

North Coast

Ticker: NCT

Kupuj

sektor / branża: Handel hurtowy

ISIN: PLNRTHC00014

1,68 zł
Profil spółki

North Coast zajmuje się importem i dystrybucją żywności z Włoch, posiadając wyłączność na rynku polskim na wiele produktów. Dodatkową aktywnością Spółki jest produkcja serów włoskich w ramach działalności spółki zależnej.

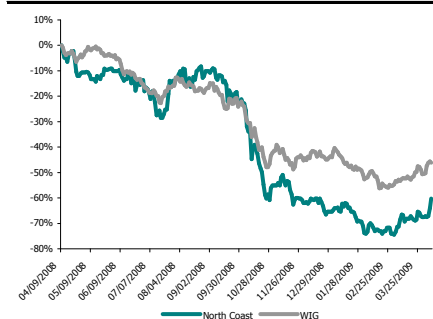
Dane podstawowe

Kurs (7/04/09)	1,15
Wycena DCF (zł)	2,30
Wycena porównawcza (zł)	1,56
Wycena dywidendowa	1,17
Liczba akcji (tys.)	32 000
Kapitalizacja (mln zł)	36,8
EV (mln zł)	68,5

Notowania **NCT**

max cena 52 tygodnie (zł)	3,04
min cena 52 tygodnie (zł)	0,70
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	40,5

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Silvano Fiocco	26,6%	32,1%
Giorgio Pezzolato	26,6%	32,1%
OFE PZU	6,9%	5,2%
Claudius Hilla	0,2%	0,2%
free float	39,8%	30,3%


Analitik:
Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2009 r.

W pierwszym kwartale 2009 r., podobnie jak w ostatnim kwartale poprzedniego roku, North Coast musiał stawić czoła niekorzystnym uwarunkowaniom makroekonomicznym. Gwałtowne osłabienie polskiej waluty, kontynuowane również w tym roku, przyczyniło się do znacznego osłabienia wyników. Wzrost wartości zobowiązań denominowanych w euro spowodował znaczne pogorszenie wyniku na działalności finansowej, zmniejszając w dużym stopniu wynik netto. Spółka nie zabezpieczyła się żadnymi instrumentami pochodnymi, nie stosuje takich strategii również teraz.

Ostatni kwartał 2008 r. zakończył się stratą na poziomie 1,3 mln zł, natomiast w całym roku Spółka osiągnęła 4,1 mln zł zysku netto. Ze względu na fakt, że deprecjacja złotego w tym roku nie jest już tak silna oraz że Spółce udało się w pewnym zakresie poprawić warunki zakupowe (lepsze ceny, dłuższe terminy płatności), wynik pierwszego kwartału nie powinien być aż tak zły i Spółka osiągnie niewielki zysk.

Typowy dla North Coastu jest stały, dynamiczny wzrost przychodów. Również w ubiegłym roku Spółka zanotowała 17% przyrost sprzedaży. Początek tego roku nie jest tak dobry i wielkość przychodów będzie prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego. Natomiast w całym roku wartość przychodów osiągnie zdecydowany wzrost, jednak będzie to zasługa nie sprzedaży importowej, która będzie stabilna, ale rozszerzenia działalności o produkcję włoskich serów - mozzarella i ricotta.

Nowa działalność - mleczarnia Latteria Tinis

W kwietniu Spółka rozpocznie działalność produkcyjną, dywersyfikując swoje przychody oraz zmniejszając ryzyko działalności. Planowane pierwotnie na czwarty kwartał rozpoczęcie produkcji zostało przesunięte ze względu na większe zaangażowanie w prace modernizacyjne zakupionej mleczarni, które pozwolą jednak uniknąć konieczności remontów przez kilka lat.

Produkcja odbywać się będzie w ramach działalności spółki zależnej Latteria Tinis, w której udziały posiadają również partnerzy Spółki - włoski producent serów Alival. Oprócz dostarczenia know-how zapewnią oni zbyć na całość produkcji serów. W początkowej fazie sprzedaż kierowana będzie bowiem jedynie na eksport, głównie do Włoch i Niemiec. Przy obecnych poziomach kursu EUR/PLN, bardzo korzystnych cenach mleka oraz pewności odnośnie odbioru produktów, działalność powinna być rentowna od samego początku.

Oprócz dywersyfikacji źródeł przychodów, nowa działalność zapewni Spółce naturalne zabezpieczenie przed wahaniami kursów walutowych. Przychody z eksportu będą w dużym stopniu kompensować zobowiązania związane z importem towarów. W związku z tym wyniki Spółki powinny być bardziej stabilne. W bieżącym roku moce produkcyjne mleczarni będą wykorzystane mniej więcej w połowie, natomiast pełne zdolności produkcyjne osiągnięte będą od przyszłego roku, co pozwoli na dynamiczny wzrost sprzedaży w okresie najbliższych kilku kwartałów.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny metodą DCF implikują wartość jednej akcji North Coast na poziomie 2,30 zł. Natomiast porównanie wskaźników Spółki z innymi giełdowymi podmiotami działającymi w segmencie handlu hurtowego i importu dało wycenę North Coast na poziomie 1,56 zł. Dodatkowo ustaliliśmy cenę akcji na podstawie wyceny dywidendowej w wysokości 1,17 zł. Na podstawie powyższych wycen, nadając im równą wagę, ustalamy cenę docelową na poziomie 1,68 zł. Ponieważ cena docelowa znacznie przewyższa cenę rynkową, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla North Coast.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	105,8	123,8	167,0	212,8	227,8	237,3
zmiana r/r (%)	21,7%	17,0%	34,8%	27,5%	7,0%	4,2%
EBITDA	10,5	11,8	14,8	20,9	23,1	22,7
EBIT	8,6	9,1	8,9	14,3	16,2	15,6
marża EBIT (%)	8,1%	7,4%	5,4%	6,7%	7,1%	6,6%
Zysk netto	7,0	4,1	4,3	7,1	9,1	8,9
marża netto (%)	6,6%	3,3%	2,5%	3,4%	4,0%	3,8%
EPS (zł)	0,22	0,13	0,13	0,22	0,28	0,28
DPS (zł)	0,12	0,16	0,04	0,07	0,11	0,14
P / E	5,2	9,0	8,7	5,2	4,1	4,1
EV / EBITDA	6,6	5,8	4,6	3,3	3,0	3,0

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki wykonano za pomocą:

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

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 oparta o dywidendę wypłacaną przez spółkę bazuje na zdyskontowanych płatnościach dla akcjonariuszy.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki North Coast w wysokości 71,8 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 2,30 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 6%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (7%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych, które kształtują się na poziomie połowy amortyzacji; nie zakładamy inwestycji zwiększających moce produkcyjne mleczarni w przyszłości ani rozbudowy zaplecza logistycznego w segmencie dystrybucji;
- wielkość zadłużenia spółki będzie się zmniejszać zgodnie z harmonogramem spłaty kredytu inwestycyjnego;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie przyjęto wypłatę dywidendy w wysokości 30% zysku netto za 2008 r. oraz 50% zysku netto począwszy od 2010 r.;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na poziomie z ostatniego roku (odpowiednio 39, 77 i 86 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wycena nie uwzględnia dotacji, jaką Spółka może otrzymać w związku z zakończoną inwestycją w mleczarnię w wysokości do 9 mln zł ze względu na niepewność jej wpływu;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 8.04.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF – North Coast

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	167,0	212,8	227,8	237,3	247,3	257,7	268,5	279,9	291,7	304,1
EBIT	8,9	14,3	16,2	15,6	14,8	15,7	15,6	15,7	15,6	18,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	7,2	11,6	13,2	12,6	12,0	12,7	12,7	12,7	12,6	14,8
Amortyzacja	5,8	6,6	6,8	7,1	7,5	6,0	6,3	6,5	6,9	4,4
CAPEX	7,0	2,3	2,6	2,7	2,9	3,0	2,4	3,1	4,9	4,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	4,2	5,4	7,5	4,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
FCFF	1,8	10,4	9,8	12,8	15,5	14,5	15,3	14,7	13,2	13,3
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Koszt długu	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	57,7%	57,3%	63,8%	69,3%	74,2%	79,0%	83,9%	88,7%	93,3%	96,2%
% długu	42,3%	42,7%	36,2%	30,7%	25,8%	21,0%	16,1%	11,3%	6,7%	3,8%
WACC	10,4%	10,3%	10,9%	11,3%	11,7%	12,1%	12,5%	12,9%	13,3%	13,5%
Suma DFCF	65,5									
Wartość rezydualna (TV)	116,6									
Zdyskontowana TV	38,0									
Wartość działalności operacyjnej	103,5									
Gotówka netto	-31,7									
Wartość kapitału własnego	71,8									
Liczba akcji (mln szt.)	32,0									
Wartość 1 akcji (8.04.2009)	2,30 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy analizę wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości współczynnika beta oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się niewielką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości współczynnika beta. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 2,30 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia – North Coast

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	1,1	2,49	2,56	2,64	2,72	2,81
	1,2	2,34	2,40	2,46	2,53	2,61
	1,3	2,19	2,25	2,30	2,36	2,43
	1,4	2,06	2,11	2,16	2,21	2,27
	1,5	1,94	1,98	2,03	2,07	2,12

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Wyceny porównawczej dokonaliśmy

w zestawieniu z pozostałymi spółkami z GPW operującymi w segmencie handlu hurtowego, które zajmują się głównie importem produktów spożywczych i ich dystrybucją na terenie kraju. Spółki te charakteryzują się podobną ekspozycją na zmianę kursów walutowych, a także na wahania popytu. Poniżej znajduje się krótki opis działalności tych spółek.

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

Helio również zajmuje się importem, konfekcjonowaniem oraz dystrybucją orzechów, owoców suszonych, pestek i ziaren. Głównymi odbiorcami bakalii są sieci handlowe oraz największe hurtownie spożywcze. Produkty sprzedawane są głównie pod markami Bona, Słoneczne Owoce i Helio.

Ambra jest importerem oraz producentem i dystrybutorem win w Europie Środkowej i Wschodniej, przy czym niemal ¾ działalności prowadzone jest na terytorium Polski. Spółka jest właścicielem wielu znanych marek (m. in. Dorato, Cin&Cin) oraz sprowadza alkohole od największych producentów z różnych części świata. Głównymi odbiorcami są sieci handlowe, hurtownie i placówki gastronomiczne.

Atlanta Poland jako podstawową działalność prowadzi handel zagraniczny, polegający na sprowadzaniu do Polski orzechów, suszonych owoców i innych bakalii oraz substancji wykorzystywanych do produkcji wyrobów czekoladowych i słodczy. Spółka zakupuje produkty bezpośrednio w kraju pochodzenia.

Tab. Wycena porównawcza w zestawieniu ze spółkami krajowymi – North Coast

Spółka	EV/EBIT 2008	EV/EBITDA 2008	P/E 2008
Atlanta	13,1	8,8	-
Ambra	17,0	8,9	-
Bakalland	6,2	5,3	11,8
Helio	5,1	4,6	6,3
Średnia	10,3	6,9	9,1
North Coast			
Wartość wskaźnika	7,5	5,8	9,0
Implikowana cena 1 akcji	1,96	1,55	1,16
Wagi dla wskaźników	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji	1,56		

Źródło: BM BGŻ.

W zestawieniu ze spółkami o podobnym profilu działalności, North Coast wypada korzystnie, a wycena oparta o wspomniane wyżej wskaźniki wskazuje na cenę jednej akcji Spółki na poziomie 1,56 zł. Szczególnie atrakcyjnie kształtuje się wycena bazująca na wskaźnikach EV/EBIT i EV/EBITDA, ale również całościowa wycena, w której wszystkie wskaźniki mają równe wagi, wskazuje na niedowartościowanie Spółki.

Wycena dywidendowa

North Coast należy do spółek, które regularnie wypłacają dywidendę akcjonariuszom. W związku z tym możliwe jest w przypadku tej spółki wykorzystanie metody dywidendowej do wyceny akcji. Dyskontując przepływy otrzymane w kolejnych latach, otrzymaliśmy bieżącą wartość akcji na poziomie 1,17 zł, co nieznacznie przewyższa obecne notowania na rynku. Dodatkowo dywidenda wypłacana w tym roku może być znacznie wyższa niż w prognozie w przypadku otrzymania dotacji lub sfinalizowania sprzedaży nieruchomości, co nie zostało uwzględnione w wycenie.

Tab. Wycena metodą dywidendową – North Coast

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Dywidenda	1,2	2,1	3,6	4,5	4,5	4,4	4,9	4,9	4,9	4,5
Mnożnik dyskonta	1	0,91	0,82	0,73	0,66	0,59	0,52	0,46	0,41	0,36
Wartość bieżąca	1,2	1,9	2,9	3,3	2,9	2,6	2,6	2,3	2,0	1,6
Suma bieżących wartości wypłat	23,3									
Wartość rezydualna (TV)	39,2									
Zdyskontowana TV	14,1									
Wartość North Coast	37,4									
Liczba akcji (mln)	32,0									
Wartość 1 akcji	1,17 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF, z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi oraz z wyceny dywidendowej, nadając wszystkim wartościom równe wagi (33%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla North Coast ustalamy na 1,68 zł. Z uwagi na to, że cena docelowa różni się do ceny rynkowej o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla North Coast.

Tab. Wycena końcowa – North Coast

	wycena 1 akcji waga	
metoda DCF	2,30	33%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	1,56	33%
metoda dywidendowa	1,17	33%
wycena North Coast	1,68 zł	
obecna cena akcji	1,15 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Grupy North Coast

Wyniki finansowe

Rok 2008 był trudny dla Grupy North Coast. Szczególnie czwarty kwartał przyczynił się do znacznego pogorszenia wyników, na które największy wpływ miał kurs walutowy. Pod względem przychodów nastąpił wzrost o 17% w stosunku do 2007 r., dzięki czemu podtrzymana została tendencja wysokiego tempa wzrostu sprzedaży, która występuje w North Coast od wielu lat. W bieżącym roku katalizatorem wzrostu przychodów będzie, oprócz sprzedaży hurtowej, zmodernizowana mleczarnia produkująca włoskie sery (poprzez spółkę zależną Latteria Tinis).

Grupie udaje się regularnie uzyskiwać wysokie marże na sprzedaży towarów. W ubiegłych latach sięgała ona nawet 40% i charakteryzowała się dużą stabilnością. Rosnący udział produkcji serów w przychodach będzie przyczyniał się do zmniejszenia się marży wyrażonej jako procent przychodów. Działalność produkcyjna nie jest w stanie przynosić tak dużych narzutów na koszty.

Tab. Skonsolidowane wyniki finansowe North Coast

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	87,0	105,8	123,8	167,0
<i>zmiana r/r</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>34,8%</i>
EBIT	9,8	8,6	9,1	8,9
<i>marża operacyjna</i>	<i>11,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,4%</i>
EBITDA	10,5	10,5	11,8	14,8
Zysk brutto	10,2	9,2	5,2	5,6
Zysk netto	8,2	7,0	4,1	4,3
<i>marża netto</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>2,5%</i>
Dług/kapitał własny	0,0%	22,8%	73,4%	74,6%
Dług/EBITDA	0,0%	98,3%	270,7%	237,1%
Odsetki/ EBIT	1,7%	3,1%	24,3%	26,2%
Przepływy z działalności operacyjnej	5,1	-5,1	14,5	8,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,8	-23,1	-27,3	-7,0
Przepływy z działalności finansowej	16,6	7,0	12,5	-0,6

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Mimo rosnących przychodów zysk z działalności operacyjnej w ostatnich kilku latach był na podobnym poziomie, czego efektem jest spadek marży operacyjnej. Przyczyną takiego stanu jest głównie wzrost kosztów sprzedaży. Wynika on przede wszystkim z faktu włączenia do Grupy części produkcyjnej, która dotychczas nie była rentowna. Przekładało się to na wzrost kosztów, nie poprawiając jednocześnie zyskowności całej Grupy Kapitałowej North Coast. Zgodnie z założeniami produkcja serów ma być rentowna już od momentu rozpoczęcia produkcji po modernizacji zakładu, co powinno zahamować spadek rentowności Grupy i przyczynić się do jej wzrostu od przyszłego roku.

Stabilność zysku EBIT kompensowana jest wzrostem wartości EBITDA. Prowadzone inwestycje przyczynią się do znacznego zwiększenia odpisów amortyzacyjnych już od tego roku, w związku z czym marża EBITDA nie będzie się zmniejszać, a jej wartość jest stale zbliżona do 10%.

Tym, co najbardziej wpłynęło na wyniki North Coast, były koszty finansowe. W 2007 r. wynik netto na działalności finansowej przyczynił się do wzrostu zysku Grupy o 0,6 mln zł. Natomiast ubiegły rok zakończył się stratą w tej części w wysokości 4 mln zł. Złożyły się na to dwa czynniki. Przede wszystkim były to ujemne różnice kursowe związane ze zobowiązaniami denominowanymi w euro. North Coast jako bezpośredni importer produktów włoskich posiada zobowiązania wobec swoich partnerów, które regulowane są po kilkudziesięciu dniach od dokonania zakupów. W związku z tym gwałtowna deprecjacja polskiej waluty w czwartym kwartale przyczyniła się do skokowego wzrostu wartości tych płatności. Ponieważ ceny oferowane odbiorcom są ustalone na długie okresy, wzrost kosztów nie mógł być przerzucony na klienta. North Coast nie zdecydował się na stosowanie zabezpieczeń poprzez instrumenty pochodne.

Drugim czynnikiem jest wzrost zadłużenia w Grupie, będący efektem prowadzonych inwestycji. North Coast dąży do posiadania jak najniższego zadłużenia, a jego obecny wzrost wynika z dużych nakładów wymaganych do uruchomienia produkcji serów i obciąża ono spółkę zależną Latteria Tinis. W związku z tym pojawiły się spore koszty odsetek (ponad 1 mln zł), które jednak będą zmniejszać się wraz z redukcją zadłużenia w kolejnych latach, postępującą wraz ze spłatą kolejnych rat kredytu.

Powyższe czynniki spowodowały, że zysk netto wyniósł jedynie 4,1 mln zł, czyli o 40% mniej niż rok wcześniej (7 mln zł). W efekcie rentowność netto spadła do 3,3%, co jest dobrym wynikiem dla sektora handlowego, jednak znacząco odbiega od rentowności osiąganey w poprzednich latach. Stabilizacja kursów walutowych oraz pozytywny wpływ wyników mleczarni powinny sprzyjać poprawie rentowności North Coast w kolejnych latach.

Grupa zakończyła rok z dodatnimi przepływami z działalności operacyjnej. Wzrost zobowiązań wynikał w większej mierze ze zmian kursu walutowego niż z wydłużania terminów płatności, dlatego nie miał wpływu na wartość przepływów operacyjnych, ponieważ ten sam czynnik obniżył wielkość zysku netto. W pierwszym kwartale tego roku North Coast prowadził negocjacje z dostawcami mające na celu poprawę warunków zakupowych, zarówno pod względem cen, jak również terminów płatności. W wielu przypadkach udało się zmienić dotychczasowe warunki, jednak North Coast traktuje to jako rozwiązanie krótkoterminowe. W związku z tym rotacja zobowiązań będzie się skracać w kolejnych kwartałach.

Działalność inwestycyjna to przede wszystkim inwestycje w modernizację mleczarni, która pochłonęła w sumie ok. 8 mln euro w tym oraz w ubiegłym roku. Obecnie jest ona już na wykończeniu, a wysoki standard zastosowanych rozwiązań pozwoli uniknąć wysokich nakładów odtworzeniowych. Dodatkową inwestycją był zakup kamienicy w Krakowie z przeznaczeniem na kawiarnię, co kosztowało North Coast ok. 15 mln zł (14 mln za nieruchomość i 1 mln na remont). Obecnie rozważana jest sprzedaż całej nieruchomości lub jej część.

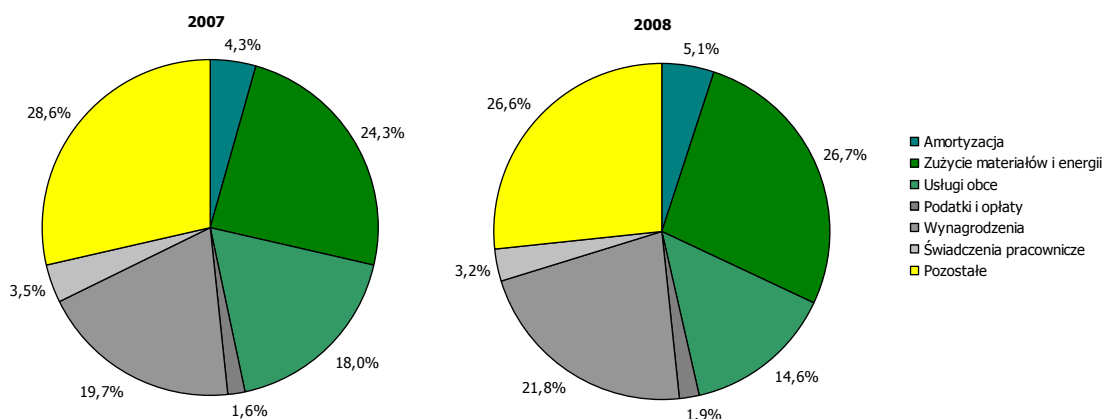
Działalność finansowa cechowała się dodatnimi przepływami w ostatnich latach, co było efektem emisji akcji oraz zaciągania kredytów inwestycyjnych. Od tego roku pozycja ta będzie wskazywać wartości ujemne ze względu na rozpoczęcie spłat kredytów oraz regularnie wypłacaną dywidendę. North Coast bowiem rokrocznie przeznaczają dużą część zysku do podziału między akcjonariuszy. W prospekcie przewidziano stosunek dywidendy do zysku netto na poziomie 30%. Wpływ dotacji (o czym niżej) lub udana transakcja sprzedaży nieruchomości mogą dodatkowo znacząco zwiększyć wypłatę środków z North Coast.

Poziom zadłużenia w Grupie nie jest wysoki. North Coast wykorzystuje jedynie część z przyznanej linii kredytowej (kilka milionów), natomiast prawie cały dług prezentowany obecnie w sprawozdaniach pochodzi ze spółki zależnej Latteria Tinis, która finansuje w ten sposób nakłady ponoszone w związku z przygotowaniem mleczarni do produkcji włoskich serów. Wielkość długu w stosunku do kapitałów własnych oraz EBITDA, jak również stosunek odsetek do zysku operacyjnego nie wskazują na podwyższone ryzyko. Wartości tych wskaźników zaczną poprawiać się od bieżącego roku, w którym to zaczyna się harmonogram spłat kolejnych rat.

STRUKTURA KOSZTÓW

Struktura kosztów w Grupie jest dość nietypowa jak dla działalności handlowej. Zwraca uwagę duży udział kosztów zużycia materiałów i energii. Wynikają one z faktu, że mleczarnia zakupiona w 2007 r. była od tego czasu konsolidowana, stąd koszty produkcyjne przyczyniły się do tak dużej wartości tej pozycji. Jej znaczenie będzie się zwiększać wraz ze wzrostem udziału przychodów z produkcji w całości sprzedaży.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych North Coast w latach 2007 i 2008



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Dużą rolę odgrywają również pozostałe koszty rodzajowe, na które składają się przede wszystkim wydatki marketingowe. Ich udział jest proporcjonalny w stosunku do osiąganych przychodów. Wzrasta także wartość amortyzacji. Jednak dopiero w tym roku Grupa zacznie odpisywać wartość nakładów poniesionych na modernizację mleczarni. W związku z tym odpisy od tego roku będą kilkukrotnie większe niż w poprzednich latach. Pozostałe pozycje charakteryzują się względnie stałym poziomem.

INWESTYCJE

Obiektem, na którym skupiały się inwestycje ostatnich miesięcy w Grupie, była mleczarnia należąca do spółki zależnej Latteria Tinis. Całkowite nakłady poniesione w związku z remontem i modernizacją budynku oraz zakupem linii do produkcji włoskich serów szacowane są na 8 mln euro. Większość tej kwoty została wydana już w poprzednim roku, na ten rok pozostała ok. 1/3 inwestycji. Prace zostały już ukończone i na przełomie kwietnia i maja ruszy proces produkcyjny.

Inwestycja była finansowana głównie kredytem przy udziale środków własnych na poziomie 20%. Harmonogram spłat zakłada, że kredyt będzie spłacany przez ponad pięć lat. Duże nakłady inwestycyjne poniesione w związku z mleczarnią przyczynią się do znacznego zwiększenia odpisów amortyzacyjnych w kolejnych latach (o ok. 5-6 mln zł). Natomiast wysokie zaawansowanie prac modernizacyjnych oraz zastosowanie maszyn wysokiej jakości pozwoli uniknąć nakładów odtworzeniowych w najbliższych latach.

North Coast stara się o dotację unijną na pokrycie kosztów tej inwestycji w ramach „Programu Rozwoju Obszarów Wiejskich 2007-2013”. Nadal wypełniane są wymagane formalności, a ostateczna decyzja o przyznaniu środków powinna zapaść do końca kwietnia. North Coast ma szansę otrzymać nawet 9 mln zł, co stanowiłoby dodatkowy przepływ dla Grupy, który nie był uwzględniany w planach. Ze względu na niepewność odnośnie decyzji dotacja ta nie była uwzględniana w wycenie Spółki.

Drugim obszarem wymagającym ponoszenia nakładów inwestycyjnych jest sieć kawiarni Espressamente Illy. W 2008 r. została otwarta jedna kawiarnia w Warszawie. Plany Grupy zakładały również drugie otwarcie,

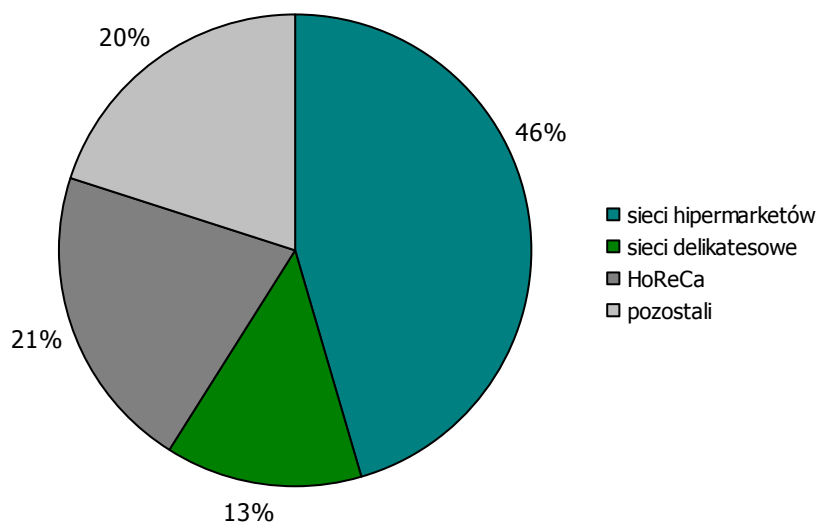
jednak do tej pory do niego nie doszło. Zakupiona za 14 mln zł kamienica w Krakowie, w której miał się mieścić lokal, została wyremontowana nakładem ok. 1 mln zł. Sytuacja makroekonomiczna skłoniła Zarząd do zmiany podejścia i obecnie rozważana jest sprzedaż całej kamienicy lub jej części niezwiązanej z kawiarnią. Jeśli uda się sprzedać nieruchomość, plany rozwoju sieci zostaną odłożone na przyszłość. Natomiast brak nabywcy może spowodować, że kawiarnia jednak ruszy. Inwestycje w sieć kawiarni finansowane były ze środków własnych oraz z linii kredytowej.

Działalność operacyjna

North Coast działa w Polsce już od 1992 r. Od początku działalności Spółka zajmuje się importem markowych produktów spożywczych wysokiej jakości pochodzących głównie z Włoch, na czym opierał się dotychczasowy rozwój. Obecnie North Coast jest dystrybutorem na rynek polski dla ponad 70 producentów, a w ofercie znajduje się ponad 1300 produktów. Przy czym North Coast posiada wyłączność na do Polski wszystkich oferowanych produktów, co zapewnia mu silną pozycję w stosunku do odbiorców. North Coast jest jedynym importerem, który sprowadza do Polski zarówno produkty sypkie, jak również mrożonki i świeże produkty.

North Coast rozwija się jedynie poprzez wzrost organiczny, poszerzając bazę swoich odbiorców oraz oferowany asortyment. Zaplecze logistyczne dla działalności Spółki stanowi pięć magazynów zlokalizowanych w całej Polsce (w Gdańsku, Poznaniu, Krakowie, Wrocławiu i Pruszkowie). Jedyny własny magazyn znajduje się w Krakowie, reszta powierzchni jest wynajmowana, w tym między innymi w Pruszkowie, gdzie znajduje się siedziba Spółki oraz główny magazyn.

Rys. Struktura odbiorców towarów importowanych



Źródło; Spółka, BM BGŻ.

Odbiorców importowanych przez North Coast towarów można podzielić na cztery grupy. Największy udział w tej strukturze mają sieci supermarketów, które zapewniają duży wolumen zakupów. Spółka współpracuje m. in. z takimi sieciami jak Carrefour, Macro, Real, Tesco, Kaufland, Auchan, Champion, Selgros.

Rosnącego znaczenia nabierają sieci delikatesowe i mniejsze supermarkety. Chcąc oferować produkty premium adresowane do bardziej zamożnych klientów, zmuszone są do zaopatrywania się w importowane towary wysokiej jakości, do których należy włoska żywność. Odbiorcami Spółki są m. in. Alma, Bomi, Piotr i Paweł, Stokrotka, Berti, Polo Market.

Bardzo ważnym segmentem dla North Coast jest tzw. HoReCa, do którego zaliczają się restauracje, hotele oraz firmy cateringowe. Partnerami Spółki są liczne polskie restauracje oraz sieci hoteli, które generują wysoki popyt na zagraniczne produkty oferowane ich klientom.

Ostatnia grupa składa się z pozostałych odbiorców, którymi są przede wszystkim niezależne detaliczne sklepy spożywcze i inni klienci. Ich udział w strukturze nieznacznie się zmniejsza w ostatnich latach, głównie na rzecz segmentu HoReCa.

Nowe segmenty działalności – mleczarnia Latteria Tinis oraz kawiarnie Espressamente Illy

Oprócz działalności dystrybucyjnej North Coast zaangażował się również w produkcję. Spółka kupiła mleczarnię, która dużymi nakładami inwestycyjnymi została przystosowana do produkcji włoskich serów mozzarella i ricotta. Inwestycja jest prowadzona poprzez spółkę zależną Latteria Tinis, w której North Coast posiada obecnie 80% udziałów. Pozostałe udziały należą do partnera North Coast – Alival s.a., która oprócz kapitału wniesie know-how potrzebny do produkcji.

Przeprowadzone inwestycje pozwolą przetwarzać do 150 tys. litrów mleka dziennie, choć w tym roku całkowite moce produkcyjne nie będą wykorzystane i będą wynosić 50-100 tys. litrów dziennie. Mleczarnia będzie zatrudniać ok. 40 osób, natomiast partnerzy Spółki zapewnią odbiorców na całość produkcji. Początkowo 100% produktów kierowanych będzie na eksport, głównie do Włoch i do Niemiec. W przyszłości będą prowadzone rozmowy mające na celu znalezienie odbiorców również na polskim rynku. Warto zaznaczyć, że zdolności produkcyjne Latteria Tinis mogłyby pokryć całkowite zapotrzebowanie w Polsce na tego typu produkty.

Początkowe założenia wskazywały czwarty kwartał 2008 r. jako moment rozpoczęcia produkcji, jednak ze względu na poszerzenie prac modernizacyjno-remontowych początek działalności nastąpi dopiero na przełomie kwietnia i maja. Zapewnienie zbytu na produkcję od początku produkcji powoduje, że mleczarnia już w tym roku powinna być rentowna i będzie przyczyniać się do poprawy wyników Grupy North Coast.

Całkowite nakłady poniesione w związku z remontem i modernizacją budynku oraz zakupem linii do produkcji włoskich serów szacowane są na 8 mln euro. Większość tej kwoty została wydana już w poprzednim roku, na ten rok pozostała ok. 1/3 inwestycji. Prace zostały już ukończone i na przełomie kwietnia i maja ruszy proces produkcyjny.

Inwestycja była finansowana głównie kredytem przy udziale środków własnych na poziomie 20%. Harmonogram spłat zakłada, że kredyt będzie spłacany przez ponad pięć lat. Duże nakłady inwestycyjne poniesione w związku z mleczarnią przyczynią się do znacznego zwiększenia odpisów amortyzacyjnych w kolejnych latach (o ok. 5-6 mln zł). Natomiast wysokie zaawansowanie prac modernizacyjnych oraz zastosowanie maszyn wysokiej jakości pozwoli uniknąć nakładów odtworzeniowych w najbliższych latach.

North Coast stara się o dotację unijną na pokrycie kosztów tej inwestycji w ramach „Programu Rozwoju Obszarów Wiejskich 2007-2013”. Nadal wypełniane są wymagane formalności, a ostateczna decyzja o przyznaniu środków powinna zapaść do końca kwietnia. North Coast ma szansę otrzymać nawet 9 mln zł, co stanowiłoby dodatkowy przepływ dla Grupy, który nie był uwzględniany w planach. Ze względu na niepewność odnośnie decyzji dotacja ta nie była uwzględniana w wycenie Spółki.

Natomiast najnowszym pomysłem poszerzenia działalności przez North Coast było stworzenie sieci kawiarni pod marką Espressamente Illy. Pogorszenie się sytuacji gospodarczej oraz spadek wydatków

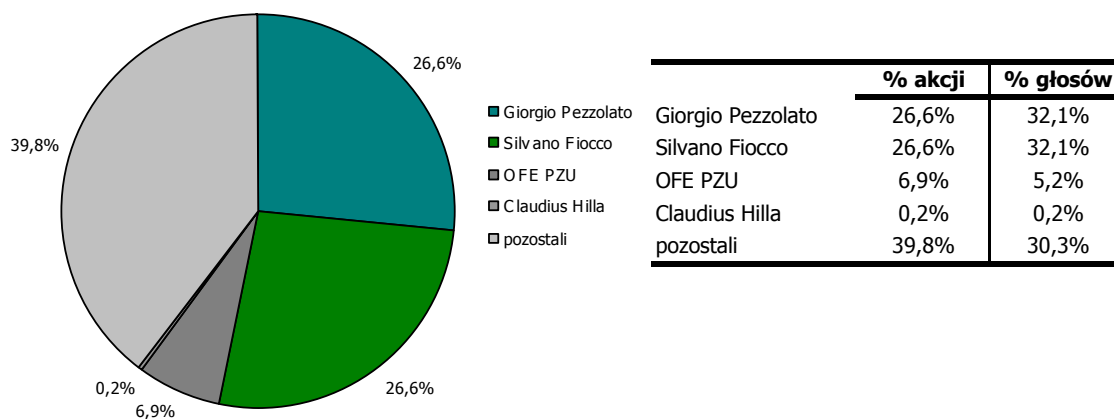
konsumentów, jak również problemy w części podstawowej działalności Spółki, spowodowały, że realizacja tego projektu została zawieszona. Do tej pory otwarto tylko jedną kawiarnię, która znajduje się w Warszawie. Osiągane wyniki jak dotychczas nie są zadowalające, co również nie sprzyja rozwojowi sieci. Wartości te mają jednak marginalny wpływ na rezultaty całej Grupy.

Kolejna kawiarnia miała być otwarta w Krakowie. Grupa zakupiła kamienicę oraz wyremontowała lokal, w którym miała się ona znajdować. Wspomniane wyżej czynniki poddały w wątpliwość sens jej otwarcia. Obecnie rozważana jest sprzedaż całej kamienicy, bądź jej część. W przypadku znalezienia kupca na nieruchomości, North Coast zaniecha prowadzenia tej działalności w Krakowie. Brak nabywcy może jednak sprawić, że kawiarnia jednak zostanie uruchomiona. Dalszy rozwój sieci będzie możliwy dopiero po zmianie koniunktury gospodarczej, kiedy będzie możliwe otwarcie kolejnych lokali lub rozwój przez franczyzę.

Struktura akcjonariatu

Największy udział w strukturze własnościowej North Coast należy do założycieli Spółki. Giorgio Pezzolato oraz Silvano Fiocco, którzy są członkami Zarządu, posiadają po 8,5 mln akcji (26,56% kapitału zakładowego), które są uprzywilejowane co do głosu, dzięki czemu mogą wykonywać po 32,1% głosów. Trzeci członek Zarządu, Claudius Hilla posiada 0,23% akcji Spółki. Jedynym inwestorem instytucjonalnym z udziałem przekraczającym 5% kapitału zakładowego jest PZU OFE Złota Jesień.

Rys. Struktura własnościowa North Coast



Źródło; Spółka, BM BGZ.

Otoczenie konkurencyjne

Na warszawskiej giełdzie notowanych jest kilka spółek prowadzących zbliżoną działalność do North Coast. Poniższa tabela zawiera zestawienie wskaźników porównujących ich efektywność i specyfikę działalności. Podobnie jak North Coast zajmują się one importem i dystrybucją produktów spożywczych, przez co wystawione są na podobne ryzyko związane z czynnikami popytowymi i kursem walutowym. Charakter ich działalności pozwala na dokonanie analizy porównawczej.

Bakalland i Atlanta charakteryzują się bardzo zbliżoną wielkością obrotów w porównaniu z North Coast, natomiast Helio jest dużo mniejszym podmiotem, a Ambra znacznie większym. Najmniejsza spółka wykazuje się najwyższą rentownością aktywów. North Coast na tle konkurencji wypada dobrze z rentownością na poziomie

3,5%. Różne poziomy zadłużenia poszczególnych spółek przekładają się na zróżnicowanie w poziomie rentowności kapitałów własnych. North Coast osiąga przeciętny wynik, plasując się pomiędzy wysoko rentownymi podmiotami jak Bakalland czy Helio i balansującymi na granicy rentowności Ambra i Atlantą.

Tab. Porównanie North Coast ze spółkami o podobnym profilu działalności za 2008 r.

wskaźnik	North Coast	Bakalland	Helio	Atlanta	Ambra
ROA	3,5%	3,5%	9,6%	0,1%	-0,1%
ROE	9,4%	10,7%	18,4%	0,2%	-0,4%
Dług / EBITDA	2,7	4,0	1,8	7,2	10,5
Dług / kapitał własny	0,7	1,4	0,5	1,5	0,9
Przychody	123,8	188,0	66,3	149,0	523,8
Marża brutto na sprzedaży	42,0%	32,0%	34,0%	20,1%	21,5%
Marża EBIT	7,4%	7,3%	10,4%	3,2%	1,5%
Marża EBITDA	9,5%	8,8%	11,3%	4,7%	3,8%
Marża netto	3,3%	2,8%	7,7%	0,1%	-0,2%
Rotacja zapasów	47,5	55,7	58,7	58,0	88,9
Rotacja należności	74,8	133,6	186,0	95,7	170,4
Rotacja zobowiązań	65,0	40,8	48,3	20,8	105,9
Cykl rotacji gotówki	57,3	148,6	196,5	132,9	153,5

Źródło: sprawozdania Spółek, BM BGZ.

Wysoka marża EBITDA powoduje, że stosunek długu do tej wartości jest stosunkowo niski w North Coast i charakteryzuje się bezpiecznym poziomem. Pozostałe spółki w znacznie większym stopniu korzystają z finansowania obcego, co widać również po wskaźniku długu w stosunku do kapitałów własnych.

Jeżeli chodzi o rentowność sprzedaży, North Coast jest bezkonkurencyjny w stosunku do innych podmiotów, osiągając ponad 40% rentowność brutto na sprzedaży. Działalność w handlu hurtowym pozwala zazwyczaj na marżę w wysokości 20-30%, co wskazuje, jak dużą przewagę ma North Coast nad konkurencją. Wynika ona głównie z innego modelu dystrybucyjnego. Na poziomie marży operacyjnej North Coast nie ma już takiej przewagi, co wskazuje na wysokie koszty działalności ponoszone przez Spółkę. Główną pozycją są tu przede wszystkim wydatki marketingowe. Mimo to rentowność EBIT pozostaje na dobrym, ponad 7% poziomie.

Wysokie koszty finansowe spowodowały, że marża netto North Coast była najniższa od wielu lat i wyniosła jedynie 3,3%. Jest słaby wynik w historii Spółki, jednak w porównaniu z innymi importerami jest to nadal korzystny wynik, który plasuje Spółkę wysoko w hierarchii najbardziej efektywnych podmiotów w tej branży.

Bardzo istotnym aspektem w działalności handlowej jest zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, będące pochodną rotacji zapasów, należności i zobowiązań. Uwagę zwracają bardzo niskie wartości rotacji zapasów i należności wyrażone w dniach w porównaniu z innymi spółkami. Wskazuje to na fakt, że North Coast bardzo efektywnie zarządza logistyką oraz jest w stanie szybko otrzymywać płatności za swoje dostawy. Również wskaźnik rotacji zobowiązań jest bardzo korzystny, co jest efektem dogodnych warunków współpracy z producentami. W efekcie Spółka osiąga bardzo krótki cykl rotacji gotówki, będący nawet dwu- lub trzykrotnie lepszy niż u pozostałych importerów.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Największe ryzyko związane z działalnością Spółki stanowi kurs walutowy, którego wahania mają znaczący wpływ na wyniki. North Coast jako importer posiada ekspozycję na osłabienie złotego. Deprecjacja polskiej waluty przyczynia się do pogorszenia konkurencyjności importowanych towarów ze względu na wzrost ich cen. Nie od razu jednak wyższe ceny można przerzucić na odbiorców (Spółka jest związana często umowami długoterminowymi, które trudno renegecować), w związku z czym odbija się to na uzyskiwanej marży na sprzedaży.

Ponieważ North Coast jest bezpośrednim importerem, współpracującym z włoskimi producentami, posiada zobowiązania denominowane w euro, opiewające na spore sumy. W sytuacji osłabienia złotego, wartość tych zobowiązań znacząco wzrasta, co skutkuje pogorszeniem wyniku na działalności finansowej.

Ważnym czynnikiem w obecnej sytuacji makroekonomicznej będzie też elastyczność popytu na produkty typu premium, które stanowią dominującą część oferty Spółki. Do tej pory nie widać odwrotu konsumentów od produktów droższych, charakteryzujących się wyższą jakością. Jednak przedłużający się kryzys, wzrost bezrobocia oraz niższe wydatki na konsumpcję mogą spowodować, że sprzedaż produktów z grupy premium będzie niższa.

Dywersyfikację przychodów Grupy North Coast zapewni rozpoczęcie produkcji i sprzedaży serów włoskich. Dzięki temu North Coast nie będzie zależny jedynie od popytu na importowaną żywność, ale stanie się również eksporterem. Będzie to miało dodatkowo pozytywny wpływ na zabezpieczenie przed zmianami kursów walutowych. Sprzedaż serów na eksport będzie generować przychody w euro, co stworzy naturalny hedging – zobowiązania walutowe będą kompensowane należnościami walutowymi, przez co ekspozycja netto znacznie się zmniejszy i Grupa będzie mniej wrażliwa na zmienność na rynku walutowym. Z drugiej strony, rozpoczynając produkcję, Grupa wystawia się dodatkowo na ryzyko związane z kształtowaniem się cen mleka i produktów spożywczych.

Nie wydaje się, by zagrożona była pozycja Spółki w stosunku do kontrahentów. Specyfika oferowanych produktów oraz wielkość sprzedaży powodują, że sieci handlowe i odbiorcy z segmentu HoReCa nie będą skłonni do zakupów bezpośrednich u producentów. Ich skala zakupów jest zbyt mała i działalność taka nie byłaby opłacalna. Poza tym wolą oni przerzucić ryzyko kursowe na dostawcę niż ponosić je samemu. Czynnikiem wzmacniającym pozycję Spółki jest wyłączność dystrybucji wielu produktów na rynku polskim zagwarantowana przez producentów.

Ryzyko istnieje jednak po stronie dostawców. Zdarzyła się już sytuacja, kiedy producent wypowiedział umowę o dystrybucję, odbierając Spółce sporą część asortymentu oraz zmniejszając jej znaczenie w kontaktach z odbiorcami. Mimo tego Spółka była w stanie dynamicznie zwiększać swoją sprzedaż oraz zdobywać coraz większy udział w rynku. Obecna sytuacja nie powinna skłaniać producentów do działań ograniczających znaczenie pośredników, jako że zapewniają oni duże wolumeny sprzedaży. W związku z tym Spółka nie powinna doświadczyć takich problemów.

Zawieszony na razie projekt rozwijania sieci kawiarni może się doczekać realizacji dopiero po zmianie warunków w gospodarce. Obecna koniunktura i sytuacja na rynku pracy w Polsce zdecydowanie nie sprzyjają tego typu inicjatywom. Jak na razie działalność ta ma jednak marginalne znaczenie zarówno pod względem przychodów, jak i kosztów.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans North Coast

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	80,0	117,2	131,2	141,3	140,6	140,0	142,5
Aktywa trwałe	39,5	70,7	71,9	67,7	63,5	59,1	54,5
Wartości niematerialne i prawne	10,7	10,7	10,6	10,7	10,8	10,8	10,8
Rzeczowe aktywa trwałe	28,1	58,9	60,1	55,8	51,5	47,1	42,4
Aktywa obrotowe	40,5	46,5	59,3	73,7	77,1	80,9	88,0
Zapasy	13,3	16,1	18,1	20,5	22,3	23,4	24,4
Należności krótkoterminowe	24,2	25,4	35,3	45,0	48,1	50,2	52,3
Inwestycje krótkoterminowe	0,7	0,3	1,3	3,5	2,0	2,8	6,6
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>0,7</i>	<i>0,3</i>	<i>1,3</i>	<i>3,5</i>	<i>2,0</i>	<i>2,8</i>	<i>6,6</i>
PASYWA	80,0	117,2	131,2	141,3	140,6	140,0	142,5
Kapitał własny	45,1	43,6	46,9	54,5	60,4	65,1	69,7
Kapitał zakładowy	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kapitał zapasowy	22,5	22,5	23,2	25,3	28,9	33,5	37,9
Zysk netto	7,0	4,1	4,3	7,1	9,1	8,9	8,7
Zobowiązania i rezerwy	34,9	73,6	84,3	86,8	80,2	74,9	72,8
Zobowiązania długoterminowe	2,3	16,4	19,2	16,7	14,3	11,9	9,4
Zobowiązania krótkoterminowe	31,9	55,9	63,8	68,8	64,6	61,7	62,1
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>10,3</i>	<i>32,0</i>	<i>35,0</i>	<i>30,9</i>	<i>26,8</i>	<i>22,7</i>	<i>18,5</i>

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tab. Rachunek zysków i strat North Coast

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	105,8	123,8	167,0	212,8	227,8	237,3	247,3
<i>zmiana r/r</i>	<i>21,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>34,8%</i>	<i>27,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	64,3	71,8	108,7	142,7	151,6	158,6	166,0
Zysk brutto na sprzedaży	41,5	52,0	58,3	70,1	76,2	78,7	81,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>39,3%</i>	<i>42,0%</i>	<i>34,9%</i>	<i>33,0%</i>	<i>33,5%</i>	<i>33,1%</i>	<i>32,9%</i>
Koszty sprzedaży	27,4	36,5	42,8	48,9	52,5	55,2	57,9
Koszty ogólnego zarządu	5,3	6,1	6,5	6,9	7,4	7,9	8,5
Zysk (strata) ze sprzedaży	8,8	9,4	8,9	14,3	16,2	15,6	14,8
EBIT	8,6	9,1	8,9	14,3	16,2	15,6	14,8
EBITDA	10,5	11,8	14,8	20,9	23,1	22,7	22,3
<i>marża operacyjna</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,1%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,0%</i>
Saldo z działalności finansowej	0,6	-4,0	-3,3	-2,3	-2,0	-1,7	-1,4
Zysk (strata) brutto	9,2	5,2	5,6	12,0	14,2	13,8	13,4
<i>marża brutto</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,4%</i>
Podatek dochodowy	2,2	1,5	1,1	2,3	2,7	2,6	2,5
Zysk (strata) netto	7,0	4,1	4,3	7,1	9,1	8,9	8,7
<i>marża netto</i>	<i>6,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,4%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,5%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych North Coast

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,1	14,5	8,5	13,1	12,8	15,8	18,6
Zysk netto	7,0	4,1	4,3	7,1	9,1	8,9	8,7
Amortyzacja	1,9	2,7	5,8	6,6	6,8	7,1	7,5
Zmiana kapitału obrotowego	-9,6	9,8	-4,2	-5,4	-7,5	-4,2	-1,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-23,1	-27,3	-7,0	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-7,9	-27,4	-7,0	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9
Przepływy z działalności finansowej	7,0	12,5	-0,6	-8,5	-11,8	-12,3	-11,9
Odsetki	0,5	1,2	2,3	2,3	2,0	1,7	1,4
Kredyty	10,7	19,8	3,0	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Dotacja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	3,8	5,1	1,2	2,1	3,6	4,5	4,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-21,2	-0,3	0,9	2,3	-1,6	0,8	3,9
Środki pieniężne:							
na początek okresu	21,9	0,7	0,3	1,3	3,5	2,0	2,8
na koniec okresu	0,7	0,3	1,3	3,5	2,0	2,8	6,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wskaźników North Coast

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	39,3%	42,0%	34,9%	33,0%	33,5%	33,1%	32,9%
marża EBIT	8,1%	7,4%	5,4%	6,7%	7,1%	6,6%	6,0%
marża EBITDA	9,9%	9,5%	8,8%	9,8%	10,1%	9,6%	9,0%
marża netto	6,6%	3,3%	2,5%	3,4%	4,0%	3,8%	3,5%
ROA	8,8%	3,5%	3,2%	5,0%	6,5%	6,4%	6,1%
ROE	15,6%	9,4%	9,1%	13,1%	15,0%	13,7%	12,5%
dług/aktywa	12,8%	27,3%	26,7%	21,9%	19,0%	16,2%	13,0%
dług/kapitał własny	22,8%	73,4%	74,6%	56,7%	44,3%	34,8%	26,6%
dług/EBITDA	1,0	2,7	2,4	1,5	1,2	1,0	0,8
EBIT/odsetki	32,4	4,1	3,8	6,2	8,0	9,0	10,3
płynność bieżąca	1,3	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4
płynność szybka	0,9	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0
płynność gotówkowa	0,02	0,01	0,02	0,05	0,03	0,04	0,11
rotacja zapasów (dni)	45,8	47,5	39,5	35,2	35,8	35,9	36,1
rotacja należności (dni)	83,4	74,8	77,1	77,1	77,1	77,1	77,1
rotacja zobowiązań (dni)	68,9	111,8	99,7	89,7	79,7	74,7	74,7
cykl rotacji gotówki (dni)	60,3	10,5	17,0	22,7	33,2	38,4	38,5

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

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,22	0,13	0,13	0,22	0,28	0,28	0,27
DPS	0,12	0,16	0,04	0,07	0,11	0,14	0,14
BVPS	1,41	1,36	1,47	1,70	1,89	2,03	2,18
P/E	5,24	8,96	8,65	5,16	4,05	4,13	4,23
P/BV	0,82	0,84	0,78	0,68	0,61	0,57	0,53
P/S	0,35	0,30	0,22	0,17	0,16	0,16	0,15
EV/EBIT	7,97	7,51	7,65	4,79	4,21	4,40	4,62
EV/EBITDA	6,55	5,79	4,64	3,28	2,97	3,02	3,07
EV/S	0,65	0,55	0,41	0,32	0,30	0,29	0,28

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

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

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

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

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

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

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

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

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

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

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

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