

Mispol

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: MIP

ISIN: PLMISPL00011

Kupuj

4,80 zł

Profil spółki

Grupa Mispol oferuje swoje produkty w trzech segmentach - konserwy i paszety, karma dla zwierząt domowych oraz dania gotowe i przetwory owocowo-warzywne.

Dane podstawowe

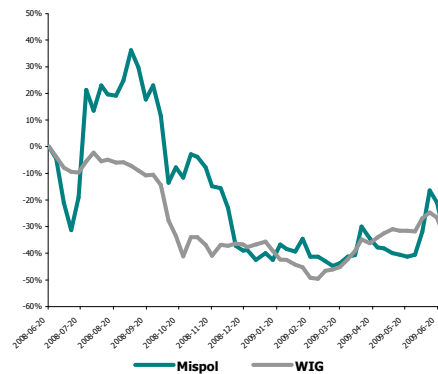
Kurs (22/06/09)	3,80
Wycena DCF (zł)	6,46
Wycena porównawcza (zł)	3,14
Liczba akcji (tys.)	14 539
Kapitalizacja (mln zł)	55,2
EV (mln zł)	147,0

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	7,48
min cena 52 tygodnie (zł)	2,76
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	369,3

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Marek Jutkiewicz	8,9%	8,9%
Krzysztof Smolarczyk	6,0%	6,0%
Adam Lenkiewicz	4,0%	4,0%
Pozostali	81,1%	81,1%



Analitik:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2009 r. i wyniki finansowe

Pierwszy kwartał 2009 r. był drugim z kolei, w którym Mispol zanotował stratę na poziomie netto. Ujemny wynik wyniósł 2,4 mln zł w stosunku do 5 mln zł straty w czwartym kwartale ubiegłego roku oraz 0,7 mln zł zysku netto w pierwszym kwartale ubiegłego roku. Spadek zysków nastąpił mimo wzrostu przychodów do 66,1 mln zł (+23% r/r).

Do pogorszenia wyników przyczyniły się niekorzystne warunki makroekonomiczne (rosnące ceny mięsa, osłabianie polskiej waluty). Brak możliwości efektywnego podniesienia cen spowodował znaczny spadek uzyskiwanych marż, a w konsekwencji zmniejszenie wypracowanego zysku operacyjnego (-6% r/r). Spadek EBIT nie był tak dotkliwy ze względu na przeprowadzoną restrukturyzację i oszczędności kosztowe.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, w okresie styczeń-marzec postępowo gwałtowne osłabienie złotego. Mispol jest importerem netto, w związku z czym deprecjacja złotego powoduje powstawanie ujemnych różnic kursowych. Wysokie były też koszty obsługi zadłużenia, a do tego dołożyła się jednorazowa dewaluacja rubla białoruskiego, powodująca przeszacowanie aktywów związanych ze spółką zależną (ujemna różnica w wys. 5 mln zł). Całkowite koszty finansowe wyniosły ponad 8 mln zł, przez co Mispol zanotował stratę.

Prognoza na drugi kwartał 2009 r.

W drugim kwartale trend osłabiania się złotego został wyhamowany, dzięki czemu Mispol nie powinien już notować ujemnych różnic kursowych pogarszających rezultaty. Natomiast na rynku surowcowym niekorzystne dla Grupy tendencje nadal były kontynuowane, w związku z czym uzyskiwane marże mogą być niższe niż w pierwszym kwartale. Mięso nadal pozostaje drogie a kurs złotego słaby, co negatywnie oddziałuje na wyniki. W związku z tym oczekujemy zakończenia drugiego kwartału jeszcze ze stratą na poziomie netto w wysokości 0,5 mln zł.

Perspektywy Grupy oraz elementy ryzyka

Mispol należy do grona dynamicznie rozwijających się podmiotów. Szczególnie segment karmy dla zwierząt domowych charakteryzuje się szybkim wzrostem, oferując jednocześnie wysokie marże na produktach. Jednak sprzedaż w pozostałych segmentach również zwiększa się rokrocznie, co wzmacnia perspektywy rozwoju Mispolu. Silna pozycja na rynku oraz dynamiczny wzrost sprzedaży pozwalają optymistycznie patrzeć w przyszłość.

Mimo to wyniki osiągnięte przez Grupę zależą w dużej mierze od czynników niezależnych od Zarządu, czyli od cen surowców i notowań na rynku walutowym. W związku z tym występuje duże ryzyko osiągnięcia słabych wyników, jeśli warunki makroekonomiczne będą niesprzyjające dla działalności. Dodatkowym czynnikiem jest silna konkurencja, która ogranicza możliwości podnoszenia cen produktów.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwoliły ustalić cenę jednej akcji Mispolu na poziomie 6,46 zł. Natomiast metoda porównawcza wskazuje na wartość jednej akcji Mispolu w wysokości 3,14 zł. Cenę docelową ustalamy jako średnią z powyższych wycen, czyli 4,80 zł co znacznie przewyższa bieżące notowania. Już od drugiego półrocza bieżącego roku oczekujemy zdecydowanej poprawy wyników Grupy Mispol, która będzie efektem stabilizacji na rynku walutowym oraz surowcowym, w czym upatrujemy szansę Spółki na wypracowanie zysku. W związku z powyższym zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Mispolu.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	176,4	238,5	279,2	323,5	366,2	405,3
zmiana r/r (%)	75,4%	35,2%	17,0%	15,9%	13,2%	10,7%
EBITDA	17,2	14,9	20,0	30,1	33,0	35,3
EBIT	12,5	17,5	12,6	22,2	24,7	25,1
marża EBIT (%)	7,1%	7,3%	4,5%	6,9%	6,7%	6,2%
Zysk netto	9,2	-1,3	3,3	13,3	15,1	15,5
marża netto (%)	5,2%	-0,5%	1,2%	4,1%	4,1%	3,8%
EPS (zł)	0,63	-0,09	0,22	0,91	1,04	1,06
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	6,0	-42,5	16,9	4,2	3,7	3,6
EV / EBITDA	8,5	9,9	7,3	4,9	4,5	4,2

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 Mispol w wysokości 93,9 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 6,46 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,5%, 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);
- 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 (7%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany Spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych, a także inwestycje niezbędne do zwiększenia mocy produkcyjnych;
- wielkość zadłużenia długoterminowego Spółki będzie się zmieniać zależnie od spłaty obecnych kredytów oraz zaciągania nowych na finansowanie inwestycji, natomiast zadłużenie krótkoterminowe uzależnione jest od kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie nie zakładamy wypłaty dywidendy przez Spółkę;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 78, 54 i 99 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.07.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	143,2	323,5	366,2	405,3	440,0	470,1	497,5	518,4	540,3	563,2
EBIT	8,9	22,2	24,7	25,1	26,7	27,0	27,9	28,2	35,5	37,3
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	7,2	18,0	20,0	20,4	21,6	21,9	22,6	22,8	28,7	30,2
Amortyzacja	3,7	7,9	8,3	10,2	10,5	11,7	12,5	12,8	7,2	7,1
CAPEX	1,5	3,0	15,0	2,5	12,0	6,0	2,3	2,5	3,6	7,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	5,8	9,1	8,7	8,0	7,1	6,2	5,6	4,3	4,5	4,7
FCFF	3,6	13,8	4,6	20,0	13,0	21,4	27,1	28,8	27,8	25,6
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	1,7	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4
Koszt kapitału własnego	16,4%	15,7%	15,0%	14,8%	14,7%	14,0%	13,9%	14,0%	13,9%	14,2%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
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	50,0%	54,8%	59,6%	61,5%	62,6%	69,1%	70,2%	69,5%	70,1%	67,3%
% długu	50,0%	45,2%	40,4%	38,5%	37,4%	30,9%	29,8%	30,5%	29,9%	32,7%
WACC	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Suma DFCF	99,4									
Wartość rezydualna (TV)	271,3									
Zdyskontowana TV	87,9									
Wartość działalności operacyjnej	187,3									
Gotówka netto	-93,4									
Wartość kapitału własnego	93,9									
Liczba akcji (mln szt.)	14,5									
Wartość 1 akcji (1.07.2009)	6,46 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy analizę 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 6,46 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	-1,0%	6,46	6,82	7,23	7,68	8,20
	-0,5%	6,13	6,46	6,82	7,23	7,69
	0	5,83	6,13	6,46	6,83	7,23
	+0,5%	5,56	5,83	6,13	6,46	6,83
	+1,0%	5,31	5,56	5,83	6,13	6,46

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 Mispolu, czyli Pamapolu i Indykpolu. Jedynie wskaźnik P/E nie mógł być wykorzystany ze względu na ujemne lub bardzo niskie wartości, co zniekształcałoby wycenę. W związku z tym wyceny porównawczej dokonaliśmy również w zestawieniu ze spółkami z GPW operującymi w branży spożywczej w segmencie przetwórstwa rybnego. Wybór ten uzasadniony jest tym, że spółki te charakteryzują się podobną ekspozycją na zmianę kursów walutowych (również są importerem netto), produkują zbliżony produkt (konserwy i dania gotowe), są narażone na podobne wahania cen surowców (przede wszystkim kosztów opakowań, ale również produktów żywnościowych) oraz są podmiotami o zbliżonej wielkości do Mispolu. Wycenę oparliśmy na spółkach Wilbo, Seko i Graal.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT 2009P	EV/EBITDA 2009P	P/E 2009P
Pamapol	16,4	8,2	-
Indykpol	7,7	4,7	-
Wilbo	6,5	4,4	9,3
Seko	12,0	6,6	17,1
Graal	16,8	7,8	16,4
Średnia	11,9	6,3	14,3
Mispol			
wskaźniki dla Mispolu	11,8	7,4	16,9
Implikowana cena 1 akcji	3,90	2,31	3,20
Wagi dla wskaźników	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji	3,14 zł		

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Wycena porównawcza przedstawia wynik poniżej obecnej ceny rynkowej Mispolu. Średnia ważona z implikowanych cen wyliczonych na podstawie opisanych wyżej wskaźników (przy założeniu równych wag) dała wartość jednej akcji spółki Mispol na poziomie 3,14 zł. Jest to efekt słabego wyniku, jaki Grupa osiągnie w tym roku. Jednak w kolejnych latach wyniki Mispolu powinny znacząco się poprawić, co powinno pociągnąć za sobą wzrost notowań 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 Mispolu ustalamy na 4,80 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 **Mispol**.

Tab. Wycena końcowa

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	6,46	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	3,14	50%
wycena Mispol	4,80	
obecna cena akcji	3,80	

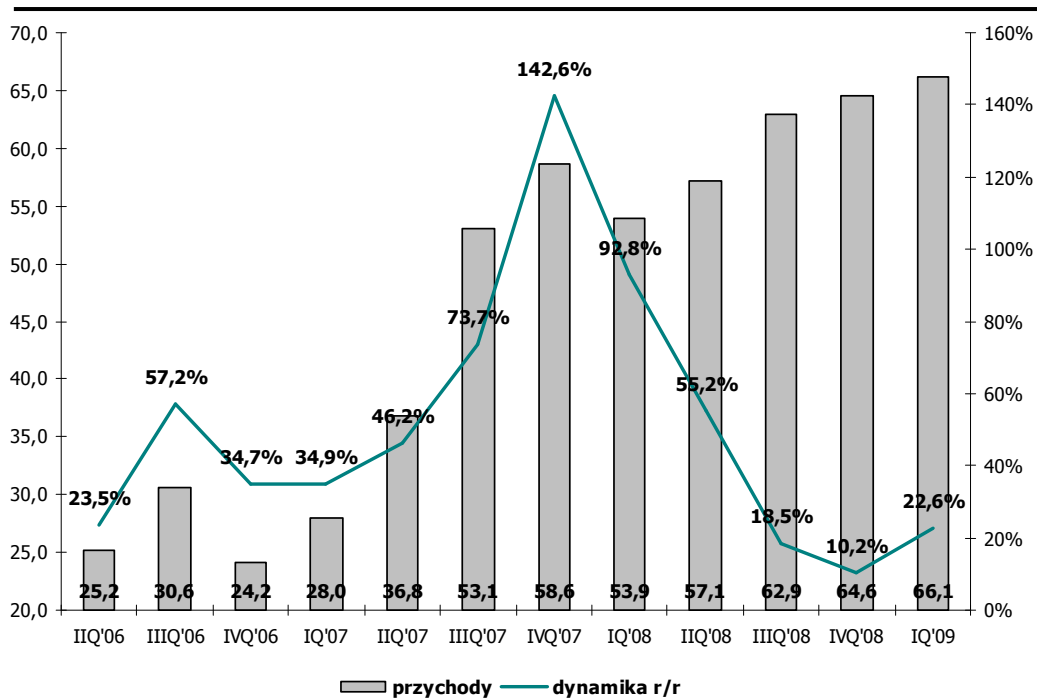
Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Charakterystyczną cechą dla Mispolu jest wysoka dynamika przychodów w ostatnich latach. Opiera się ona zarówno na wzroście organicznym, jak również na przejęciach. Duży przyrost wielkości sprzedaży w 2007 r. jest efektem włączenia spółki Agrovita (od marca) oraz czeskiej Grupy Bono (od drugiej połowy roku) do Grupy Kapitałowej Mispol. Również w 2008 r. częściowy wzrost sprzedaży zawdzięczany jest konsolidowaniu czeskich spółek. Jednak wzrost organiczny postępuje w równie szybkim tempie, co widać po wynikach z pozostałych kwartałów, kiedy również występowała dwucyfrowa dynamika sprzedaży. Tendencja ta będzie zapewne kontynuowana w kolejnych latach.

Rys. Wartość przychodów (mln zł) Grupy Mispol oraz ich dynamika r/r



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

Jeżeli chodzi o wyniki operacyjne, to te w znacznej mierze zależą od notowań cen surowców wykorzystywanych w produkcji, którymi są mięso wieprzowe, pszenica oraz korpusy z kurczaka, a także opakowania. Wzrost wartości przychodów nie szedł w parze z utrzymaniem rentowności operacyjnej, która obniżyła się z ponad 11% w 2006 r. do nieco ponad 3% w ubiegłym roku. Znaczny spadek rentowności był skutkiem niekorzystnych tendencji na rynkach surowcowych (o czym w części „Otoczenie makroekonomiczne”), co przełożyło się na spadek uzyskiwanych marż, gdyż pole do zwiększenia cen produktów jest ograniczone. Większą stabilnością wykazuje się za to wynik EBITDA, który wzrastał dynamicznie aż do ubiegłego roku, kiedy nastąpił jego spadek o 2,3 mln zł. Wynikał on z niższej wartości EBIT, jako że wartość amortyzacji dynamicznie rosła w ostatnich latach. Brak większych inwestycji w bieżącym roku powoduje, że tegoroczna wartość odpisów amortyzacyjnych będzie również zbliżona do 7-8 mln zł.

Tab. Wyniki finansowe Mispolu

	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	100,6	176,4	238,5	279,2
<i>zmiana r/r</i>	<i>40,1%</i>	<i>75,4%</i>	<i>35,2%</i>	<i>17,0%</i>
EBIT	11,4	12,5	7,5	12,6
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>11,3%</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,5%</i>
EBITDA	13,9	17,2	14,9	20,0
Koszty finansowe	2,9	5,7	12,2	14,0
Zysk brutto	9,2	11,2	-1,3	3,7
Zysk netto	8,1	9,2	-1,3	3,3
<i>rentowność netto</i>	<i>8,1%</i>	<i>5,2%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>1,2%</i>
Dług/kapitał własny	0,2	0,7	0,9	1,0
Dług/EBITDA	0,8	3,9	5,8	4,6
EBIT/odsetki	12,3	6,7	1,5	2,0
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,0	2,5	5,4	2,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-24,0	-52,2	-15,2	-3,7
Przepływy z działalności finansowej	39,9	39,2	8,9	-1,3

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Pozycją wyników, która najbardziej zwraca uwagę, jest wartość kosztów finansowych. Obserwowany jest ich dynamiczny wzrost w kolejnych latach, co jest efektem dwóch czynników. Po pierwsze jest to wzrost zadłużenia Grupy, ponieważ kredytem finansowane było przejęcie Grupy Bono. Wzrosło również zadłużenie krótkoterminowe przeznaczone na bieżącą działalność. Wartość płaconych odsetek od kredytów wzrosła niemal 5-krotnie w ciągu dwóch lat. Drugim czynnikiem są różnice kursowe i wycena denominowanych w walutach obcych zobowiązań i aktywów. Mispol jest importerem netto, w związku z czym osłabienie złotego przyczynia się do powstania ujemnych różnic kursowych, pogarszających osiągnięty wynik.

W efekcie wynik netto jest obciążony wysokimi kosztami finansowymi, przez co spada również rentowność netto. Ubiegły rok był pierwszym zakończonym stratą na poziomie netto od 2004 r., co pokazuje, że w stabilnym otoczeniu gospodarczym Mispol jest w stanie osiągać dobre rezultaty. Warto tu także dodać, iż Mispol posiada częściowe zwolnienia podatkowe do 2010 r.

Wielkość zadłużenia Mispolu znacząco wzrosła w ciągu ostatnich dwóch lat. Na koniec pierwszego kwartału całkowity dług odsetkowy netto wynosił 89,2 mln zł. Jest to wartość zbliżona do wielkości kapitałów własnych. Natomiast stosunek zadłużenia do osiągniętych wyników oraz wskaźnik obsługi odsetek osiągnęły już dość niebezpieczne poziomy. W zeszłym roku dług przewyższał wielkość EBITDA prawie 6-krotnie, natomiast odsetki stanowiły już 2/3 wartości zysku operacyjnego. Poziom zadłużenia stanowi największe ryzyko związane ze Spółką, jednak oczekiwana poprawa wyników w bieżącym roku powinna przyczynić się do powrotu powyższych wskaźników do bardziej akceptowalnych poziomów. Ważne jest również, że Mispol nie miał problemu ze zrolowaniem kredytów zapadających w pierwszym i drugim kwartale bieżącego roku, nie nastąpił także istotny wzrost otrzymywanych marż kredytowych. Kredyty są głównie w polskiej walucie, jedynie ich część jest denominowana w dolarach (ok. 6,5 mln zł) i koronach czeskich (ok. 19 mln zł).

Działalność operacyjna Mispolu stale generuje dodatnie przepływy. Natomiast działalność inwestycyjna charakteryzowała się wysokimi wartościami ujemnymi, co było efektem inwestycji finansowych (przejęcia spółek) oraz nakładów inwestycyjnych na zakłady produkcyjne. Działania te potrzebowały finansowania,

które zapewnione zostało przez emisję akcji w 2006 i 2007 r. oraz przez zaciąganie kredytów, co przyczyniło się do wysokich dodatnich sald przepływów z działalności finansowej. W bieżącym roku nie planowane są już znaczące inwestycje, w związku z czym saldo działalności finansowej może być ujemne.

PIERWSZE PÓŁROCZE 2009 R.

W pierwszym kwartale bieżącego roku Mispol nadal działał w bardzo niesprzyjających warunkach makroekonomicznych. Przede wszystkim utrzymywał się wzrostowy trend na cenach mięsa wieprzowego związany ze „świńskim dołkiem”, czyli bardzo niską podażą pogłównia trzody chlewnej. Przetwórcy mięsa są zatem zmuszani do importu surowca z innych krajów, co również jest niekorzystne ze względu na słaby kurs złotego. W konsekwencji nastąpił spadek marży brutto na sprzedaży, ponieważ wyższe ceny surowców nie zostały przerzucone na cenę produktów. Uzyskany w pierwszym kwartale wynik na tym poziomie (25,8%) jest jednym z najniższych w historii Mispolu i znacznie odbiega od zwyczajowego poziomu, który był zbliżony do 30%.

Tab. Wyniki finansowe Mispolu w pierwszym kwartale i prognoza na drugi kwartał 2009 r.

	1Q 2008	4Q 2008	1Q 2009	zmiana r/r	zmiana q/q	2Q 2009P
przychody	53,9	64,6	66,1	22,6%	2,4%	69,8
zysk brutto ze sprzedaży	16,4	18,7	17,1	3,7%	-8,9%	16,3
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>30,5%</i>	<i>29,0%</i>	<i>25,8%</i>	<i>-4,7 p.p.</i>	<i>-3,2 p.p.</i>	<i>23,4%</i>
zysk operacyjny	2,8	-0,9	2,6	-5,6%	-	1,1
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>5,2%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>4,0%</i>	<i>-1,2 p.p.</i>	<i>+5,3 p.p.</i>	<i>1,5%</i>
EBITDA	4,5	1,1	4,7	4,5%	322,8%	2,7
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>8,4%</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-1,2 p.p.</i>	<i>+5,4 p.p.</i>	<i>3,8%</i>
saldo finansowe	-1,9	-4,7	-4,4	131,6%	-6,4%	-1,8
zysk netto	0,7	-5,0	-2,4	-	-	-0,7
<i>rentowność netto</i>	<i>1,3%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-5,0 p.p.</i>	<i>+4,0 p.p.</i>	<i>-1,0%</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Mimo niesprzyjającego otoczenia, udało się poprawić wynik operacyjny w stosunku do poprzedniego kwartału, a marża EBIT wyniosła 4%. Jest to głównie zasługa restrukturyzacji kosztowej przeprowadzonej w Grupie, dzięki której poziom kosztów stałych znacznie się obniżył. W stosunku do ubiegłego roku wynik był jednak nieznacznie gorszy. Natomiast już na poziomie EBITDA wynik był lepszy niż w pierwszym kwartale 2008 r. Te wartości pokazują, że nawet w trudnych warunkach makroekonomicznych Mispol jest w stanie generować przyzwoite wyniki, co dobrze wróży na przyszłość, kiedy otoczenie będzie bardziej sprzyjające.

Niestety, wartość kosztów finansowych przewyższyła w ostatnich kwartałach wypracowany zysk operacyjny, w związku z czym Grupa zanotowała dwa kolejne kwartały ze stratą na poziomie netto. Nadzwyczajny wzrost kosztów finansowych to efekt wysokich kosztów obsługi zadłużenia oraz ujemnych różnic kursowych, które są wynikiem deprecjacji polskiej waluty. W pierwszym kwartale dodatkowo dołożyła się do tego dewaluacja rubla białoruskiego (Mispol posiada spółkę zależną na Białorusi). Udzielona spółce zależnej pożyczka podporządkowana, jak również jej kredyty i zobowiązania, musiały zostać przeliczone po nowym kursie, co spowodowało jednorazowy odpis w wysokości ponad 5 mln zł.

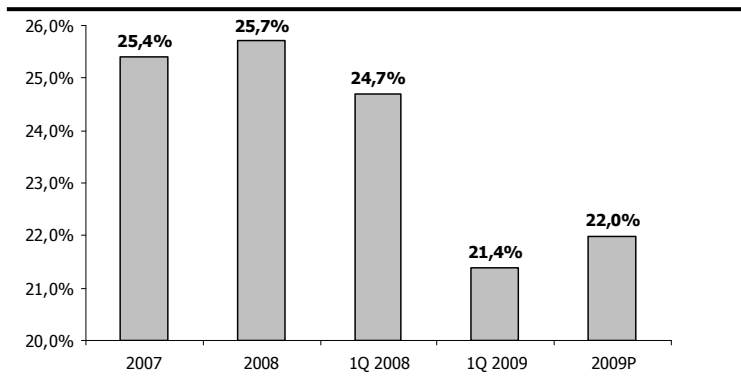
Stabilizacja na rynku walutowym oraz zahamowanie wzrostowej tendencji cen na rynku mięsa wieprzowego powinny przyczynić się do poprawy wyników Mispolu w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Dodatkowo nie będzie on już obciążony jednorazowymi transakcjami. Mimo to wynik drugiego kwartału jeszcze nie będzie satysfakcjonujący ze względu na fakt, że mięso nadal pozostaje drogie a kurs złotego stosunkowo

słaby. Uzyskana marża brutto na sprzedaży może być zatem nawet niższa niż w okresie styczeń-marzec. Poczynione oszczędności w Grupie oraz mniejsze obciążenie kosztami finansowymi spowodują, że strata będzie mniejsza niż w pierwszym kwartale, jednak dodatni wynik powinien pojawić się dopiero w trzecim kwartale.

KOSZTY I EKSPOZYCJA WALUTOWA

Dominującą pozycją kosztów Mispolu są zakupy surowców, czyli koszty zużycia materiałów i energii. W czasie kiedy rosły one dość dynamicznie, Zarząd Mispolu podjął starania o zredukowanie pozostałych kosztów generowanych przez Grupę. Skutkiem tego było ograniczenie stosunku tzw. overheadów, czyli kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o kilka punktów procentowych w stosunku do przychodów. Efekty tych działań widoczne są najbardziej w tym roku. W pierwszym kwartale 2009 r. udział overheadów w przychodach stanowił już tylko 21,4%. Taka redukcja była możliwa dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji oraz dzięki uzyskanym efektom synergii z przejętymi spółkami zależnymi. Pozwala to przypuszczać, że nadmierne obciążenie kosztami nie będzie pogarszać wyników Grupy w kolejnych kwartałach.

Rys. Stosunek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do przychodów

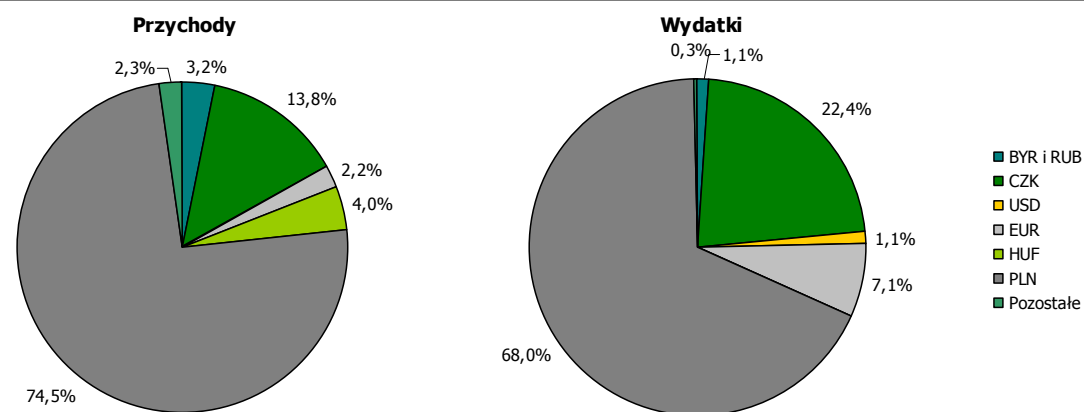


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

P – prognoza BM BGŻ

Istotnym zagadnieniem dla działalności Mispolu jest ekspozycja walutowa. Szczególnie w ostatnich dwóch kwartałach wahania na rynku walutowym mocno odbiły się na wynikach Grupy. Dominującą walutą, zarówno w przychodach jak i w wydatkach jest złoty, jednak netto Mispol pozostaje importerem. Wartość wydatków ponoszonych w walutach obcych przewyższa sprzedaż generowaną w innych walutach niż polska.

Rys. Struktura walutowa przychodów i wydatków



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Dodatkowo Mispol posiada kredyty denominowane w koronach czeskich oraz w dolarach amerykańskich, które w sytuacji osłabienia złotego stają się droższe. Powyższe czynniki sprawiają, że aprecjacja złotego jest korzystniejsza dla Mispolu. W Grupie nie stosowano istotnych zabezpieczeń walutowych w postaci opcji lub forwardów związanych z ekspozycją na ryzyko kursowe.

INWESTYCJE

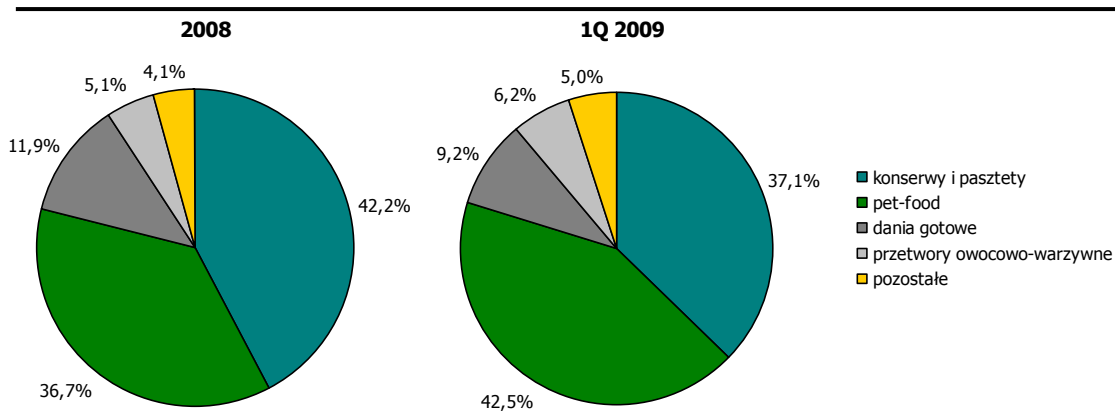
Mispol przeprowadził szeroki program inwestycyjny w trakcie 2008 r. W sumie, we wszystkich spółkach Grupy nakłady inwestycyjne wyniosły prawie 17 mln zł, co pozwoliło na zwiększenie możliwości produkcyjnych, większą elastyczność produkcji, a poza tym usprawniło logistykę oraz magazynowanie wyrobów gotowych przy jednoczesnym zmniejszeniu kosztów działalności. Powyższe inwestycje oraz zapas mocy produkcyjnych w Grupie powodują, że w 2009 r. będą ponoszone jedynie wydatki na nakłady odtworzeniowe.

Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w zakładach Mispolu wynosi od 70 do 80%, co pozwala na znaczne zwiększenie wolumenów produkcji bez ponoszenia nakładów na inwestycje. Jednak dalszy wzrost będzie możliwy dopiero po rozbudowie zakładów. Szacunki Zarządu wskazują, że podwojenie zdolności produkcyjnych konserw i pasztetów będzie wymagało nakładów w wysokości ok. 15 mln zł. Podobna suma jest niezbędna do podwojenia możliwości wytwarzania karmy mokrej dla zwierząt domowych. Wydatki te będą zapewne poniesione w najbliższych latach, gdy zapas wolnych mocy będzie się wyczerpywał.

Działalność operacyjna

Mispol prowadzi działalność operacyjną już od 1997 r. Obecnie Grupa Kapitałowa Mispol, do której włączono kilka przejętych spółek, działa w pięciu segmentach branżowych. Największe znaczenie mają nadal konserwy i pasztety, które w ubiegłym roku stanowiły ponad 42% sprzedaży całej Grupy. Celem Grupy jest osiągnięcie pozycji lidera na rynku konserw i pasztetów, co nie jest odległe od realizacji, ponieważ obecnie Mispol jest w gronie trzech największych producentów w Polsce w tej branży. W ofercie Grupy znajduje się kilkadziesiąt pozycji asortymentowych produkowanych pod markami własnymi, natomiast ok. 40% sprzedaży w tym segmencie stanowią marki sieci handlowych.

Rys. Asortymentowa struktura przychodów Grupy Mispol



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

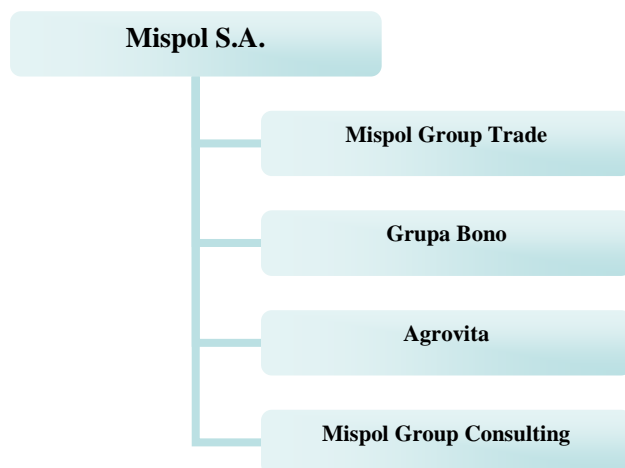
Drugim obszarem działalności Mispolu jest segment karmy dla zwierząt domowych, który rozwijany jest w Grupie bardzo dynamicznie od czasu włączenia w jej struktury czeskich spółek działających w tym segmencie.

W pierwszym kwartale bieżącego roku wartość sprzedaży pet-food była nawet większa niż przychody z konserw i pasztetów. Dalsze perspektywy wzrostu są tu bardzo pozytywne i w kolejnych kwartałach sprzedaż tych produktów może dominować w strukturze przychodów. Mispol oferuje karmę należącą do średniej i ekonomicznej półki cenowej, a większość sprzedaży oferowana jest pod markami sieci handlowych.

Mniejsze znaczenie dla Mispolu mają segmenty dań gotowych oraz przetworów owocowo-warzywnych sprzedawanych pod marką Argrovita, które w sumie generują ok. 15% przychodów Mispolu. Szczególnie przetwory należą do działalności ubocznej, która jest prowadzona w celu wykorzystania mocy produkcyjnych i siły roboczej w sytuacji mniejszego zapotrzebowania na podstawowe produkty Grupy. Pozostałe kilka procent przychodów pochodzi ze sprzedaży usług oraz produktów, towarów i materiałów, które nie kwalifikują się do żadnej z powyższych grup.

Struktura Grupy Kapitałowej Mispol

Rys. Struktura Grupy Kapitałowej Mispol



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Grupa Kapitałowa Mispol posiada w sumie osiem zakładów produkcyjnych. Cztery z nich zlokalizowane są w Polsce, w tym dwa w suwalskiej specjalnej strefie ekonomicznej i dwa w Białymstoku. Pozostałe cztery zakłady znajdują się poza granicami kraju – trzy w Czechach i jeden na Białorusi. Przy czym zakłady należą do różnych spółek zależnych od Mispolu.

Mispol Group Trade posiada dwa z powyższych zakładów, a jej działalność opiera się na obsłudze marketingowej oraz dystrybucji wszystkich produktów Grupy poprzez sieć przedstawicieli handlowych w całej Polsce.

Grupa Bono została zakupiona przez Mispol w połowie 2007 r. za kwotę

36,4 mln zł. Są to trzy czeskie spółki posiadające silną pozycję na rynku karmy dla zwierząt domowych – psów i kotów. W ich posiadaniu znajdują się trzy zakłady produkcyjne w Czechach, odpowiadają one również za sprzedaż i dystrybucję swoich produktów na terenie Polski, Czech i Słowacji.

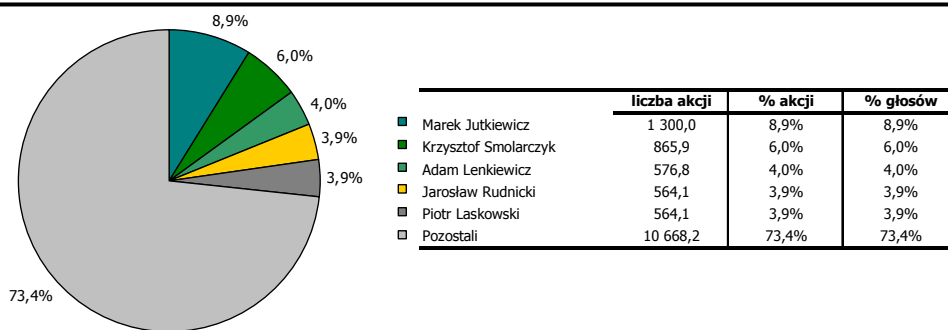
Agrovita, podobnie jak Bono, w 100% należy do Mispolu. Część udziałów w spółce została kupiona za 3,8 mln zł na początku 2007 r. Pozostałe udziały zostały wymienione na akcje nowej emisji, dzięki czemu całość spółki stała się własnością Mispolu. Agrovita zajmuje się produkcją dań gotowych w słoikach i puszkach oraz przetworów owocowych i warzywnych. Jednak jej główną działalnością jest zaopatrywanie pozostałych podmiotów z Grupy.

Mispol Group Consulting nie generuje przychodów, zajmuje się jedynie obsługą podmiotów wchodzących w skład Grupy. Jej działalność koncentruje się na finansach, księgowości i pomocy prawnej. Natomiast spółka ta jest właścicielem spółki zależnej Quinfood posiadającej zakład produkcyjny zlokalizowany w Grodnie na Białorusi, gdzie odbywa się produkcja konserw i pasztetów.

Struktura akcjonariatu

Akcjonariat Mispolu charakteryzuje się dużym rozdrobieniem. Nie znajduje się tu żaden inwestor instytucjonalny, posiadający więcej niż 5% akcji. Akcjonariuszami, do których należą znaczące pakiety, są osoby związane ze Spółką – członkowie Rady Nadzorczej Mispolu. W ostatnich dniach w akcjonariacie ujawnił się Marek Jutkiewicz, który przekroczył próg 5% akcji (obecnie posiada 8,94% i zapowiada zwiększanie swojego zaangażowania). Jest to pozytywna informacja dla Spółki, ponieważ zwiększy się stabilność akcjonariatu Mispolu. Dodatkowo Marek Jutkiewicz może wspomóc Spółkę swoim doświadczeniem oraz kontaktami z branży spożywczej (wcześniej był właścicielem spółki Hoop). Prawie ¾ wszystkich walorów znajduje się w wolnym obrocie, natomiast żadne akcje nie są uprzywilejowane. Duży free-float przyczynia się do wysokiej płynności akcji Spółki oraz powoduje powstawanie spekulacji na temat ewentualnego przejęcia Mispolu.

Rys. Struktura akcjonariatu Mispol



Źródło: Spółka, BM BGZ.

Otoczenie konkurencyjne

Rynek dań gotowych oraz konserw i pasztetów, na którym działa Grupa Mispol, jest bardzo rozdrobiony. Znaczna większość rynku należy do kilku dużych firm (Profi, Drosed, Drop, Sokołów, Łmeat, Animex), natomiast udział produktów Grupy w tych segmentach wynosi ok. 15-18%. Jeszcze większa koncentracja występuje na rynku żywności dla zwierząt domowych, który jest zdominowany przez firmę Mars. W tym segmencie udział produktów Mispolu na polskim rynku wynosi ok. 6-7%. Lepszą pozycję Grupa posiada na rynku czeskim i słowackim.

Na warszawskiej giełdzie notowane są jeszcze dwie spółki o podobnym profilu działalności jak Mispol, pozostające bezpośrednimi konkurentami Grupy. Pamapol koncentruje swoją ofertę na daniach gotowych, konserwach i pasztetach. Makarony Polskie z kolei produkują dania gotowe i przetwory (poprzez spółkę zależną Stoczek). Dodatkowo produkcja makaronu cechuje się podobnymi charakterystykami jak produkcja suchej karmy dla zwierząt. Do zestawienia włączyliśmy jeszcze spółkę Wilbo ze względu na zbliżony segment działalności (produkcja konserw) oraz podobną ekspozycję na zmiany surowców, opakowań i kursów walut. Działalność Indykpolu opiera się na innych produktach (większy udział w ofercie stanowią produkty o krótkim terminie przydatności), w związku z czym do porównania wykorzystaliśmy jedynie rentowności tej spółki.

Przedstawione w tabeli zyski za cztery ostatnie kwartały są obciążone w dużym stopniu transakcjami jednorazowymi, którymi były straty na instrumentach finansowych oraz ujemne różnice kursowe (głównie w przypadku Mispolu i Pamapolu). W związku z tym rentowność kapitałów własnych oraz aktywów była w tym czasie ujemna. Dlatego jeśli chodzi o uzyskiwaną rentowność, należy przeanalizować dłuższy horyzont czasowy.

Na przestrzeni ostatnich czterech lat widać, że rentowność brutto ze sprzedaży porównywalnych spółek z branży mięsnej spada i zbiega do przedziału 20-25%. Mispol charakteryzuje się wyższymi marżami, co może być efektem dużego udziału w sprzedaży (ok. 40%) żywności dla zwierząt, która aktualnie cechuje się wyższą rentownością.

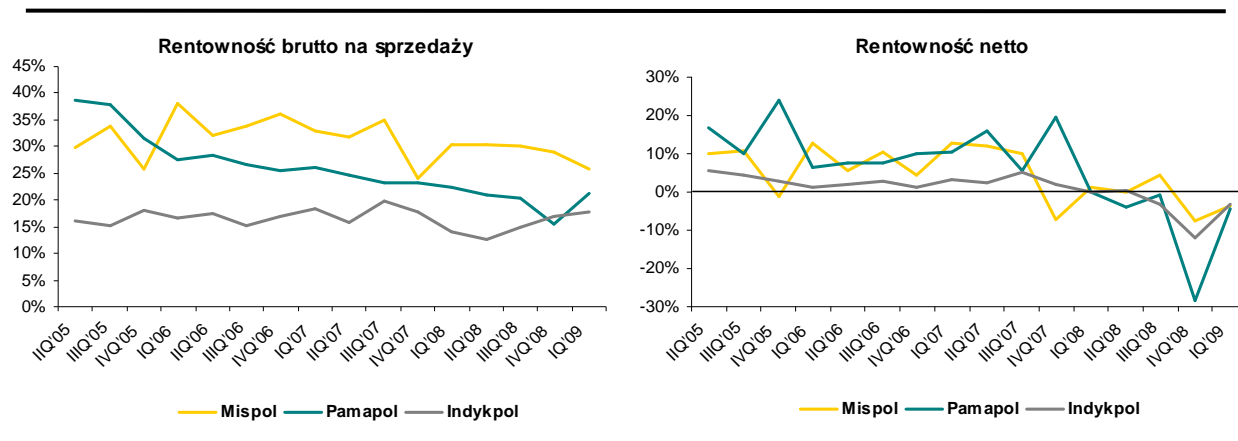
Tab. Wyniki finansowe Mispolu i konkurentów (ostatnie cztery kwartały narastająco)

wskaźnik	Mispol	Pamapol	Wilbo	Makarony Polskie
ROA	-1,9%	-7,8%	2,9%	-0,4%
ROE	-4,9%	-30,4%	4,2%	-0,8%
Dług / EBITDA	5,9	11,1	0,3	5,8
Dług / kapitał własny	1,0	1,4	0,0	0,6
Przychody	250,7	399,2	161,0	94,5
Rentowność brutto na sprzedaży	28,7%	19,7%	25,6%	21,7%
Rentowność EBIT	2,9%	-1,3%	1,9%	1,6%
Rentowność EBITDA	6,0%	3,8%	4,3%	6,1%
Rentowność netto	-1,8%	-8,9%	2,1%	-0,5%
Rotacja zapasów	50,5	82,0	78,9	36,2
Rotacja należności	86,8	103,8	84,2	76,5
Rotacja zobowiązań	65,6	59,6	63,0	81,5
Cykl rotacji gotówki	71,7	126,2	100,1	31,3

Źródło: sprawozdania Spółek, BM BGŻ.

W konsekwencji również rentowność na poziomie zysku operacyjnego i EBITDA jest znacząco wyższa niż w przypadku konkurentów. Natomiast na poziomie netto można zauważyć podobną tendencję jak w przypadku rentowności brutto na sprzedaży, czyli obniżającą się rentowność w kolejnych kwartałach. Tendencja ta zaczęła się od początku ubiegłego roku i jest głównie efektem dwóch czynników. Przede wszystkim jest to spadek zysków na poziomie operacyjnym, wynikający z wysokich cen surowców i opakowań, co negatywnie wpływało na osiągane marże szczególnie w poprzednim roku. Drugim istotnym czynnikiem były straty na instrumentach finansowych i ujemne różnice kursowe, znacznie obciążające wynik netto w ostatnich kwartałach. Doprowadziło to do poważnego obniżenia się rentowności netto, która w ostatnim czasie jest ujemna.

Rys. Rentowność Mispolu na tle konkurentów



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Pogarszające się wyniki operacyjne przyczyniły się również do znacznego wzrostu stosunku zadłużenia do wypracowanych zysków. Szczególnie w przypadku Pamapolu zmiana ta jest bardzo niekorzystna. O ile jeszcze przed rokiem wskaźniki zadłużenia w stosunku do EBITDA wynosiły dla tych spółek od 2 do 5, co było wtedy akceptowalnym poziomem, o tyle ich obecne wartości wskazują na zbyt wysokie zadłużenie. Jedynie Wilbo korzysta z kredytów tylko w niewielkim stopniu, natomiast pozostałe spółki charakteryzują się wysokim współczynnikiem długu do zysku EBITDA. Jednak już w przypadku wskaźnika dług/kapitały własne sytuacja nie wygląda tak niekorzystnie. Poprawa wyników w przyszłości powinna przywrócić bezpieczniejsze poziomy zadłużenia w stosunku do osiągniętych zysków.

Istotne różnice są widoczne także w przypadku rotacji kapitału obrotowego. Mispol charakteryzuje się średnim poziomem rotacji zapasów, należności i zobowiązań. Uzyskiwany cykl rotacji gotówki wynosi 71 dni, co jest dobrym wynikiem w stosunku do Pamapolu czy Wilbo, jednak przykład Makaronów Polskich wskazuje na możliwość poprawy w tym aspekcie.

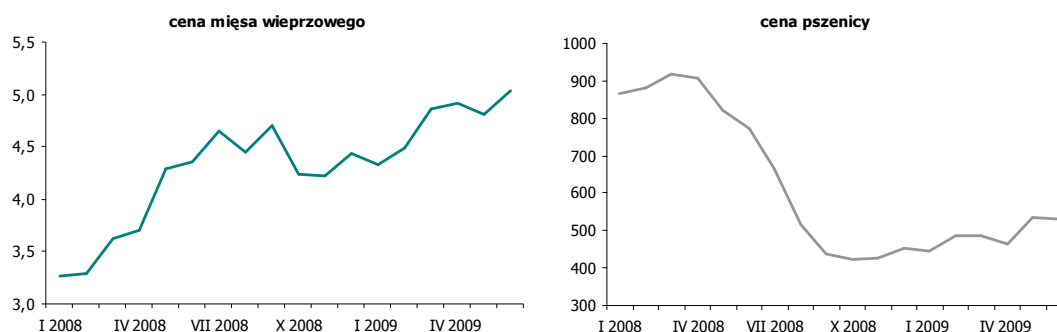
Podsumowując, przeanalizowane wskaźniki dowodzą, że Mispol cechuje się lepszą kondycją finansową niż inne, porównywalne spółki. Czynnikiem niekorzystnym jest jedynie stosunkowo wysoki poziom zadłużenia oraz ujemna rentowność netto w ostatnich dwóch kwartałach. Zakładamy jednak, że w kolejnych kwartałach sytuacja zmieni się na korzyść Mispolu.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Grupa Mispol działa na trzech rynkach – na rynku pasztetów i konserw, karmy dla zwierząt domowych oraz dań gotowych i przetworów owocowo-warzywnych. Wyniki osiągnięte przez Grupę zależą w dużej mierze od notowań surowców wykorzystywanych do wytwarzania produktów. Największą ekspozycję Mispol posiada na ceny mięsa wieprzowego oraz na ceny pszenicy.

Wahania cen tych surowców były znaczne w ostatnich kwartałach. Niekorzystne uwarunkowania występowały przede wszystkim na rynku mięsa wieprzowego, gdzie ze względu na „świński dołek” ceny na polskim rynku są bardzo wysokie (najwyższe od czasu akcesji do Unii Europejskiej), co zostało zobrazowane na poniższym wykresie (średnia krajowa cena mięsa na koniec każdego miesiąca). Dodatkowo do wyższych cen zakupów przyczynia się niski kurs złotego, ponieważ część zapotrzebowania na mięso realizowana jest poza granicami kraju. W efekcie koszt wytworzenia produktów znacznie wzrósł w porównaniu do wcześniejszych okresów. Prognoza Agencji Rynku Rolnego zakłada, że cena mięsa powinna ustabilizować się w kolejnych miesiącach. Zakłada się również, iż pogłowie trzody chlewnej będzie się zwiększać, dzięki czemu ceny mięsa w drugiej połowie roku powinny już zacząć spadać.

Rys. Ceny mięsa wieprzowego (zł/kg) i pszenicy (zł/tonę)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, BM BGŻ.

Zupełnie odwrotnie zachowywały się notowania pszenicy na krajowym rynku, co zaprezentowano na wykresie (średnia krajowa cena pszenicy w transakcjach dla przedsiębiorstw na koniec miesiąca). W okresie największych wzrostów cen mięsa, ceny pszenicy gwałtownie spadały. Również tu Agencja Rynku Rolnego prognozuje jeszcze tylko niewielki wzrost cen w okresie letnim, natomiast jesienią powinny one już się obniżyć.

Zmienność cen na rynku surowców jest bardzo duża, a to bezpośrednio przekłada się na wyniki osiągane przez Mispol. Występuje tu zatem duże ryzyko czynników zewnętrznych, na które Mispol nie ma bezpośredniego wpływu. Korzystne otoczenie makroekonomiczne może przyczynić się do znacznej poprawy wyników, natomiast pogorszenie warunków funkcjonowania będzie dawać efekty zbliżone do ostatnich kwartałów, kiedy Grupa notowała straty.

Perspektywy segmentów, na których działa Grupa są dobre. Szczególnie wyróżnia się tu rynek karmy dla zwierząt domowych, który rozwija się bardzo dynamicznie, osiągając dwucyfrowe tempo wzrostu. Polska zajmuje piąte miejsce w Europie pod względem liczby zwierząt domowych, przy czym obecnie są one tylko w nieznacznym stopniu karmione karmami gotowymi (ok. 15%). W krajach rozwiniętych karma jest dominującym źródłem kalorii dla zwierząt domowych, gdzie jej udział w żywieniu sięga 80 a nawet 90%. Świadczy to o ogromnych możliwościach wzrostu dla tego rynku w ciągu najbliższych lat, a jego obecna wartość przekracza już 1 mld zł.

Rynek dań gotowych i przetworów również rozwija się szybko. Także tutaj porównanie z krajami zachodnimi wskazuje na dużą dysproporcję między wydatkami ponoszonymi na takie produkty (średnia w Europie wynosi 5,7 euro, w Polsce jest to 2,5 euro miesięcznie). Potencjał wzrostu jest zatem bardzo duży, przy czym sprzedaż wielu grup wyrobów charakteryzuje się dużą sezonowością sprzedaży, z przychodami skoncentrowanymi w miesiącach letnich.

Natomiast rynek konserw przestał się rozwijać w ostatnich latach i jego wartość pozostaje stabilna, podobnie jak spożycie konserw na mieszkańca Polski (ok. 1 kg rocznie). Jedyną możliwością wzrostu sprzedaży jest tu zdobywanie większego udziału w rynku i wypieranie produktów konkurentów w zakupach konsumentów, co daje jednak ograniczone pole do rozwoju.

Istotnym ryzykiem jest również zachowanie kursów walutowych w przyszłości. Mispol jest importerem netto, w związku z czym osłabienie złotego powoduje powstawanie ujemnych różnic kursowych oraz zwiększa wartość zadłużenia denominowanego w walutach obcych (choć jego udział w całości zadłużenia nie jest duży). Znaczenie ma również wartość innych walut w stosunku do złotego w związku z posiadaniem aktywów poza granicami kraju. Dewaluacja rubla białoruskiego lub aprecjacja waluty czeskiej i euro również wpływa na sytuację finansową Mispolu.

Zagrożeniem dla wyników Grupy jest silna konkurencja, szczególnie na rynku konserw, pasztetów i dań gotowych. Może ona ograniczać możliwość podniesienia cen w odpowiedzi na wysokie ceny surowców, co uniemożliwi utrzymanie marż na produktach na odpowiednim poziomie, zapewniającym dodatni wynik netto.

Z drugiej strony, obserwowana obecnie stabilizacja na rynku walutowym oraz zahamowanie tendencji osłabiania się polskiej waluty będą korzystnie wpływać na wyniki Mispolu w kolejnych miesiącach. Również na rynku surowcowym nastąpiło wyhamowanie wzrostów cen mięsa oraz pszenicy, a w perspektywie kolejnych miesięcy oczekuje się ich spadku. W związku z tym wyniki Grupy Mispol powinny w kolejnych kwartałach ulec znacznej poprawie.

Tabele i prognozy dla Grupy Mispol

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	208,8	238,0	253,5	269,6	296,4	309,4	331,9
Aktywa trwałe	125,1	138,8	135,1	130,2	136,9	129,2	130,7
Wartości niematerialne i prawne	1,7	1,4	1,2	1,0	1,1	0,7	0,6
Rzeczowe aktywa trwałe	61,9	74,9	71,5	66,8	73,4	66,1	67,6
Aktywa obrotowe	83,7	99,2	118,3	139,4	159,5	180,2	201,2
Zapasy	26,6	34,3	41,1	47,7	54,0	59,7	64,8
Należności krótkoterminowe	50,5	60,8	75,5	87,5	99,0	109,6	119,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	4,6	3,6	1,2	3,7	6,0	10,4	16,9
PASYWA	208,8	238,0	253,5	269,6	296,4	309,4	331,9
Kapitał własny	92,2	92,0	95,2	108,5	123,6	139,1	156,3
Kapitał zakładowy	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kapitał zapasowy	85,2	97,3	96,0	99,2	112,5	127,7	143,1
Zysk netto	9,1	-1,3	3,3	13,3	15,1	15,5	17,2
Zobowiązania i rezerwy	116,5	146,1	158,2	161,1	172,8	170,3	175,7
Zobowiązania długoterminowe	10,0	11,4	10,3	5,8	15,4	12,5	24,5
Zobowiązania krótkoterminowe	102,8	130,4	143,7	151,0	153,1	153,6	146,9
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>67,7</i>	<i>86,9</i>	<i>92,3</i>	<i>86,2</i>	<i>89,3</i>	<i>88,9</i>	<i>77,4</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	176,4	238,5	279,2	323,5	366,2	405,3	440,0
<i>zmiana r/r</i>	<i>75,4%</i>	<i>35,2%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>13,2%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,6%</i>
Koszt sprzedanych prod., tow. i mat.	122,9	167,1	204,3	227,9	259,3	290,6	317,2
Zysk brutto na sprzedaży	53,5	71,4	74,8	95,6	106,9	114,7	122,8
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>30,3%</i>	<i>30,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>29,5%</i>	<i>29,2%</i>	<i>28,3%</i>	<i>27,9%</i>
Koszty sprzedaży	30,7	44,4	45,3	55,7	62,7	68,2	72,6
Koszty ogólnego zarządu	14,1	16,9	16,1	17,7	19,4	21,4	23,5
Zysk (strata) ze sprzedaży	8,7	10,1	13,4	22,2	24,7	25,1	26,7
EBIT	12,5	7,5	12,6	22,2	24,7	25,1	26,7
EBITDA	17,2	14,9	20,0	30,1	33,0	35,3	37,2
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,1%</i>
Saldo z działalności finansowej	-1,3	-8,8	-9,0	-6,2	-6,0	-6,1	-5,5
Zysk (strata) brutto	11,2	-1,3	3,7	16,0	18,7	19,1	21,2
<i>rentowność brutto</i>	<i>6,4%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>1,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,8%</i>
Podatek dochodowy	2,0	0,0	0,4	2,7	3,5	3,6	4,0
Zysk (strata) netto	9,2	-1,3	3,3	13,3	15,1	15,5	17,2
<i>rentowność netto</i>	<i>5,2%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>1,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,9%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,5	5,4	2,6	18,4	20,8	13,9	36,4
Zysk netto	9,2	-1,3	3,3	13,3	15,1	15,5	17,2
Amortyzacja	4,7	7,4	7,4	7,9	8,3	10,2	10,5
Odsetki	1,9	5,0	6,3	6,2	6,1	6,2	5,8
Zmiana kapitału obrotowego	-10,0	-7,3	-14,3	-9,1	-8,7	-18,0	2,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-52,2	-15,2	-3,7	-3,0	-15,0	-2,5	-12,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	7,0	14,9	4,0	3,0	15,0	2,5	12,0
Przepływy z działalności finansowej	39,2	8,9	-1,3	-12,9	-3,5	-7,0	-17,9
Odsetki	-2,0	-5,1	-6,3	-6,2	-6,1	-6,2	-5,8
Kredyty netto	31,8	15,8	5,4	-6,1	3,1	-0,3	-11,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-10,5	-0,9	-2,4	2,5	2,3	4,3	6,5
Środki pieniężne:							
na początek okresu	15,1	4,6	3,6	1,2	3,7	6,0	10,4
na koniec okresu	4,6	3,6	1,2	3,7	6,0	10,4	16,9

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto ze sprzedaży	30,3%	30,0%	26,8%	29,5%	29,2%	28,3%	27,9%
rentowność EBIT	7,1%	3,1%	4,5%	6,9%	6,7%	6,2%	6,1%
rentowność EBITDA	9,8%	6,3%	7,2%	9,3%	9,0%	8,7%	8,5%
rentowność netto	5,2%	-0,6%	1,2%	4,1%	4,1%	3,8%	3,9%
ROA	4,4%	-0,6%	1,3%	4,9%	5,1%	5,0%	5,2%
ROE	9,9%	-1,4%	3,4%	12,2%	12,2%	11,1%	11,0%
dług/aktywa	32,4%	36,5%	36,4%	32,0%	30,1%	28,7%	23,3%
dług/kapitał własny	73,4%	94,5%	96,9%	79,4%	72,2%	63,9%	49,5%
dług/EBITDA	3,9	5,8	4,6	2,9	2,7	2,5	2,1
EBIT/odsetki	6,7	1,5	2,0	3,6	4,0	4,0	4,6
płynność bieżąca	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4
płynność szybka	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
płynność gotówkowa	0,04	0,03	0,01	0,02	0,04	0,07	0,12
rotacja zapasów (dni)	55,0	52,5	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8
rotacja należności (dni)	104,4	93,1	98,7	98,7	98,7	98,7	98,7
rotacja zobowiązań (dni)	84,6	70,8	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7
cykl rotacji gotówki (dni)	74,8	74,8	74,8	74,8	74,8	74,8	74,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,63	-0,09	0,22	0,91	1,04	1,06	1,18
DPS	-	-	-	-	-	-	-
BVPS	6,34	6,32	6,55	7,46	8,50	9,57	10,75
P/E	6,03	-41,38	16,94	4,16	3,65	3,57	3,22
P/BV	0,60	0,60	0,58	0,51	0,45	0,40	0,35
P/S	0,31	0,23	0,20	0,17	0,15	0,14	0,13
EV/EBIT	11,85	19,88	11,75	6,69	6,01	5,91	5,57
EV/EBITDA	8,62	9,97	7,41	4,93	4,50	4,21	3,99
EV/S	0,84	0,62	0,53	0,46	0,41	0,37	0,34

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

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

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

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

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

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

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

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

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

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

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

Obsługa klientów indywidualnych

tel. e-mail

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

makler@bmbgz.pl

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