

## Mieszko

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: MSO

ISIN: PLMSZK000010

Kupuj

3,02 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 obecna na rynkach zagranicznych.

### Dane podstawowe

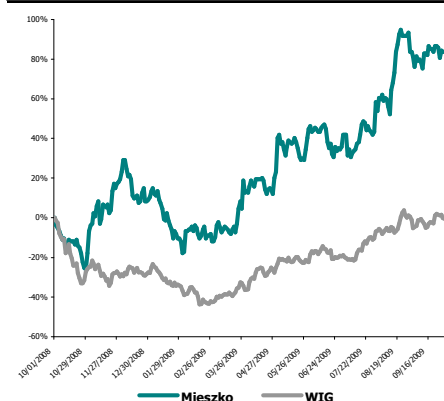
Kurs (30/09/09)	2,46
<b>Wycena DCF</b>	<b>2,60</b>
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>3,44</b>
Liczba akcji (tys.)	40 866
Kapitalizacja (mln zł)	100,5
EV (mln zł)	152,2

### Notowania

PGF

max cena 52 tygodnie (zł)	2,68
min cena 52 tygodnie (zł)	0,97
Średni wolumen obrotów (tys.)	76,1

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
SIA Alta Capital Partners (przez Alta Capital Partners SCA)	66,0%	66,0%
Pozostali	34,0%	34,0%



Analizy:

**Tomasz Manowiec**

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

### Pierwsze półrocze 2009 r. i wyniki finansowe

Spółka może być zadowolona z wyników za pierwszą połowę bieżącego roku. Przychody wzrosły o 7% w stosunku do poprzedniego roku, natomiast zysk brutto na sprzedaży prawie o 11% a zysk operacyjny aż o 68%. Tak duże wzrosty zawdzięczane są dwóm czynnikom – podwyżce cen produktów oraz optymalizacji procesów produkcji, polegającej na wyższym poziomie zautomatyzowania tego procesu. Dodatkowo, dzięki redukcji zadłużenia w stosunku do ubiegłego roku oraz spadkowi stóp procentowych, zmniejszyło się też ujemne saldo finansowe, co w konsekwencji pozwoliło zakończyć pierwsze sześć miesięcy bieżącego roku z zyskiem na poziomie netto w wysokości 1,1 mln zł. Jest to znaczące osiągnięcie dla Spółki, ponieważ dotychczas w każdym roku kończyła ona pierwsze półrocze ujemnym wynikiem finansowym. Warto również podkreślić, że uzyskany wynik został wypracowany przy rekordowo wysokich cenach podstawowych surowców - miazgi kakao oraz cukru.

### Prognoza na drugie półrocze i cały 2009 r. oraz perspektywy Spółki

Pierwsze półrocze zakończone bardzo korzystnym wynikiem jest dobrym prognostykiem na cały bieżący rok. Ponieważ większość sprzedaży generowana jest w miesiącach jesiennych, drugie półrocze jest zawsze znacznie lepsze dla Spółki. Zakładamy, że dynamika przychodów osiągnięta w pierwszych sześciu miesiącach roku zostanie utrzymana i całoroczna wartość sprzedaży wyniesie ok. 245 mln zł. Poczynione oszczędności oraz działanie dźwigni operacyjnej powinny pozwolić zwiększyć zysk operacyjny i wartość EBITDA do, odpowiednio, prawie 15 mln zł i ponad 25 mln zł. Po uwzględnieniu kosztów finansowych, zysk netto za bieżący rok powinien być zbliżony do przedziału 8,5-9 mln zł (ok. 0,21 zł na akcję), co byłoby historycznie najlepszym wynikiem Spółki.

Rozwój Mieszko w ostatnich latach odbywa się jedynie organicznie, bez żadnych akwizycji. Jednak od kilku lat w Spółce prowadzona jest restrukturyzacja polegająca na optymalizacji produkcji i opierająca się na automatyzacji tego procesu. Dzięki temu wydajność i osiągnięta rentowność ulegają stałej poprawie, co bezpośrednio przekłada się na coraz lepsze wyniki. Kolejne inwestycje będą kontynuować tę tendencję i przyczyniać się do dalszego wzrostu efektywności. Branża słodczy postrzegana jest jako bezpieczna, czego dowodem jest to, że bardzo dobrze znosi obecny kryzys. Oczekuje się, że podobnie będzie także w kolejnych miesiącach. Istotnym zagrożeniem jest jednak wysoka cena surowców, która może negatywnie wpływać na wyniki. Stabilność popytu gwarantuje jednak utrzymanie sprzedaży oraz jej dalszy wzrost w dotychczasowym tempie.

### Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Mieszko na poziomie 2,60 zł. Wycena porównawcza wskazuje natomiast na wartość jednej akcji w wysokości 3,44 zł.

Wyniki finansowe osiągnięte przez Mieszko z każdym rokiem ulegają znacznej poprawie, co najbardziej widoczne jest na zysku netto. Dodatkowo Spółka zmniejszyła wielkość zobowiązań odsetkowych, dzięki czemu obciążana jest niższymi kosztami finansowymi i posiada bezpieczne wskaźniki zadłużenia. Oczekujemy dalszej poprawy osiąganych przez Spółkę wyników, do czego przyczynia się stabilność segmentu, w którym działa. Dobre perspektywy na kolejne kwartały oraz uzyskane dotychczas rezultaty a także atrakcyjne wartości wskaźników P/E i P/BV skłoniły nas do wydania rekomendacji KUPUJ Mieszko z ceną docelową na poziomie 3,02 zł, jako średnią z wyceny DCF oraz wyceny porównawczej.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	215,5	229,9	245,9	260,7	281,6	302,7
zmiana r/r (%)	10,7%	6,7%	7,0%	6,0%	8,0%	7,5%
EBITDA	20,2	23,5	25,2	27,1	30,0	32,9
EBIT	9,8	13,0	14,7	16,2	17,9	19,9
marża EBIT (%)	4,6%	5,7%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%
Zysk netto	3,1	5,8	8,7	10,5	12,0	13,9
marża netto (%)	1,5%	2,5%	3,5%	4,0%	4,3%	4,6%
EPS (zł)	0,08	0,14	0,21	0,26	0,29	0,34
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	32,0	17,4	11,6	9,6	8,4	7,2
EV / EBITDA	7,5	6,5	6,0	5,6	5,1	4,6

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 Mieszko w wysokości 102,0 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 2,60 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 1,5% w skali roku;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (6,5%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany Spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych, których wartość jest zbliżona do wartości amortyzacji;
- zadłużenie długoterminowe nie będzie wykorzystywane przez Spółkę, natomiast zadłużenie krótkoterminowe uzależnione jest od kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie nie zakładamy wypłaty dywidendy przez Spółkę;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 90, 28 i 116 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.10.2009 r.

**Tab. Wycena metodą DCF**

(mln PLN)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	141,0	260,7	281,6	302,7	320,8	336,9	350,3	360,9	371,7	381,0
EBIT	11,2	16,2	17,9	19,9	20,7	21,3	21,9	21,9	22,0	29,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	9,0	13,1	14,5	16,1	16,8	17,3	17,7	17,7	17,8	23,6
Amortyzacja	5,5	10,9	12,0	13,1	14,2	15,3	16,1	17,1	18,2	12,0
CAPEX	5,1	11,0	9,8	10,8	10,4	9,9	10,7	11,3	12,0	12,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	11,2	2,2	2,7	2,7	2,2	1,9	1,4	1,0	1,0	0,8
<b>FCFF</b>	<b>-1,8</b>	<b>10,9</b>	<b>14,0</b>	<b>15,6</b>	<b>18,3</b>	<b>20,8</b>	<b>21,7</b>	<b>22,5</b>	<b>23,0</b>	<b>22,1</b>
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	14,2%	14,7%	14,2%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,4%	13,3%	13,2%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
% kapitału własnego	64,0%	66,9%	72,7%	75,6%	76,8%	77,9%	79,0%	80,2%	81,2%	82,1%
% długu	36,0%	33,1%	27,3%	24,4%	23,2%	22,1%	21,0%	19,8%	18,8%	17,9%
<b>WACC</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Suma DCF	84,5									
Wartość rezydualna (TV)	217,2									
Zdyskontowana TV	72,4									
Wartość działalności operacyjnej	156,9									
Gotówka netto	-54,9									
Wartość kapitału własnego	102,0									
Liczba akcji (mln szt.)	40,9									
<b>Wartość 1 akcji (1.10.2009)</b>	<b>2,60 zł</b>									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

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 nieznaczną wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 2,60 zł.

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia**

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
<b>WACC</b>	<b>-1,0</b>	2,45	2,54	2,63	2,73	2,85
	<b>-0,5</b>	2,44	2,52	2,62	2,72	2,83
	<b>0</b>	2,42	2,51	2,60	2,70	2,82
	<b>+0,5</b>	2,41	2,50	2,59	2,69	2,80
	<b>+1,0</b>	2,40	2,48	2,58	2,68	2,79

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 dla spółek będących bezpośrednimi konkurentami Mieszko, czyli Jutrzenki i Wawelu. Jutrzenka, mimo poszerzenia swojego asortymentu o napoje bezalkoholowe i część kulinarną, nadal znaczną większość swoich przychodów generuje ze sprzedaży słodczy. Jutrzenka charakteryzuje się dwukrotnie większą wartością całkowitych przychodów w stosunku do Mieszko, jednak pod względem przychodów ze sprzedaży słodczy przewaga ta nie jest już tak duża, co pozwala porównać ze sobą te podmioty. Natomiast Wawel koncentruje się wyłącznie na produktach czekoladowych (głównie tabliczki czekolady i cukierki), będąc jednocześnie podmiotem o zbliżonej wielkości (pod względem wartości sprzedaży) w stosunku do Mieszko. Ze względu na ujemne wartości wskaźników Jutrzenki za ubiegły rok obrotowy, pominęliśmy je w kalkulacji średnich rynkowych.

**Tab. Wycena porównawcza**

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Jutrzenka	-	14,8	13,8	-	9,1	8,7	-	21,6	16,6
Wawel	11,4	11,1	9,1	8,6	8,6	7,4	14,9	13,3	12,0
Średnia	11,4	13,0	11,4	8,6	8,9	8,0	14,9	17,5	14,3
<b>Mieszko</b>									
wskaźniki dla Mieszko	11,7	10,4	9,4	6,5	6,0	5,6	17,4	11,6	9,6
<b>Implikowana cena 1 akcji Mieszko</b>	<b>2,36</b>	<b>3,38</b>	<b>3,28</b>	<b>3,67</b>	<b>4,20</b>	<b>4,07</b>	<b>2,11</b>	<b>3,71</b>	<b>3,67</b>
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>3,44 zł</b>								

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognoza BM BGZ

Wycena porównawcza przedstawia wynik znacznie powyżej obecnej ceny rynkowej Mieszko. Średnia ważona z implikowanych cen wyliczonych na podstawie opisanych wcześniej wskaźników (przy założeniu równych wag) dała wartość jednej akcji spółki Mieszko na poziomie 3,44 zł, co wskazuje na ponad 40% dyskonto wyceny Mieszko w stosunku do średniej branżowej. Szczególnie wycena oparta o wskaźnik EV/EBITDA wskazuje na znaczne niedowartościowanie Spółki w stosunku do konkurentów z branży. Pozwala to oczekiwać, że notowania Mieszko będą dążyć do powyższych średnich, co powinno przełożyć się na wzrost kursu Spółki.

---

## Podsumowanie wyceny

---

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi, nadając obu wartościom równe wagi (50%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Mieszko ustalamy na 3,02 zł. Z uwagi na to, że cena docelowa różni się od ceny rynkowej o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację **KUPUJ** dla spółki **Mieszko**.

**Tab. Wycena końcowa**

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	2,60	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	3,44	50%
<b>wycena Mieszko</b>	<b>3,02 zł</b>	
obecna cena akcji	2,46 zł	

Źródło: BM BGŻ.

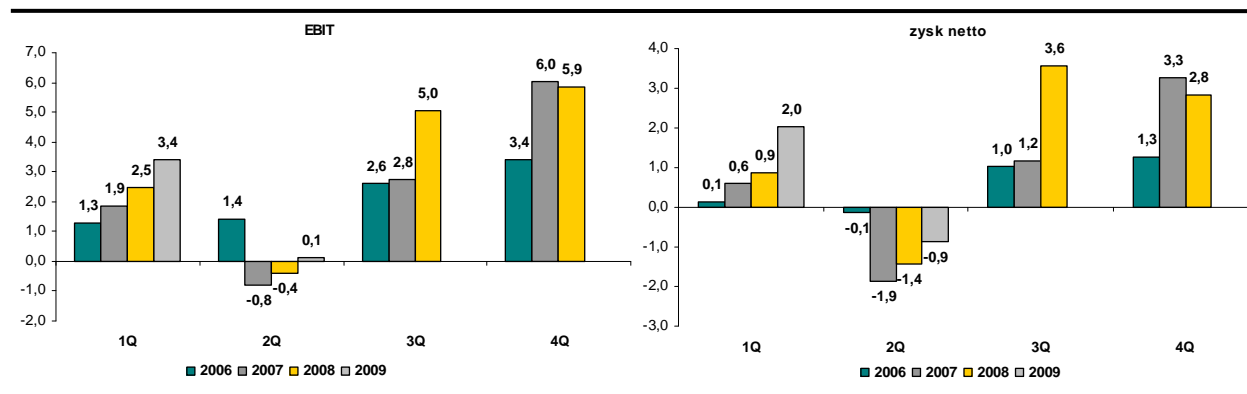
## Charakterystyka Spółki

### Wyniki finansowe

Wyniki prezentowane przez Mieszko są z roku na rok coraz lepsze. Spółka osiąga coraz wyższe marże oraz udało się jej utrzymać koszty na stabilnym poziomie, dzięki czemu rentowność i uzyskiwane rezultaty ulegają stałej poprawie. Jeszcze kilka lat temu, na przełomie 2003 i 2004 r., Spółka ocierała się o bankructwo, natomiast obecnie sytuacja finansowa Mieszko jest stabilna i rozwija się w dobrym kierunku.

Na poniższym wykresie widoczna jest progresja osiąganych wyników. Praktycznie w każdym kwartale zysk na poziomie operacyjnym, jak również na poziomie netto, jest poprawiany w stosunku do poprzedniego roku. Dynamika zysku jest największa w ostatnich kwartałach, co przyczyniło się do zakończenia pierwszego półrocza 2009 r. z dodatnim wynikiem netto po raz pierwszy od kilku lat, mimo bardzo wysokich cen surowców. Słabsze pierwsze półrocze związane jest z sezonowością sprzedaży produktów Mieszko, które znajdują odbiorców głównie w trzecim oraz czwartym kwartale i wtedy generowany jest prawie cały zysk Spółki.

**Rys. Zysk operacyjny i zysk netto Mieszko w poszczególnych kwartałach**



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Mieszko w ostatnich latach nie dokonywał żadnych akwizycji, w związku z czym całość wzrostu jest ograniczona do rozwoju organicznego. Mimo to Spółka notuje umiarkowane tempo wzrostu przychodów sięgające nawet 10% rocznie. Jest to dynamika wyższa od wzrostu rynku słodczy, a zawdzięczana jest głównie ciągłemu poszerzaniu oferowanego asortymentu. Można oczekiwać, że również w kolejnych latach rozwój będzie następował w podobnym, jednocyfrowym tempie ze względu na brak planów akwizycyjnych w Spółce.

Wzrost uzyskiwanych marż na produktach oraz program restrukturyzacji kosztowej przyczyniają się do stałego zwiększania wartości zysku operacyjnego. Optymalizacja kosztowa polega głównie na wprowadzaniu kolejnych usprawnień i automatyzacji produkcji, co prowadzi do większej wydajności przy jednoczesnym zmniejszeniu zapotrzebowania na pracowników. Brak większych inwestycji powoduje, że poziom amortyzacji jest względnie stały, przez co dynamika zysku EBITDA jest zbliżona do dynamiki zysku operacyjnego.

Zdecydowanie bardziej widoczna jest poprawa na niższych poziomach rachunku wyników – zysku brutto i zysku netto, który w 2007 r. wzrósł prawie o 50%, a w 2008 r. niemal podwoił się. Jest to efekt lepszego wyniku operacyjnego i dźwigni finansowej, która powoduje, że dynamika zysku netto jest bardzo wysoka. Dodatkowo Spółka redukuje poziom swojego zadłużenia odsetkowego, co przyczynia się do niższego obciążenia wyniku przez koszty finansowe.

**Tab. Wyniki finansowe Mieszko**

(mln PLN)	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>
Przychody ogółem	194,6	215,5	229,9	245,9
<i>zmiana r/r</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>
EBIT	8,8	9,8	13,0	14,7
<i>marża operacyjna</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>
EBITDA	18,6	20,2	23,5	25,2
Zysk brutto	3,1	4,4	7,4	10,8
Zysk netto	2,3	3,1	5,8	8,7
<i>marża netto</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,5%</i>
Dług/kapitał własny	0,8	0,8	0,6	0,5
Dług/EBITDA	3,3	3,4	2,4	2,1
Odsetki/EBIT	0,6	0,4	0,3	0,2
Przepływy z działalności operacyjnej	16,5	16,6	23,6	15,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8,5	-9,8	-7,0	-13,9
Przepływy z działalności finansowej	-6,4	-6,8	-18,6	-0,1

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Wysoki poziom zadłużenia, które było bardzo uciążliwe dla finansów Spółki w poprzednich latach, od ubiegłego roku został mocno obniżony (z ponad 75 mln na koniec 2005 r. do 56 mln na koniec pierwszego półrocza 2009 r.). Wraz ze wzrostem zysków pociągnęło to za sobą poprawę wskaźników zadłużenia do bardzo korzystnych poziomów (połowa kapitałów własnych i dwukrotność rocznego zysku EBITDA). Również odsetki nie stanowią już znaczącego udziału w osiągniętym zysku operacyjnym. Warto zaznaczyć, że Mieszko korzysta z bardzo taniego finansowania, pozyskanego jeszcze przed kryzysem finansowym (oprocentowanie długu wynosi WIBOR+1%), a jego zapadalność wypada w połowie przyszłego roku.

Mieszko osiąga bardzo korzystne przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej, rokrocznie wykazując tu wysoką dodatnią wartość. Jednocześnie ponoszone nakłady na środki trwałe nie stanowią dużych wydatków, będąc zbliżonymi do odpisów amortyzacyjnych. W bieżącym roku wartość tych nakładów jest wyższa niż w latach ubiegłych, co wynika z przesunięcia pewnych projektów z roku 2008 na bieżący. Dodatnie saldo przepływów pozwoliło na zredukowanie wysokiego stanu zadłużenia w ubiegłym roku. Wartość wykorzystywanych kredytów pozostanie w kolejnych kwartałach mniej więcej na bieżących poziomach.

#### **PROGNOZA NA 2009 R.**

Spółka może być zadowolona z wyników za pierwszą połowę bieżącego roku. Przychody wzrosły o 7%, natomiast zysk brutto na sprzedaży prawie o 11% a zysk operacyjny aż o 68%. Tak duże wzrosty zawdzięczane są dwóm czynnikom – podwyżce cen produktów oraz optymalizacji procesów produkcji, polegającej na wyższym poziomie zautomatyzowania tego procesu. Co więcej, dzięki redukcji zadłużenia w stosunku do ubiegłego roku oraz spadkowi stóp procentowych zmniejszyło się też ujemne saldo finansowe, co w konsekwencji pozwoliło zakończyć pierwsze sześć miesięcy bieżącego roku z zyskiem na poziomie netto. Jest to znaczące osiągnięcie dla Spółki, ponieważ dotychczas w każdym roku kończyła ona pierwsze półrocze ujemnym wynikiem finansowym.

**Tab. Wyniki finansowe Mieszko**

(mln PLN)	<b>1H 2008</b>	<b>1H 2009</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2009P</b>
przychody	97,9	104,9	7,1%	245,9
zysk brutto ze sprzedaży	37,0	41,1	10,9%	96,8
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>37,8%</i>	<i>39,2%</i>	<i>+1,3 p.p.</i>	<i>39,4%</i>
zysk operacyjny	2,1	3,5	68,0%	14,7
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>+1,2 p.p.</i>	<i>6,0%</i>
EBITDA	7,4	8,5	15,1%	25,2
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>+0,6 p.p.</i>	<i>10,3%</i>
saldo finansowe	-2,7	-2,0	-26,3%	-3,9
zysk netto	-0,6	1,2	-	8,7
<i>rentowność netto</i>	<i>-0,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>+1,8 p.p.</i>	<i>3,5%</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Pierwsze półrocze zakończone bardzo korzystnym wynikiem jest dobrym prognostykiem na cały bieżący rok. Ponieważ większość sprzedaży generowana jest w miesiącach jesiennych (wrzesień, październik i listopad), drugie półrocze jest zawsze znacznie lepsze dla Spółki. Zakładamy, że dynamika przychodów osiągnięta w pierwszych sześciu miesiącach roku zostanie utrzymana i całoroczna wartość sprzedaży wyniesie ok. 245 mln zł.

Poczynione oszczędności oraz działanie dźwigni operacyjnej powinny pozwolić zwiększyć zysk operacyjny i wartość EBITDA do, odpowiednio, prawie 15 mln zł i ponad 25 mln zł. Po uwzględnieniu kosztów finansowych, zysk netto za bieżący rok powinien być zbliżony do przedziału 8,5-9 mln zł (ok. 0,21 zł na akcję), co byłoby historycznie najlepszym wynikiem Spółki.

## Działalność operacyjna

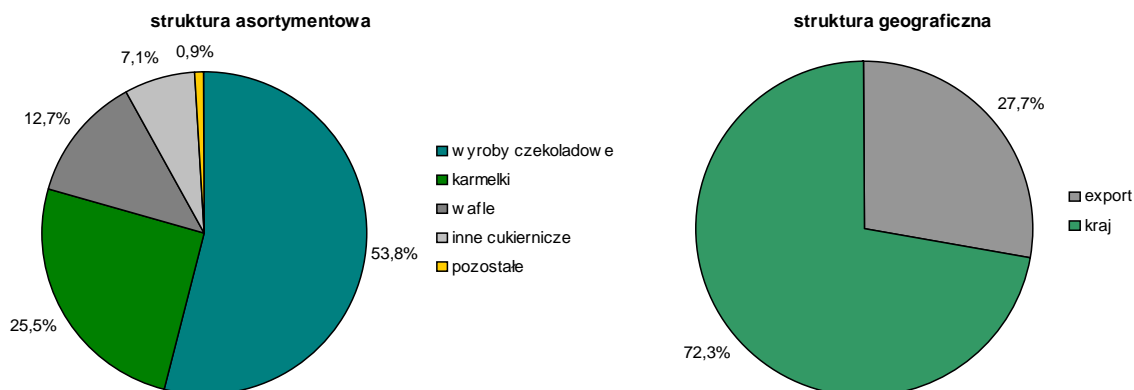
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Mieszko produkują słodczyce od 1993 r. Działalność Spółki jest kontynuacją tradycji zakładów Ślązak i Raciborzanka, które istniały od ponad pół wieku. Natomiast swój debiut giełdowy Mieszko miał w 1997 r. Obecnie Spółka funkcjonuje w oparciu o trzy zakłady produkcyjne – dwa w Raciborzu i jeden w Warszawie, łącznie zatrudniając od 700 do 850 osób w zależności od sezonowości produkcji.

Mieszko działa w czterech segmentach rynku słodczych. Są to produkty czekoladowe, pozostające strategiczną grupą produktową, karmelki (również strategiczna grupa), wafle oraz pozostałe. Głównym źródłem przychodów są wyroby czekoladowe, na które składają się przede wszystkim praliny i bombonierki, generujące ponad połowę sprzedaży. Szacowany udział Mieszko w rynku pralin wynosi ok. 7-8%. Ok. 4% udział w rynku karmelków pozwala generować spółce już ponad 50 mln zł przychodów w skali roku z tej grupy produktów, co stanowi mniej więcej ¼ sprzedaży. Ponad 10% przychodów stanowią wafelki, natomiast segment pozostałych produktów generuje ok. 7% sprzedaży.

Struktura geograficzna przychodów dzieli się w ten sposób, że ok. 28% sprzedaży kierowane jest do odbiorców zagranicznych, natomiast pozostała część to sprzedaż w Polsce. Przychody ze sprzedaży krajowej dzielą się po połowie między duże sieci handlowe współpracujące bezpośrednio ze Spółką (m. in. Makro Cash&Carry, Biedronka, Auchan, Tesco, Carrefour, Geant, Plus, Real) oraz hurtownie pośredniczące w dystrybucji do kilkudziesięciu tysięcy sklepów w całym kraju. Natomiast eksport kierowany jest

do ponad 40 państw na wszystkich kontynentach, przy czym głównymi odbiorcami są państwa Unii Europejskiej, USA, Kanada oraz Rosja.

**Rys. Struktura asortymentowa i geograficzna sprzedaży Mieszko (1H 2009 r.)**



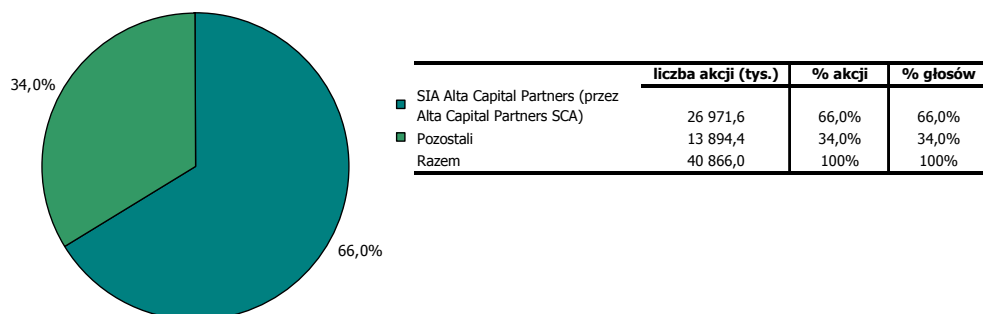
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Asortyment produktów Mieszko podlega stałym zmianom. Cykl życia produktu wynosi średnio 3-4 lata, po upływie którego jest on wycofywany z rynku i zastępowany nowymi słodyczami. Istnieją jednak produkty znajdujące się w ofercie przez dłuższy okres w zależności od poziomu sprzedaży. Mieszko charakteryzuje się dużym poziomem innowacyjności produktów, wprowadzając na rynek wiele nowości w każdym roku, co pozwala zwiększać udziały rynkowe Spółki. Natomiast przeprowadzone w ubiegłych latach inwestycje dają możliwość zwiększania produkcji wraz z rosnącym zapotrzebowaniem na ofertę Mieszko.

## Struktura akcjonariatu

Większościowym akcjonariuszem spółki Mieszko jest łódzki fundusz Alta Capital Partners, do którego należy 66% akcji i głosów na WZA. Mimo licznych spekulacji na temat zmian właścicielskich w Spółce, struktura akcjonariatu nie zmienia się. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie, co przyczynia się do stosunkowo wysokiej płynności walorów Mieszko (średni wolumen dzienny wynosi prawie 80.000 akcji).

**Rys. Struktura akcjonariatu Mieszko**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

## Otoczenie konkurencyjne

Na warszawskiej GPW notowane są dwie spółki będące bezpośrednim konkurentem Mieszko. Są to Wawel oraz Jutrzenka. Pierwsza z nich jest podmiotem o zbliżonej wielkości pod względem osiąganych przychodów, natomiast Jutrzenka, działająca w oparciu o szerszy asortyment jest spółką około dwukrotnie większą. Jeżeli chodzi o zakres działalności, to jest on zbieżny w tych trzech spółkach, przy czym występują tu pewne różnice. Jutrzenka, oprócz rynku słodczy, jest aktywna na rynku napojów oraz w segmencie kulinarnym (bakalie, przyprawy), natomiast Mieszko nie zajmuje się produkcją czekolady w tabliczkach, która jest znaczącym źródłem przychodów pozostałych spółek. Mimo to podmioty te są na tyle zbliżone, że można dokonać analizy porównawczej opartej o ich wskaźniki.

**Tab. Wskaźniki finansowe dla Mieszko i konkurentów (ostatnie cztery kwartały)**

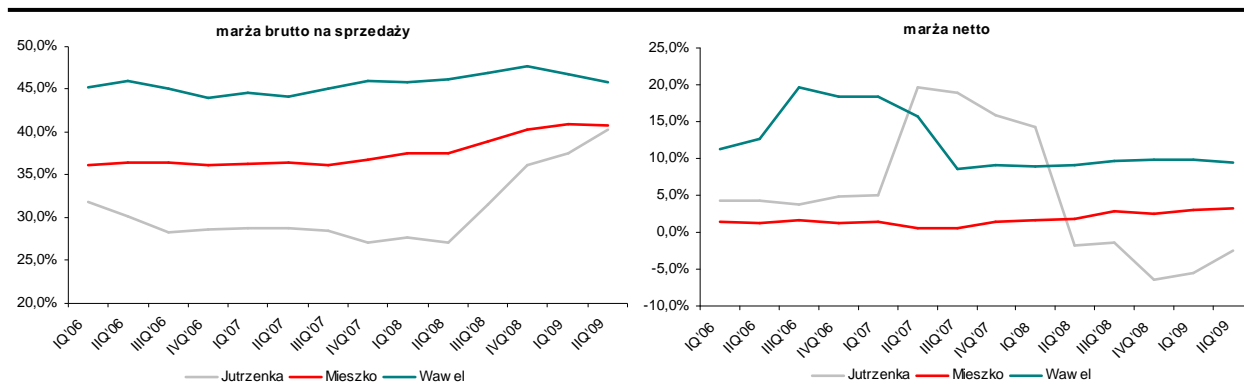
wskaźnik	Mieszko	Wawel	Jutrzenka
ROA	5,6%	11,5%	-1,1%
ROE	7,7%	15,5%	-2,7%
Dług / EBITDA	2,2	0,0	4,6
Dług / kapitał własny	0,6	0,0	0,2
Przychody	236,8	275,2	572,4
Marża brutto na sprzedaży	40,8%	47,6%	40,4%
Marża EBIT	6,1%	11,6%	0,0%
Marża EBITDA	10,4%	15,5%	4,4%
Marża netto	3,2%	9,3%	-2,6%
Rotacja zapasów	25,4	24,4	38,5
Rotacja należności	68,6	59,3	75,9
Rotacja zobowiązań	55,0	22,7	40,1
Cykl rotacji gotówki	38,9	61,1	74,2

*Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.*

Analizując rentowność uzyskiwaną przez powyższe spółki, warto prześledzić ją w dłuższym horyzoncie czasowym. Poniższy wykres przedstawia wypracowaną przez wszystkich trzech konkurentów rentowność brutto na sprzedaży oraz rentowność netto od początku 2006 r. Wynik Mieszko plasuje się w środku, między wynikiem Jutrzenki i Wawelu, przy czym warto zaznaczyć, że charakteryzuje się on stałą tendencją wzrostową. Rezultaty osiągane przez Wawel, który działa w bardzo podobnym segmencie jak Mieszko, wskazują jednak, że potencjał poprawy wyników jeszcze istnieje i można oczekiwać, że z czasem będzie on następował, zarówno na poziomie rentowności brutto jak i rentowności netto. Wskaźnik ROA przedstawiający rentowność aktywów spółki również jest na średnim poziomie, podobnie jak wskaźnik ROE. Zaznaczyć należy jednak, że ujemna rentowność Jutrzenki w ostatnich czterech kwartałach wynika z jednorazowych odpisów poczynionych w ubiegłym roku.

Istotne różnice występują w poziomie zadłużenia poszczególnych spółek – Wawel nie wykorzystuje finansowania zewnętrznego w ogóle, a Jutrzenka w nieznacznym stopniu w stosunku do kapitałów własnych. Wskaźniki zadłużenia Mieszko są na bardzo bezpiecznych poziomach, przewyższając roczną wartość EBITDA tylko ponad dwukrotnie. Natomiast stosunek zobowiązań odsetkowych do kapitałów własnych wynosi 55%, dzięki czemu obsługa zadłużenia nie stanowi dużego obciążenia dla Spółki.

**Rys. Rentowność brutto na sprzedaży i rentowność netto Mieszko i konkurentów (narastająco za cztery kolejne kwartały)**



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Bardzo korzystnie przedstawia się obraz Mieszko pod kątem realizowanych rotacji kapitału obrotowego. Rotacja zapasów należy do najniższych wśród notowanych spółek z branży. Jej niski poziom wynika z dużej sezonowości sprzedaży – głównie odbywa się ona w zimie, przez co największe stany zapasów występują jesienią (Jutrzenka ma bardziej rozłożoną strukturę przychodów, przez co sezonowość jest mniejsza a zatem stan zapasów wyższy). Natomiast rotacja należności Mieszko jest na przeciętnym poziomie, co przy stosunkowo długim średnim terminie płatności tworzy korzystny, 39-dniowy cykl rotacji gotówki, który jest zdecydowanie najkrótszym wśród analizowanych spółek i znacząco odbiega od poziomów realizowanych przez konkurentów. Świadczy to o bardzo efektywnym zarządzaniu kapitałem pracującym, co zmniejsza zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne spółki.

Ogólny obraz Spółki na tle konkurentów wydaje się być korzystny, głównie za sprawą dobrej struktury kapitału obrotowego. Uzyskiwana rentowność nie należy do najwyższych w branży, jednak charakteryzuje się tendencją wzrostową, co w sumie pozwala pozytywnie ocenić Spółkę.

## Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

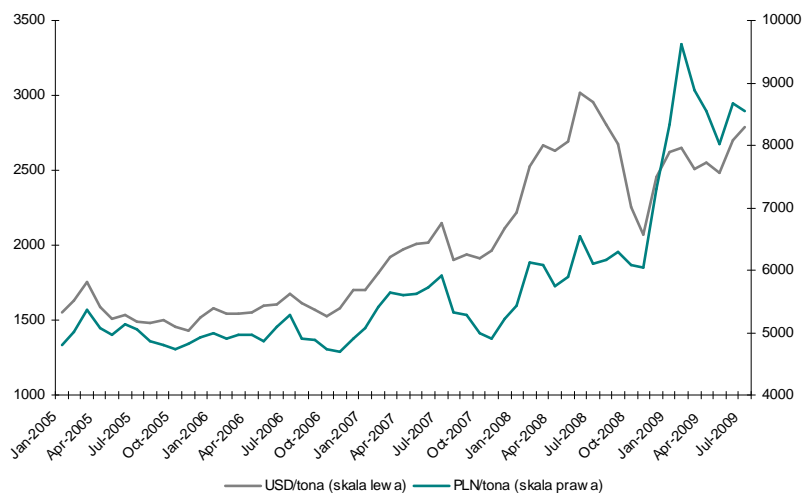
W Polsce funkcjonuje ok. 140 producentów słodczy, jednak ponad 100 z nich to niewielkie firmy o lokalnym zasięgu, które nie mają widocznego udziału w rynku ogólnokrajowym. Roczna produkcja wszystkich producentów sięga 400 tys. ton, a cały rynek szacowany jest na ok. 7 mld zł i rozwija się bardzo dynamicznie, w dwucyfrowym tempie (w ubiegłym roku wzrost wartościowy wyniósł 15%, natomiast wzrost ilościowy 8%).

Poziom spożycia słodczy przez Polaków stale rośnie. Jeszcze na początku lat dziewięćdziesiątych przeciętny Polak zjadał ok. 2 kg słodczy rocznie, a obecnie spożycie wyrobów czekoladowych osiągnęło już ok. 4-5 kg na osobę w ciągu roku. Wartość ta może ciągle wzrastać, ponieważ poziomy notowane w bogatszych krajach są znacznie wyższe (np. w Wielkiej Brytanii jest to 7 kg, w Austrii, Holandii po 8 kg, a w Szwajcarii 11 kg). Polacy stale zwiększają swoją zamożność, co przekłada się na większą konsumpcję dóbr nienależących do grupy pierwszej potrzeby, w tym słodczy. Tendencja ta powinna utrzymywać się również w kolejnych latach.

Słodczy należą do produktów nabywanych pod wpływem impulsu, szczególnie dotyczy to batonów, cukierków i wafli. Są to zarazem słodkie przekąski, które spożywane są w pracy czy w podróży. Wzrost mobilności oraz szybszy tryb życia Polaków przyczynia się do większej popularności tego typu produktów i szybkiego tempa wzrostu ich sprzedaży.

Charakterystyczna dla rynku słodczy jest znaczna sezonowość sprzedaży. Największy popyt pojawia się w miesiącach jesienno-zimowych. Latem spada sprzedaż wyrobów czekoladowych ze względu na wysokie temperatury, które nie sprzyjają ich przechowywaniu, a dodatkowo konsumenci przerzucają się na produkty sezonowe, głównie na lody i batony lodowe. Sezonowość wzmacniana jest przez układ kalendarzowy świąt (grudzień i wiosna) oraz innych okazji (walentynki, komunie). W okresach tych popyt na czekoladki, bombonierki i inne słodczy, traktowane jako produkty luksusowe, znacznie wzrasta.

**Rys. Cena kakao na rynku światowym w USD oraz w przeliczeniu na PLN**

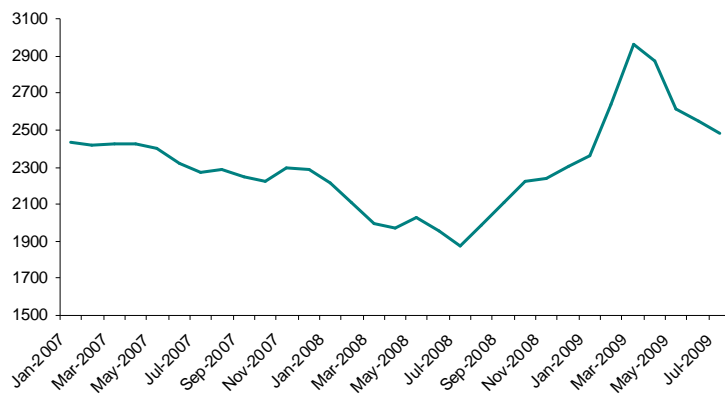


Źródło: International Cocoa Organization, BM BGZ.

Istotne znaczenie dla działalności producentów słodczy mają ceny surowców. Sytuacja na rynku surowcowym jest obecnie znacznie gorsza niż w poprzednich latach, ale w ciągu kilku ostatnich miesięcy uległa pewnej poprawie, co pozwala oczekiwać, że przełoży się to również na lepsze wyniki producentów słodczy. Jednym z podstawowych surowców wykorzystywanych przy ich produkcji jest kakao. Po okresie stabilności w latach 2005-2006 ceny tego surowca zaczęły dynamicznie rosnąć, osiągając swoje maksimum w połowie ubiegłego roku. Obecnie dolarowa cena kakao jest niższa niż przed rokiem, jednak gwałtowna deprecjacja polskiej waluty spowodowała, że ceny dla polskich odbiorców poszybowały do nienotowanych nigdy wcześniej poziomów prawie 10 tys. zł za tonę. Ostatnie miesiące sprzyjają producentom słodczy – cena kakao spadła już do poziomu 8-9 tys. zł. Pokazuje to, że cena kakao na krajowym rynku jest bardzo wrażliwa nie tylko na jej notowania na rynku światowym, ale również na notowania kursów walutowych, które mają znaczny wpływ na płacone wartości za surowiec.

Drugim ważnym surowcem niezbędnym do wyrobu słodczy jest cukier, którego notowania również nie sprzyjały producentom wyrobów cukierniczych, szczególnie w drugiej połowie ubiegłego roku. Gwałtowny wzrost wywindował cenę jednej tony w okolice 3000 zł w marcu. Od tej pory cena powoli spada, dzięki czemu przemysł słodki może osiągać wyższe marże. Istotnym problemem dla producentów słodczy jest zniknięcie dopłat unijnych do cukru, które weszło w życie w październiku. Dotyczy to jedynie produkcji wyrobów spożywczych kierowanej na eksport, jednak podmioty o wysokim udziale sprzedaży zagranicznej mogą stracić swoją konkurencyjność na rynkach innych państw lub odczuć znaczny spadek uzyskiwanych marż. Mieszko tylko w nieznacznym stopniu korzystał z tych dopłat, przez co zmiana ta nie będzie dla Spółki odczuwalna.

**Rys. Cena cukru (zł/tona)**



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, BM BGŻ.

## Czynniki ryzyka

Branża spożywcza, a sektor słodczy w szczególności, wydają się być odporne na kryzys. Tłumaczy się to efektem „słodzenia kryzysu”, polegającym na tym, że konsumenci ograniczają zakupy dóbr trwałego użytku takich jak ubrania, elektronika itp., a w zamian za to wydają większe kwoty na drobne słodczyce. Jednak przedłużający się kryzys odbije się z pewnością również na tym segmencie rynku. Jeżeli optymistyczne prognozy się sprawdzą i spowolnienie gospodarcze dobiega końca, to Mieszko nie powinien odczuć pogorszenia koniunktury i wyników. Natomiast w przypadku dłuższego okresu dekonunktury, przeciągającego się na kolejne kwartały, spadek sprzedaży może być znaczący i odbije się na wynikach Spółki.

Drugim istotnym czynnikiem ryzyka jest cena głównych surowców, czyli miazgi kakao oraz cukru. Bieżące notowania odbiegają już nieco od rekordowych poziomów cen tych produktów w tym roku, jednak ryzyko dalszego wzrostu jest realne. Wyższe ceny zakupu surowca oznaczałyby wyższe koszty produkcji, co nie koniecznie uda się przerzucić na odbiorców i będzie negatywnie wpływać na uzyskiwane marże. Dla cen surowców duże znaczenie ma także kurs walutowy, ponieważ osłabienie polskiej waluty powoduje droższe zakupy surowców. Jednak obecnie Mieszko jest eksporterem netto (przychody z eksportu przewyższają wydatki ponoszone w walutach obcych), co oznacza, że silny złoty może wpływać negatywnie na wyniki Spółki.

Mimo wspomnianych powyżej czynników, sytuacja Mieszko, uwzględniająca pozycję na rynku oraz wyniki finansowe, przedstawia się raczej korzystnie i pozwala oczekiwać stabilnego wzrostu w kolejnych latach.

## Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

**Tab. Bilans**

(mln PLN)	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>224,1</b>	<b>224,5</b>	<b>234,4</b>	<b>242,5</b>	<b>252,0</b>	<b>269,6</b>	<b>291,1</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>135,3</b>	<b>131,9</b>	<b>133,3</b>	<b>133,4</b>	<b>131,2</b>	<b>129,0</b>	<b>125,3</b>
Wartości niematerialne i prawne	1,1	1,0	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8
Rzeczowe aktywa trwałe	134,1	130,9	132,1	131,9	129,5	127,2	123,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>88,8</b>	<b>92,6</b>	<b>101,1</b>	<b>109,0</b>	<b>120,8</b>	<b>140,6</b>	<b>165,8</b>
Zapasy	16,1	17,8	18,5	19,6	21,2	22,8	24,2
Należności krótkoterminowe	69,2	73,4	78,6	83,4	89,6	95,9	101,3
Środki pieniężne	3,1	1,1	2,9	5,0	8,9	20,9	39,4
<b>PASYWA</b>	<b>224,1</b>	<b>224,5</b>	<b>234,4</b>	<b>242,5</b>	<b>252,0</b>	<b>269,6</b>	<b>291,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>91,6</b>	<b>97,4</b>	<b>106,1</b>	<b>116,6</b>	<b>128,5</b>	<b>142,4</b>	<b>157,2</b>
Kapitał zakładowy	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9
Kapitał zapasowy	34,7	34,8	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0
Zyski zatrzymane	10,9	16,5	19,0	29,5	41,5	55,4	70,1
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>132,5</b>	<b>127,1</b>	<b>128,3</b>	<b>125,9</b>	<b>123,4</b>	<b>127,2</b>	<b>133,9</b>
Zobowiązania długoterminowe	50,4	57,4	7,3	4,4	1,6	1,6	1,6
Zobowiązania krótkoterminowe	80,4	67,4	118,5	119,0	119,4	123,1	129,8
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>71,7</i>	<i>58,5</i>	<i>61,1</i>	<i>55,0</i>	<i>47,4</i>	<i>46,0</i>	<i>48,2</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>215,5</b>	<b>229,9</b>	<b>245,9</b>	<b>260,7</b>	<b>281,6</b>	<b>302,7</b>	<b>320,8</b>
<i>zmiana r/r</i>	<i>10,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,0%</i>
<b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b>	<b>136,2</b>	<b>137,4</b>	<b>149,2</b>	<b>157,0</b>	<b>169,5</b>	<b>183,6</b>	<b>194,6</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>79,3</b>	<b>92,5</b>	<b>96,8</b>	<b>103,7</b>	<b>112,1</b>	<b>119,1</b>	<b>126,3</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>36,8%</i>	<i>40,2%</i>	<i>39,4%</i>	<i>39,8%</i>	<i>39,8%</i>	<i>39,3%</i>	<i>39,4%</i>
Koszty sprzedaży	51,1	56,9	59,0	62,2	67,6	71,3	76,3
Koszty ogólnego zarządu	20,7	23,4	24,3	25,3	26,5	27,9	29,2
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>7,5</b>	<b>12,3</b>	<b>13,5</b>	<b>16,2</b>	<b>17,9</b>	<b>19,9</b>	<b>20,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>20,2</b>	<b>23,5</b>	<b>25,2</b>	<b>27,1</b>	<b>30,0</b>	<b>32,9</b>	<b>34,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>9,8</b>	<b>13,0</b>	<b>14,7</b>	<b>16,2</b>	<b>17,9</b>	<b>19,9</b>	<b>20,7</b>
<i>marża operacyjna</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,5%</i>
Saldo z działalności finansowej	-5,5	-5,6	-3,9	-3,3	-3,1	-2,7	-2,5
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>4,4</b>	<b>7,4</b>	<b>10,8</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>17,1</b>	<b>18,2</b>
<i>marża brutto</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>
Podatek dochodowy	1,2	1,6	2,1	2,5	2,8	3,3	3,5
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,8</b>
<i>marża netto</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,6%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>16,6</b>	<b>23,6</b>	<b>15,9</b>	<b>22,6</b>	<b>24,5</b>	<b>27,2</b>	<b>29,7</b>
Zysk netto	3,1	5,8	8,7	10,5	12,0	13,9	14,8
Amortyzacja	10,4	10,5	10,6	10,9	12,0	13,1	14,2
Odsetki	4,4	4,6	3,6	3,4	3,2	2,9	2,9
Zmiana kapitału obrotowego	-2,5	0,2	-5,0	-2,2	-2,7	-2,7	-2,2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-9,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-13,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,8</b>	<b>-10,4</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-10,0	-7,1	-12,7	-11,0	-9,8	-10,8	-10,4
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-6,8</b>	<b>-18,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-9,4</b>	<b>-10,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,7</b>
Odsetki	-4,4	-4,6	-3,6	-3,4	-3,2	-2,9	-2,9
Kredyty	-0,4	-11,6	4,4	-3,2	-4,8	-1,5	2,2
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>12,0</b>	<b>18,5</b>
<b>Środki pieniężne:</b>							
<b>na początek okresu</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>20,9</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>20,9</b>	<b>39,4</b>	<b>60,1</b>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki finansowe**

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	36,8%	40,2%	39,4%	39,8%	39,8%	39,3%	39,4%
marża EBITDA	9,4%	10,2%	10,3%	10,4%	10,6%	10,9%	10,9%
marża EBIT	4,6%	5,7%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,5%
marża netto	1,5%	2,5%	3,5%	4,0%	4,3%	4,6%	4,6%
ROA	2,7%	3,9%	4,9%	5,4%	5,8%	6,0%	5,9%
ROE	3,4%	5,9%	8,2%	9,0%	9,3%	9,7%	9,4%
dług/aktywa	32,0%	26,1%	26,1%	22,7%	18,8%	17,0%	16,6%
dług/kapitał własny	78,2%	60,0%	57,6%	47,2%	36,9%	32,3%	30,6%
dług/EBITDA	3,5	2,5	2,4	2,0	1,6	1,4	1,4
EBIT/odsetki	2,8	3,4	4,2	4,8	5,6	6,8	7,1
płynność bieżąca	1,1	1,4	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3
płynność szybka	0,9	1,1	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1
płynność gotówkowa	0,04	0,02	0,02	0,04	0,07	0,17	0,30
rotacja zapasów (dni)	27,3	28,2	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5
rotacja należności (dni)	117,3	116,6	116,7	116,7	116,2	115,7	115,2
rotacja zobowiązań (dni)	88,0	90,8	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
cykl rotacji gotówki (dni)	56,6	54,0	54,2	54,2	53,7	53,2	52,7

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

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,08	0,14	0,21	0,26	0,29	0,34	0,36
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BVPS	2,24	2,38	2,60	2,85	3,15	3,49	3,85
P/E	31,95	17,35	11,61	9,61	8,38	7,24	6,81
P/BV	1,10	1,03	0,95	0,86	0,78	0,71	0,64
P/S	0,47	0,44	0,41	0,39	0,36	0,33	0,31
P/CE (cash earnings)	7,41	6,17	5,22	4,70	4,18	3,73	3,47
EV/EBIT	15,52	11,71	10,38	9,38	8,49	7,65	7,34
EV/EBITDA	7,52	6,48	6,03	5,61	5,08	4,62	4,36
EV/S	0,71	0,66	0,62	0,58	0,54	0,50	0,47

*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, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

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

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

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich 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	(022) 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski	(022) 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Grzegorz Kujawski	(022) 329 43 46	<a href="mailto:grzegorz.kujawski@bgz.pl">grzegorz.kujawski@bgz.pl</a>
Tomasz Manowiec	(022) 329 43 44	<a href="mailto:tomasz.manowiec@bgz.pl">tomasz.manowiec@bgz.pl</a>

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 23	<a href="mailto:jaroslaw.duszczyk@bgz.pl">jaroslaw.duszczyk@bgz.pl</a>
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni (022) 329 43 24/20	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni (022) 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	(022) 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Bogusław Bączyk	(022) 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczuk@bgz.pl">boguslaw.baczuk@bgz.pl</a>

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

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		