kapitału własnego	219,2									
Liczba akcji (mln szt.)	40,9									
Wartość 1 akcji	5,49 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

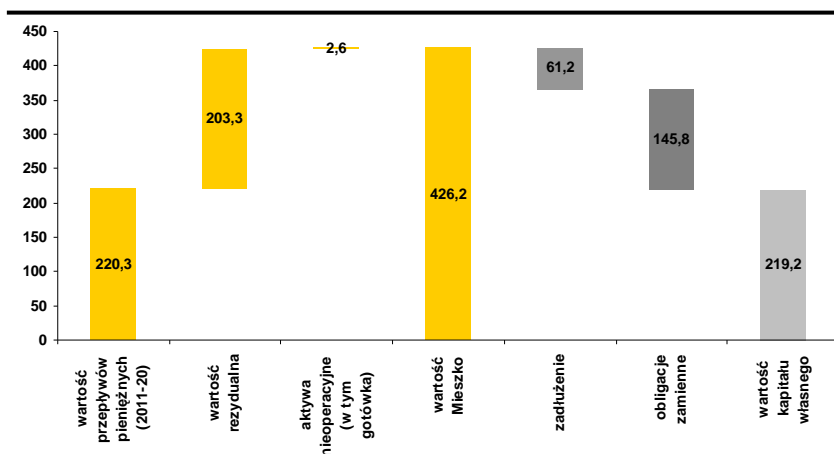
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się stosunkowo niewielką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 5,49 zł, jednak duży wzrost dźwigni finansowej powoduje, że najbardziej skrajne wyceny odbiegają od wyznaczonej wartości nawet o 30%.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	-1,0 p.p.	5,96	6,28	6,63	7,04	7,50
	-0,5 p.p.	5,45	5,72	6,03	6,37	6,77
	0	4,99	5,23	5,49	5,79	6,13
	+0,5 p.p.	4,57	4,78	5,01	5,27	5,56
	+1,0 p.p.	4,19	4,37	4,58	4,80	5,05

Źródło: BM BGŻ.

Rys. Składniki wartości Mieszko w wycenie DCF



Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na naszych prognozach na bieżący i przyszły rok obrotowy dla spółek będących bezpośrednimi konkurentami Mieszko, czyli Jutrzenki, Wawelu i ZPC Otmuchów.

Nasze obliczenia wymagają jednak komentarza. Przede wszystkim przy wyliczaniu wskaźników EV, opartych o wartość całego przedsiębiorstwa wraz z długiem netto, uwzględniliśmy rynkową wartość obligacji zamiennych, których wycena znajduje się w dalszej części raportu. Natomiast wskaźnik P/E dla Mieszka przedstawiony jest dla rozwodnionego zysku na akcję, wyznaczonego zgodnie z MSR 33 *Zysk przypadający na jedną akcję*, ponieważ wskaźnik oparty o zwykły EPS nie jest obecnie miarodajny. Pominęliśmy również wycenę dla ubiegłego roku, ponieważ dane za 2010 r. nie uwzględniały jeszcze przejścia spółki Vilniaus Pergale, stąd są nieporównywalne i prowadziłyby do błędnych wniosków.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki i założenia otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki Mieszko na poziomie 4,52 zł. Jest to wartość przewyższająca bieżące notowania tych walorów na giełdzie o ponad 10%. Wszystkie wskaźniki wskazują na niedowartościowanie spółki na tle konkurentów w przedziale od kilku do kilkudziesięciu procent. Świadczy to o dużym potencjale wzrostowym dla kursu Mieszko.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E*		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Jutrzenka	13,1	10,7	9,5	8,1	7,2	6,5	16,4	13,5	11,6
Otmuchów	12,0	11,3	8,7	9,2	7,1	5,4	14,2	13,8	10,5
Wawel	12,5	10,6	9,2	10,5	8,8	7,7	15,4	13,4	11,6
Średnia	12,5	10,9	9,2	9,2	7,7	6,6	15,3	13,6	11,2
Mieszko									
wskaźniki dla Mieszko	20,6	10,9	9,1	13,0	7,2	6,3	13,7	10,8	9,5
Implikowana cena 1 akcji Mieszko	-	4,03	4,17	-	4,79	4,50	-	5,11	4,81
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	4,52 zł								

* wskaźniki dla rozwodnionego EPS, P - prognoza BM BGŻ

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wycena obligacji zamiennych

Wycena obligacji zamiennych i ich ujęcie w prognozowanych sprawozdaniach finansowych spółki zostały dokonane zgodnie z MSR 32 *Instrumenty finansowe: prezentacja*. Obligacja została podzielona na dwa składniki – zobowiązaniowy oraz kapitałowy (opcja zamiany). Część zobowiązaniowa, z którą wiążą się płatności kuponowe w wysokości 4% w skali roku, została wyceniona jak zwykła obligacja poprzez dyskontowanie przyszłych płatności, przy czym przyjęta przez nas efektywna stopa procentowa do rozliczenia kosztów finansowych wynosi 6%.

Drugi element obligacji zamiennej (opcja zamiany) została wyceniona zgodnie z modelem Blacka-Scholesa, a do wyznaczenia wartości opcji przyjęliśmy następujące zmienne wejściowe:

- cena wykonania opcji (na jedną akcję): 4 zł
- czas pozostający do wygaśnięcia opcji: 2,7 roku
- stopa procentowa wolna od ryzyka: 5,2% (rentowność 3-letnich obligacji skarbowych)
- zmienność stopy zwrotu akcji Mieszko: 20% w skali roku

Jednocześnie zakładamy, że opcja zamiany zostanie zrealizowana w dniu wygaśnięcia obligacji, czyli w marcu 2014 r., co wynika z faktu, że przedterminowe wykonanie opcji na akcje, z których nie jest wypłacana dywidenda (zakładamy, że do marca 2014 r. Mieszko dywidendy nie wypłaci), jest nieoptymalną strategią. W oparciu o powyższe zmienne otrzymaliśmy wartość opcji zamiany w wysokości 26,6 mln zł, a wartość składnika zobowiązaniowego na poziomie 119,19 mln zł, co w sumie daje wartość rynkową obligacji zamiennych w wysokości 145,79 mln zł, którą uwzględniliśmy w wycenie DCF oraz w wycenie porównawczej przy wskaźnikach opartych na EV.

Sytuacja w Spółce

Wyniki finansowe

Wyniki finansowe Mieszka za pierwszy kwartał bieżącego roku oceniamy pozytywnie, tym bardziej że otoczenie na rynku surowców było w tym okresie niesprzyjające dla spółki ze względu na utrzymujące się na wysokim poziomie ceny cukru, mąki i kakao. Efektem tego był spadek realizowanej marży brutto na sprzedaży o ponad 4 punkty procentowe. Jednocześnie spółka ograniczyła koszty sprzedaży i zarządu, by zneutralizować ten negatywny wpływ na ostateczny wynik okresu. Dzięki temu na poziomie operacyjnym widoczna jest już poprawa zarówno w wartościach nominalnych, jak również w poziomie rentowności. Jednak najważniejszym czynnikiem wpływającym na wyniki Mieszka w tym roku jest rozpoczęcie od stycznia konsolidacji przejętej spółki litewskiej Vilniaus Pergale (VP). Po uwzględnieniu wyników tego podmiotów sprzedaż w pierwszym kwartale zwiększyła się o dodatkowe prawie 30 mln zł, a zysk brutto ze sprzedaży o ponad 5 mln zł. Znacznie niższa marża realizowana na Litwie wynika z innego systemu funkcjonowania rynku w tym kraju. Producenci sprzedają wyroby z niższą marżą, ale nie muszą ponosić kosztów sprzedaży, które przenoszone są na dużych dystrybutorów. W efekcie rentowność operacyjna VP jest bardzo wysoka i oddziałuje pozytywnie na skonsolidowany wynik.

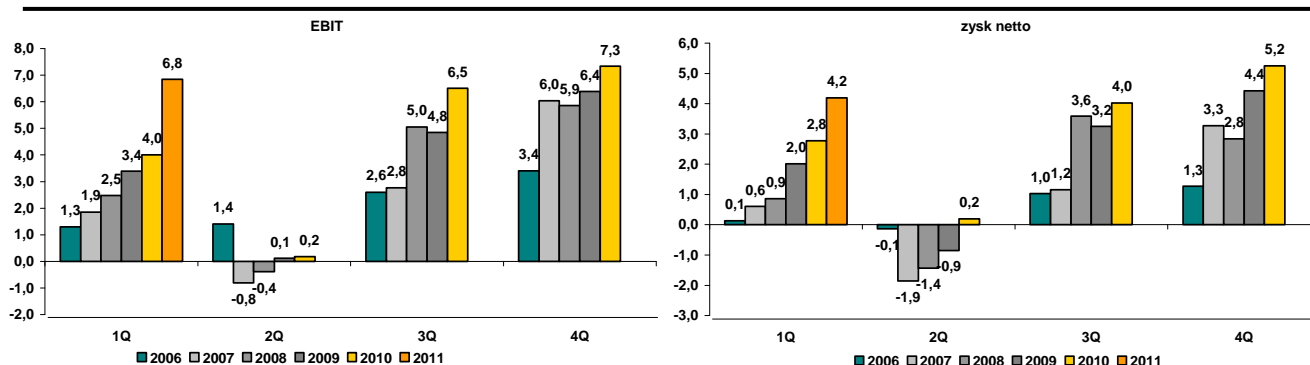
Tab. Wyniki finansowe Mieszko

(mln PLN)	skonsolidowane			jednostkowe		
	1Q 2010	1Q 2011	zmiana r/r	1Q 2010	1Q 2011	zmiana r/r
przychody	62,4	94,8	52,0%	62,4	66,6	6,7%
zysk brutto ze sprzedaży	24,8	30,1	21,3%	24,7	23,6	-4,6%
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>39,8%</i>	<i>31,8%</i>	<i>-8,0 p.p.</i>	<i>39,6%</i>	<i>35,4%</i>	<i>-4,2 p.p.</i>
zysk operacyjny	4,0	6,8	70,5%	3,9	4,6	15,4%
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>+0,8 p.p.</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>+0,5 p.p.</i>
EBITDA	6,6	10,7	61,5%	6,6	7,2	9,2%
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,3%</i>	<i>+0,6 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,8%</i>	<i>+0,3 p.p.</i>
saldo finansowe	-0,5	-1,6	199,8%	-0,5	-1,4	164,3%
zysk netto	2,8	4,2	50,5%	2,7	2,5	-9,1%
<i>rentowność netto</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,7%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Saldo przychodów i kosztów finansowych uległo pogorszeniu, co jest wynikiem uwzględnienia kosztów związanych z obligacjami zamiennymi wyemitowanymi w związku z przejęciem VP w marcu. Obligacje mają kupon 4%, jednak rozliczane będą efektywną stopą procentową, która powinna wynieść około 6%. Będzie to negatywnie wpływać na wyniki przyszłych okresów, kiedy obligacje będą już w pełni ujęte (w pierwszym kwartale koszt finansowy naliczany był tylko przez miesiąc). Ostateczny rezultat za pierwsze trzy miesiące 2011 r. wyniósł 2,5 mln zł jednostkowo i 4,2 mln zł po konsolidacji. Oznacza to utrzymanie dobrej marży netto na poziomie prawie 4,5%. Jednocześnie podtrzymana została tendencja poprawiania wyników w każdym kolejnym roku, co widoczne jest na poniższym wykresie. Wydaje się, że po powiększeniu grupy o VP nie ma większego zagrożenia dla kontynuacji tego trendu i wyniki w następnych okresach też powinny znacząco się poprawić. Z kolei ujęcie w sprawozdaniu z sytuacji finansowej nowego zadłużenia wynikającego z emisji obligacji zamiennych powoduje pogorszenie wskaźników zadłużenia. Niemniej jednak obligacje te nie obciążają znacząco płynności spółki (niski kupon), a jednocześnie wydaje się bardzo prawdopodobne, że ostatecznie zostaną one skonwertowane na akcje.

Rys. Wartość EBIT i zysku netto Mieszko w kolejnych kwartałach



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

Wartość przepływów pieniężnych wygenerowanych przez Mieszko z działalności operacyjnej w pierwszym kwartale nie były rewelacyjne (ponad 4 mln zł) i jednocześnie sporo niższe niż rok wcześniej (prawie 13 mln zł). Wynika to głównie z dużego zaangażowania w zapasy, co wiąże się z reorganizacją produkcji w grupie. Trwa bowiem integracja, polegająca na produkcji każdego asortymentu tylko w jednym miejscu. Dlatego cała produkcja wafli skoncentrowana zostanie od teraz w Warszawie, a karmelki wytwarzane będą w Raciborzu. Przenosiny linii produkcyjnych wiązały się z koniecznością zgromadzenia większej ilości zapasów, by przerwy w produkcji nie wpłynęły negatywnie na sprzedaż. Wzrosły również należności, ale ten czynnik z kolei wynika z przesunięcia Wielkanocy, przez co wyższa sprzedaż i spływ należności przesunęły się na drugi kwartał. Natomiast w części finansowej i inwestycyjnej rachunku przepływów pieniężnych dominującą pozycję zajmują działania związane z procesem akwizycji VP.

Prognozy finansowe

Przygotowane przez nas prognozy stanowią projekcję skonsolidowanych wyników finansowych dla Grupy Mieszko, czyli uwzględniają wyniki VP, ale nie biorą pod uwagę niezakończonego jeszcze procesu przejęcia spółki Lider Artur. Wydaje się, że połączone podmioty będą w stanie utrzymać dotychczasowe tempo wzrostu prezentowane przez Mieszko, czyli wysokie kilka procent w skali roku z samego rozwoju organicznego. Uwzględniając ten czynnik i potencjał wynikający z wejścia na nowe rynki dla spółek w grupie (produkty litewskie do Polski i polskie na Litwę), oczekujemy, że raportowane przychody za 2011 r. wyniosą ok. 418 mln zł, a w kolejnym roku mogą wzrosnąć do 450 mln zł. Taki rozmiar działalności pozwala już na osiągnięcie dużych efektów skali i silne pozycjonowanie na rynku spożywczym w regionie.

Wspomniany wcześniej inny model biznesowy spółki litewskiej oraz trudna sytuacja na rynku surowców przyczynią się do obniżenia rentowności sprzedaży w tym roku, dlatego spodziewamy się pierwszej marży w okolicach 32%. Jednocześnie liczymy, że do utrzymania jest stosunek kosztów sprzedaży w odniesieniu do przychodów, dzięki czemu rentowność operacyjna do końca roku powinna wynieść około 8%. Oznaczałoby to, że grupa wygeneruje w tym roku ponad 50 mln zł na poziomie EBITDA. Czynnikiem obciążającym wyniki będzie natomiast koszt finansowania związany z rozliczaniem obligacji zamiennych. Zgodnie z MSSF w kosztach finansowych ujawniany jest efektywny koszt zobowiązania, który powinien wynieść mniej więcej 6% w skali roku. Przy ponad 120 mln zł wartości nominalnej koszty z tego tytułu wyniosą ok. 5,5 mln zł w tym roku oraz ponad 7 mln zł w 2012 r., kiedy uwzględniony będzie koszt całoroczny (emisja miała miejsce w marcu 2011 r.). Zakładamy też, że efektywna stawka podatkowa wyniesie 19%. Co prawda, na Litwie podatek od zysków korporacyjnych wynosi 17%, jednak Mieszko ma pewne koszty niestanowiące kosztów podatkowych

(jak choćby efektywny koszt obligacji wyższy od płaconego kuponu), stąd opodatkowanie dla grupy zapewne nie spadnie poniżej 19%. Ostatecznie spodziewamy się, że Mieszko w wyniku skonsolidowanym przekroczy w tym roku 20 mln zł. Prognoza ta wydaje się być bardzo realna, jednak jej wykonanie zależy w istotnym stopniu od cen surowców. Spadki na rynkach towarowych powinny pozwolić na wypracowanie większego wyniku, a utrzymujące się wysokie ceny lub ich dalszy wzrost mogą ostatecznie pogorszyć rezultaty.

Tab. Prognozy wybranych pozycji finansowych Mieszko

mln zł	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	243,2	263,2	418,3	451,8	485,7
EBITDA	24,9	28,6	51,8	59,2	64,3
EBIT	14,7	18,0	34,0	41,0	45,5
Zysk netto	8,8	12,2	20,4	24,9	29,7
Kapitał własny	106,3	118,5	149,0	173,9	203,6
Dług netto	56,4	52,7	168,3	147,2	121,1
CF operacyjny	16,5	15,9	32,6	47,4	51,6
CF inwestycyjny	-14,8	-7,2	-141,1	-16,1	-16,4
CF finansowy	-0,6	-8,1	108,2	-28,6	-32,0

Źródło: spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Po emisji obligacji wysoki jest dług netto raportowany przez spółkę. Na koniec roku spodziewamy się spadku wskaźnika dług netto/EBITDA w okolice 3, co jest jeszcze racjonalnym poziomem. Bardzo dobre przepływy operacyjne powinny pozwolić na szybką redukcję zadłużenia kredytowego w najbliższych kwartałach. Możliwe jest nawet całkowite spłacenie kredytów w perspektywie 3 lat. W naszych prognozach zakładamy również, że obligacje zamienne zostaną skonwertowane na akcje w momencie zapadalności, czyli w marcu 2014 r. Będzie się to wiązało ze wzrostem wartości kapitału własnego i obniżeniem zadłużenia praktycznie do zera w tym czasie. Dlatego nie uważamy, że należy się obawiać o kondycję finansową spółki – jest ona stabilna i bezpieczna.

Akwizycje

Rynek jeszcze nie do końca oswoił się z przejęciem Vilniaus Pergale, a Zarząd spółki zaskoczył informacją o kolejnej akwizycji – przejęciu producenta ciastek Lider Artur. Transakcja zakupu litewskiej spółki była jednak znacznie większa. Ostatecznie cena wyniosła 123 mln zł i wydaje się być bardzo atrakcyjna na tle tego, co podmiot ten wnosi do grupy (cena zakupu stanowiła mniej 10x zysk roczny). Między Mieszko a VP zachodzi wiele efektów synergii. Przede wszystkim większa grupa zakupowa może wynegocjować lepsze warunki dostaw surowców. Poza tym linie produktowe obu producentów uzupełniają się, a integracja produkcji pozwoli osiągnąć jeszcze większą wydajność i niższy koszt jednostkowy, dzięki czemu powinny poprawić się realizowane marże. Kolejnym elementem są synergie sprzedażowe. Produkty większej grupy będą teraz sprzedawane przez wszystkie kanały dystrybucji, dostępne dotychczas dla Mieszka i VP. Dużą zaletą akwizycji jest też fakt, że VP generuje przychody na Litwie, a kurs waluty litewskiej jest sztywno powiązany z euro. W efekcie koszty ponoszone w walutach obcych praktycznie równoważone są teraz w skali grupy przychodami w walutach innych niż złoty. Długoterminowo wpływa to korzystnie na ryzyko działalności grupy, gdyż niemalże eliminuje ryzyko walutowe, które w sytuacji dużej zmienności na rynkach finansowych stanowi dla producentów

spore zagrożenie. Podsumowując, kupno VP było bardzo dobrym posunięciem, a wycena spółki na potrzeby transakcji była atrakcyjna, mimo że sprzedającym był podmiot będący właścicielem Mieszka.

Natomiast druga transakcja jest znacznie mniejsza – pełna kwota przekazanych środków w zamian za 100% udziałów w Lider Artur oraz NP Properties Poland wynosi 42 mln zł. Spółki te składają się na działalność polegającą na produkcji ciastek kruchych w oparciu o nowoczesny zakład produkcyjny, którego moce produkcyjne są obecnie na niskim poziomie wykorzystania. W efekcie połączenie oferty Lidera do struktur sprzedażowych Grupy Mieszko pozwoli na bardzo dynamiczny wzrost jej przychodów w najbliższych kwartałach. Poniżej przedstawiamy nasze oczekiwania odnośnie wpływu akwizycji Lidera na skonsolidowane wyniki Mieszka. Umowa na razie jest warunkowa, a jej ewentualne sfinalizowanie powinno dojść do skutku w ciągu kilku tygodni.

Tab. Szacunki dodatkowego wpływu ewentualnej realizacji akwizycji spółki Lider Artur na wyniki Grupy Mieszko

mln zł	2011P	2012P	2013P
Przychody	30,0	75,0	90,0
EBITDA	3,0	7,5	9,0
Zysk netto	0,1	1,8	3,6
Dług netto	40,0	34,9	28,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Ponieważ konsolidacja Lidera dotyczyłaby jedynie 6 miesięcy tego roku, wpływ tej spółki na pozycje w sprawozdaniach grupy nie będzie bardzo znaczący. Niemniej jednak w 2012 r., kiedy konsolidacja objęłaby już cały rok, przyrosty wobec naszych prognoz byłyby już istotne. Oczekujemy, że spółka będzie realizować marżę EBITDA zbliżoną do 10%, co może być konserwatywnym założeniem. Po uwzględnieniu kosztów finansowych związanych z finansowaniem przejęcia, przyrost zysku netto w tym roku będzie znikomy, natomiast kolejny rok przyniósłby już dodatkowe prawie 2 mln zł w tej pozycji. Jednocześnie wzrośnie dług netto, jednak w skali grupy pozycja finansowa wydaje się być nadal dobra. Zapłacona cena wydaje się być zatem uzasadniona, a powiększenie grupy o kolejny podmiot pozwoli na dalszy rozwój i wykorzystanie synergii podobnych jak w przypadku VP. Ostatecznie tę transakcję również oceniamy pozytywnie.

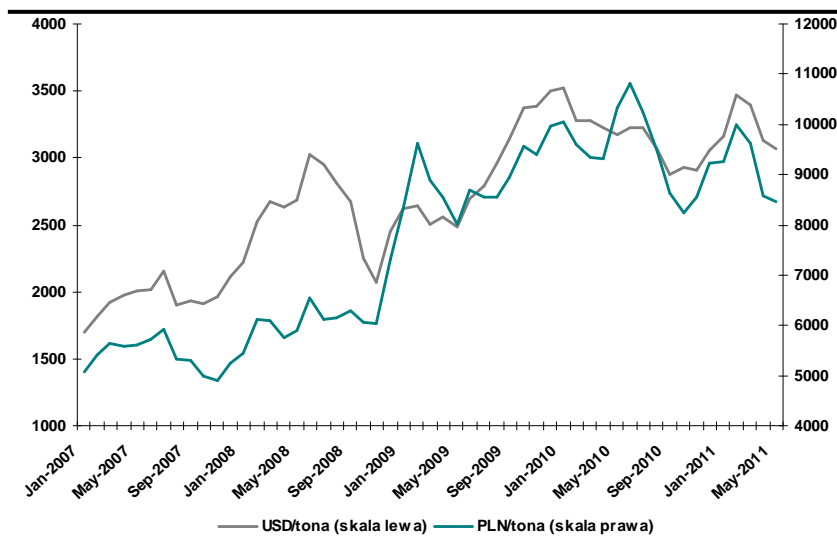
Ceny surowców i czynniki ryzyka

Czynnikiem mającym największy wpływ na wyniki producentów słodczy są ceny surowców wykorzystywanych w produkcji. Największy udział mają tu kuwertura czekoladowa, której ceny są pochodną cen kakao, cukier oraz mąka, która jest podstawowym składnikiem w przypadku wafli. Ostatnie cztery kwartały były okresem zawirowań na rynku surowców rolnych, co znacząco odbiło się na producentach słodczy. Ceny kakao osiągnęły swój szczyt w pierwszej połowie ubiegłego roku, ale od tamtego czasu utrzymują się na wysokim poziomie, choć ostatnio rysuje się lekki trend spadkowy, wspierany dodatkowo przez umocnienie się złotego wobec dolara. Dzięki temu bieżące ceny kakao są na poziomie zbliżonym do dwuletnich minimów, co będzie korzystnie wpływać na wyniki drugiego i trzeciego kwartału, a ewentualna kontynuacja tej tendencji w kolejnych miesiącach będzie jeszcze ten stan poprawiać.

Pełnie niezrozumiałe wydarzenia miały z kolei miejsce na polskim rynku cukru. W ciągu pół roku, od lipca 2010 r. cena tego surowca uległa podwojeniu, mimo że nie wystąpiły żadne zdarzenia, które taki wzrost cen mogłyby uzasadnić. Producenci słodczy zazwyczaj zaopatrują się w cukier bezpośrednio u producenta na podstawie kontraktów długoterminowych. Problem pojawił się jednak w sytuacji, kiedy część

z tych kontraktów nie była dotrzymywana, co zmuszało producentów do zakupów po cenach rynkowych. Niemniej jednak większość dostaw była realizowana po wcześniej ustalonych cenach, a innym sposobem obniżenia kosztów zakupu surowca stał się import spoza Polski, gdzie ceny pozostały na zrównoważonym poziomie. Obecnie następuje równie gwałtowny spadek cen, jednak w porównaniu z ubiegłym rokiem, surowiec jest o 60-70% droższy. Wydaje się jednak, że cena będzie powracać w rejony poniżej 3000 zł za tonę, ponieważ popyt na cukier w zupełności zaspokajany jest przez podaż. Również ceny mąki są na poziomach o kilkadziesiąt procent wyższych niż w 2010 r., co uderza w rentowność produkcji.

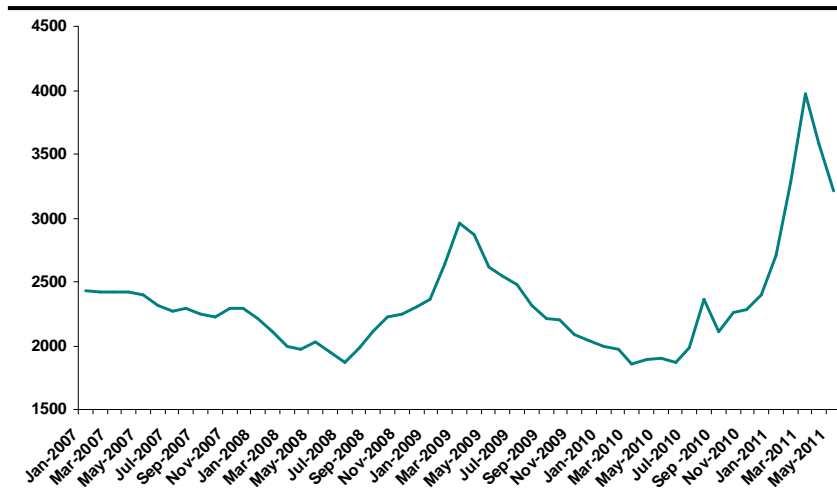
Rys. Ceny kakao na rynku światowym



Źródło: ICCO, BM BGŻ.

Ze względu na znaczący udział surowców w koszcie wytworzenia produktów, zachowanie ich cen ma duży wpływ na wyniki finansowe Mieszka. Niemniej jednak część wzrostu kosztów została przerzucona na konsumenta poprzez podwyżki cen produktów. Poza tym producenci bardzo dużo inwestują w modernizację zakładów produkcyjnych, by osiągać wyższą efektywność i zarazem obniżyć pozostałe koszty związane z produkcją. Dzięki temu ostatecznie wpływ drogich surowców nie spowodował załamania wyników spółki.

Rys. Ceny cukru na rynku krajowym (PLN/tona)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, BM BGŻ.

Zmienność na rynku towarowym nie jest jedynym czynnikiem ryzyka związanym z perspektywami Grupy Mieszko. O ile tu oczekiwania raczej mówią o spadku cen i poprawie warunków funkcjonowania w najbliższej przyszłości, o tyle prognozy dla wzrostu stóp procentowych wskazują jednoznacznie na postępujący cykl ich podwyżek. Ostatnie zwiększenie zadłużenia przez spółkę poprzez obligacje wiąże się wprawdzie ze stałym oprocentowaniem, jednak już akwizycja spółki Lider Artur finansowana będzie kredytem bankowym opartym zapewne o zmienne oprocentowanie, zależne od stawki WIBOR. Również koszt dotychczasowego długu powiązany jest ze stawką rynkową, a te dwie kwoty składają się na prawie 100 mln zł zobowiązań odsetkowych. Zatem wzrost stóp procentowych o 100 punktów bazowych spowoduje pogorszenie wyniku o około 0,8 mln zł (po uwzględnieniu tarczy podatkowej), co jest już istotną wartością.

Ważny czynnik ryzyka wiąże się także z ostatnimi transakcjami. Jak dotąd przejęcie VP nie ujawniło żadnych problemów, a integracja wydaje się przebiegać sprawnie i prawidłowo. Kolejna akwizycja zwiększa jednak zagrożenie, że organizacja nie będzie w stanie skutecznie zintegrować wszystkich biznesów i nie osiągnie oczekiwanych efektów synergii, co jednak wydaje się dość mało prawdopodobne.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	224,5	230,4	241,5	426,5	440,3	454,6	481,8
Aktywa trwałe	131,9	135,8	131,9	256,1	254,0	251,6	249,1
Wartości niematerialne i prawne	1,0	0,7	0,3	1,3	1,4	1,4	1,3
Rzeczowe aktywa trwałe	130,9	133,6	130,0	167,6	165,4	162,9	160,5
Aktywa obrotowe	92,6	94,5	109,6	170,3	186,3	203,0	232,7
Zapasy	17,8	17,0	23,6	36,7	39,6	42,6	45,6
Należności krótkoterminowe	73,4	74,8	81,4	129,5	139,9	150,4	160,9
Środki pieniężne	1,1	2,2	2,8	2,5	5,2	8,4	24,6
PASYWA	224,5	230,4	241,5	426,5	440,3	454,6	481,8
Kapitał własny	97,4	106,3	118,5	149,0	173,9	203,6	352,9
Kapitał zakładowy	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	71,7
Kapitał zapasowy	34,8	41,0	49,7	49,7	49,7	49,7	143,4
Zyski zatrzymane	16,5	19,2	22,7	43,1	68,1	97,8	122,5
Zobowiązania i rezerwy	127,1	124,1	123,0	277,5	266,4	251,0	128,9
Zobowiązania długoterminowe	57,4	6,5	51,9	166,6	153,6	6,3	1,3
Zobowiązania krótkoterminowe	67,4	113,5	65,5	101,2	103,1	235,0	117,9
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>58,5</i>	<i>58,6</i>	<i>55,5</i>	<i>170,8</i>	<i>152,4</i>	<i>129,5</i>	<i>0,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ogółem	229,9	243,2	263,2	418,3	451,8	485,7	519,7
<i>zmiana r/r</i>	6,7%	5,8%	8,2%	58,9%	8,0%	7,5%	7,0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	137,4	148,9	163,5	284,5	303,6	325,9	348,2
Zysk brutto na sprzedaży	92,5	94,2	99,6	133,9	148,2	159,8	171,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	40,2%	38,8%	37,9%	32,0%	32,8%	32,9%	33,0%
Koszty sprzedaży	56,9	57,2	60,0	69,0	75,0	81,1	87,3
Koszty ogólnego zarządu	23,4	24,7	24,3	31,3	32,2	33,2	34,2
Wynik ze sprzedaży	12,3	12,3	15,4	33,6	41,0	45,5	50,0
EBITDA	23,5	24,9	28,6	51,8	59,2	64,3	69,4
EBIT	13,0	14,7	18,0	34,0	41,0	45,5	50,0
<i>marża operacyjna</i>	5,7%	6,1%	6,9%	8,1%	9,1%	9,4%	9,6%
Saldo przychodów i kosztów finansowych	-5,6	-3,6	-2,8	-8,6	-10,2	-9,0	-1,4
Wynik brutto	7,4	11,2	15,3	25,4	30,8	36,4	48,6
<i>marża brutto</i>	3,2%	4,6%	5,8%	6,1%	6,8%	7,5%	9,4%
Podatek dochodowy	1,6	2,3	3,0	4,9	5,8	6,7	9,0
Wynik netto	5,8	8,8	12,2	20,4	24,9	29,7	39,6
<i>marża netto</i>	2,5%	3,6%	4,7%	4,9%	5,5%	6,1%	7,6%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy z działalności operacyjnej	23,6	16,5	15,9	32,6	47,4	51,6	54,5
Zysk netto	5,8	8,8	12,2	20,4	24,9	29,7	39,6
Amortyzacja	10,5	10,1	10,6	17,9	18,2	18,8	19,4
Koszty finansowe	4,6	3,4	3,1	8,0	10,2	9,1	1,5
Zmiana kapitału obrotowego	0,2	-7,6	-9,7	-13,9	-6,0	-6,0	-6,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,0	-14,8	-7,2	-141,1	-16,1	-16,4	-16,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-7,1	-13,5	-9,0	-141,1	-16,1	-16,4	-16,9
Przepływy z działalności finansowej	-18,6	-0,6	-8,1	108,2	-28,6	-32,0	-21,4
Odsetki zapłacone	-4,6	-3,4	-3,1	-7,9	-8,2	-7,0	-1,5
Zmiana zadłużenia netto	-11,6	4,7	0,0	120,1	-17,3	-25,0	-5,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-14,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,0	1,1	0,6	-0,3	2,7	3,2	16,2
Środki pieniężne:							
na początek okresu	3,1	1,1	2,2	2,8	2,5	5,2	8,4
na koniec okresu	1,1	2,2	2,8	2,5	5,2	8,4	24,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
marża brutto na sprzedaży	40,2%	38,8%	37,9%	32,0%	32,8%	32,9%	33,0%
marża EBITDA	10,2%	10,2%	10,9%	12,4%	13,1%	13,2%	13,4%
marża EBIT	5,7%	6,1%	6,9%	8,1%	9,1%	9,4%	9,6%
marża netto	2,5%	3,6%	4,7%	4,9%	5,5%	6,1%	7,6%
ROA	3,9%	4,8%	6,2%	5,3%	6,2%	6,9%	8,3%
ROE	5,9%	8,3%	10,3%	13,7%	14,3%	14,6%	11,2%
dynamika przychodów	6,7%	5,8%	8,2%	58,9%	8,0%	7,5%	7,0%
dynamika EBITDA	16,2%	5,9%	15,0%	81,1%	14,1%	8,7%	8,0%
dynamika EBIT	32,5%	13,5%	22,3%	88,4%	20,6%	11,0%	9,9%
dynamika EPS	84,2%	52,4%	38,6%	66,9%	22,0%	19,2%	-18,1%
dług/aktywa	26,1%	25,4%	23,0%	11,8%	6,8%	28,5%	0,0%
dług/kapitał własny	60,0%	55,2%	46,8%	114,6%	87,6%	63,6%	0,0%
dług/EBITDA	2,5	2,4	1,9	3,3	2,6	2,0	0,0
EBIT/odsetki	3,4	5,4	5,1	12,2	13,5	25,3	166,7
płynność bieżąca	1,4	0,8	1,7	1,7	1,8	0,9	2,0
płynność szybka	1,1	0,7	1,3	1,3	1,4	0,7	1,6
płynność gotówkowa	0,02	0,02	0,04	0,02	0,05	0,04	0,21
rotacja zapasów (dni)	28,2	25,5	32,7	32,0	32,0	32,0	32,0
rotacja należności (dni)	116,6	112,3	112,9	113,0	113,0	113,0	113,0
rotacja zobowiązań (dni)	90,8	80,9	78,6	80,0	80,0	80,0	80,0
cykl rotacji gotówki (dni)	54,0	56,9	67,0	65,0	65,0	65,0	65,0
WACC	10,9%	10,3%	10,5%	10,6%	11,2%	11,3%	11,5%
ROIC	6,7%	7,2%	8,4%	8,6%	10,2%	11,1%	11,5%
EVA (mln)	-6,5	-5,0	-3,7	-6,5	-3,4	-0,9	0,0
FCFF (mln)	14,2	-0,3	8,3	-109,7	29,3	33,2	37,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
EPS	0,14	0,22	0,30	0,50	0,61	0,73	0,60
rozwodniony EPS (dil. EPS)	0,14	0,22	0,30	0,38	0,43	0,50	0,56
DPS	-	-	-	-	-	-	0,21
Dividend yield	-	-	-	-	-	-	5,1%
BVPS	2,38	2,60	2,90	3,65	4,26	4,98	4,92
P/E	28,8	18,9	13,7	8,2	6,7	5,6	6,9
P/E dla dil. EPS	28,8	18,9	13,7	10,8	9,5	8,2	7,2
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,1	1,0	0,8	0,8
P/S	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3
P/CE (cash earnings)	10,3	8,8	7,3	4,4	3,9	3,4	2,8
EV/EBIT	28,6	25,2	20,6	10,9	9,1	8,2	7,4
EV/EBITDA	15,8	14,9	13,0	7,2	6,3	5,8	5,4
EV/S	1,6	1,5	1,4	0,9	0,8	0,8	0,7

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja 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, 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 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 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.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski		22 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		22 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	boguslaw.baczyc@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect		http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)		http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d 24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6 16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29 48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 17 852 05 21
Koło	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3 25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5 43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b 91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c 14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4 22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a 84 638 54 03