

Wawel

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: WWL

ISIN: PLWAWEL00013

Kupuj
464,9 zł
Profil spółki

Wawel jest jedną z najstarszych firm cukierniczych w Polsce. Oferuje głównie produkty czekoladowe (tabliczki czekolady, bombonierki, cukierki). Spółka posiada ok. 5% udział w krajowym rynku słodczy.

Poprzednie zalecenie	cena docelowa	data
KUPUJ	288,4 zł	7.10.2009

Dane podstawowe

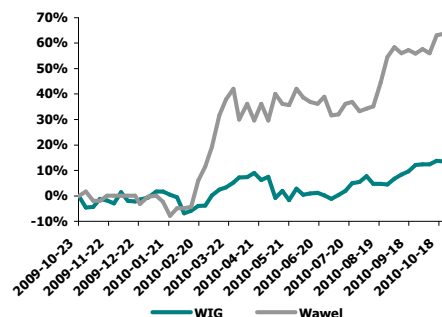
Kurs (22/10/10)	409,0
Wycena DCF	540,2
Wycena porównawcza	389,5
Liczba akcji (tys.)	1 500
Kapitalizacja (mln zł)	613,4
EV (mln zł)	588,9

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	410,0
min cena 52 tygodnie (zł)	218,5
Średni wolumen obrotów (tys.)	0,5

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Hosta International AG	52,1%	52,1%
Amplico OFE	15,3%	15,3%
Pozostali	32,6%	32,6%



Analizy:

Tomasz Manowicz

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Pierwsze półrocze 2010 r. i wyniki finansowe

W ostatnich kwartałach Wawel zaskakiwał rynek swoimi wynikami, które znacznie przekraczały oczekiwania stawiane spółce. Największą niespodzianką jest utrzymująca się cały czas bardzo wysoka dynamika przychodów, która od 2Q 2009 r. stale przekracza 20% w skali roku przy rynku słodczy rosnącym w jednocyfrowym tempie. Jednoczesna stabilizacja marży na poziomach zbliżonych do historycznie najwyższych pozwala dynamicznie zwiększać generowany zysk spółki. W efekcie wartość zysku operacyjnego i zysku netto w pierwszym półroczu podwoiła się i wyniosła odpowiednio ponad 22 mln zł i 18,4 mln zł.

Uzyskanie tak dobrych rezultatów jest skutkiem znaczących nakładów na marketing i pozycjonowanie marki oraz doskonałej optymalizacji procesu produkcyjnego, dzięki czemu uzyskiwana efektywność produkcji jest na najwyższym poziomie w branży. Dodatkowo wysoka zdolność spółki do generowania gotówki pozwoliła zupełnie wyeliminować zadłużenie z finansowania działalności oraz wypłacać spore dywidendy (w ostatnich dwóch latach było to 10 zł na akcję), mimo sporych nakładów na rozbudowę infrastruktury produkcyjnej.

Perspektywy spółki i prognozy

Rynek słodczy należy do bardzo stabilnych pod względem popytu, a działania podejmowane przez spółkę w postaci inwestycji w markę sprzyjają rozwojowi szybszemu od tempa wzrostu rynku. Tak wysoka dynamika sprzedaży raczej nie jest możliwa do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego zakładamy, że Wawel jest w stanie zwiększać przychody w tempie 10% rocznie przy zachowaniu bieżących poziomów rentowności. Zagrożeniem są stale wysokie ceny surowców, choć w ostatnich tygodniach stabilizują się one lub nawet spadają. Poza tym spółka funkcjonuje w warunkach wysokich cen już od dłuższego czasu i nie odbiło się to negatywnie na wynikach.

Istotnym czynnikiem sprzyjającym dalszemu rozwojowi spółki są podejmowane inwestycje w rozbudowę zakładu i zwiększenie mocy produkcyjnych. Prowadzone obecnie prace spowodują zwiększenie mocy w sumie o ok. 30-40%. Nakłady na ten cel wyniosą w sumie ok. 50 mln zł, jednak dzięki tej inwestycji potrzeby spółki zostaną zaspokojone przynajmniej na 3 lata. Pozwoli to kontynuować rozwój organiczny, ponieważ obecnie nie są rozważane działania akwizycyjne.

Wycena i podsumowanie

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny DCF pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji spółki Wawel na poziomie 540,2 zł, natomiast wycena porównawcza wskazuje na wartość akcji na poziomie 389,5 zł, przy czym uważamy, że Wawel powinien być notowany przy wyższych wskaźnikach niż inne spółki ze względu na brak zadłużenia, najwyższą rentowność oraz hojną politykę dywidendy.

Ostatnie kwartały przyniosły znaczącą poprawę wyników spółki. Oczekujemy, że tendencja ta będzie kontynuowana również w następnych okresach, czemu sprzyja wysoka efektywność produkcji oraz prowadzone inwestycje w dalszy rozwój. Po znakomitych wynikach półrocznych spodziewamy się także bardzo dobrych rezultatów za 3Q bieżącego roku. Jednocześnie rosnący rynek oraz bardzo silna pozycja marki Wawel pozytywnie wpływają na perspektyw spółki. Ocena sytuacji finansowej spółki oraz jej perspektyw pozwala wskazać na niedowartościowanie Wawelu, w związku z czym podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z nową ceną docelową na poziomie 464,9 zł ustaloną jako średnią z wyceny DCF oraz wyceny porównawczej.

mln zł	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	245,2	255,4	313,3	382,3	439,6	492,4
zmiana r/r (%)	2,5%	4,2%	22,7%	22,0%	15,0%	12,0%
EBITDA	36,5	41,2	49,9	67,5	77,7	88,9
EBIT	28,2	31,0	39,2	56,4	64,2	72,8
marża EBIT (%)	11,5%	12,1%	12,5%	14,8%	14,6%	14,8%
Zysk netto	22,4	25,1	32,1	46,5	52,6	59,7
marża netto (%)	9,1%	9,8%	10,2%	12,2%	12,0%	12,1%
EPS (zł)	14,92	16,73	21,37	31,02	35,04	39,82
DPS (zł)	-	7,00	10,00	10,00	15,00	21,00
P / E	27,4	24,4	19,1	13,2	11,7	10,3
EV / EBITDA	16,1	14,3	11,8	8,7	7,6	6,6

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

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

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą DCF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Wawelu wynosi 464,9 zł. W efekcie niedowartościowanie spółki szacujemy na 14%. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się podtrzymać rekomendację KUPUJ dla Wawelu z nową ceną docelową.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	540,2	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	389,5	50%
wycena akcji Wawel	464,9 zł	
obecna cena akcji	409,0 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki w wysokości 788,4 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 540,2 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 5,5%, również premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta dla spółki przyjęliśmy na stałym poziomie równym 1 dla całego okresu prognozy ze względu na brak zadłużenia;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 3% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy oparty jest o założenie spółki odnośnie inwestycji na najbliższy okres, natomiast późniejsze inwestycje stanowią nakłady odtworzeniowe;

- zadłużenie długoterminowe i krótkoterminowe nie będą wykorzystywane przez spółkę ze względu na duże nadwyżki finansowe;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie zakładamy wypłatę dywidendy przez spółkę, przy czym stopa wypłaty będzie wzrastać docelowo do poziomu 75% zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na podobnym poziomie jak w poprzednim roku (odpowiednio 55, 24 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 25.10.2010 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	182,6	382,3	439,6	492,4	541,6	582,2	617,1	651,1	683,6	711,0
EBIT	34,3	64,2	72,8	80,9	87,0	92,6	98,5	102,7	113,3	114,3
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	27,8	52,0	59,0	65,5	70,4	75,0	79,8	83,2	91,8	92,6
Amortyzacja	5,7	13,4	16,1	17,1	18,6	19,5	20,2	21,0	13,9	14,8
CAPEX	20,0	25,0	10,0	15,0	8,6	9,3	9,7	10,1	10,5	14,8
Inwestycje w kapitał obrotowy	24,5	10,7	9,9	9,2	7,6	6,5	6,4	6,1	5,1	4,0
FCFF	-11,0	29,7	55,2	58,4	72,9	78,7	84,0	88,0	90,0	88,6
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
% kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Suma DFCF	340,7									
Wartość rezydualna (TV)	1 140,7									
Zdyskontowana TV	423,3									
Wartość działalności operacyjnej	763,9									
Gotówka netto	24,5									
Wartość kapitału własnego	788,4									
Liczba akcji (mln szt.)	1,50									
Wartość 1 akcji	540,2 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

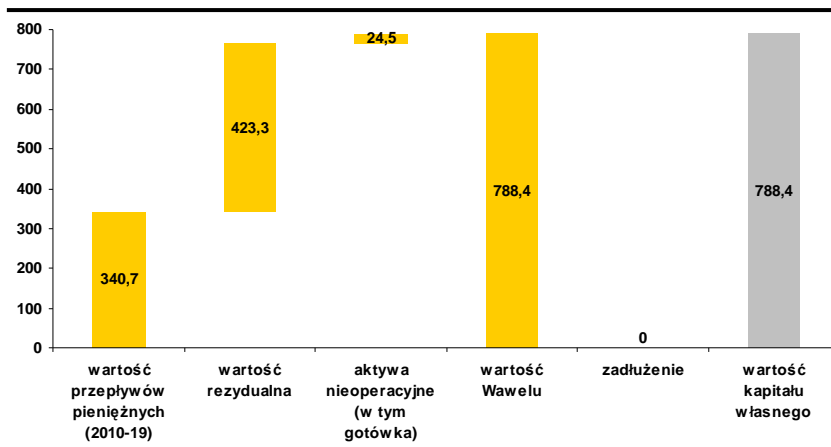
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się stosunkowo niską wrażliwością na zmianę powyższych czynników, ponieważ najbardziej pesymistyczne i optymistyczne scenariusze generują wartość różniącą się od wyceny przy warunkach bazowych o mniej niż 10%. Natomiast każdy ze scenariuszy wskazuje na istotne niedowartościowanie spółki względem jej wartości fundamentalnej.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	-1,0%	507,7	524,1	542,5	563,5	587,4
	-0,5%	506,5	522,9	541,3	562,2	586,1
	0,0%	505,4	521,8	540,2	561,0	584,8
	0,5%	504,3	520,6	539,0	559,8	583,5
	1,0%	503,3	519,5	537,8	558,6	582,3

Źródło: BM BGŻ.

Rys. Determinanty wartości Wawelu w wycenie DCF



Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Jutrzenka	10,5	15,0	10,4	7,0	8,6	6,6	16,0	19,3	12,7
Mieszko	11,7	10,3	9,1	6,9	6,2	5,6	13,9	10,5	9,5
Otmuchów	15,0	11,7	8,7	10,5	8,8	6,7	18,6	13,9	11,0
Średnia	12,4	12,3	9,4	8,2	7,8	6,3	16,2	14,6	11,1
Wawel									
wskazniki dla Wawel	15,0	10,4	9,2	11,8	8,7	7,6	19,1	13,2	11,7
Implikowana cena 1 akcji Wawel	340,3	479,1	419,0	287,4	369,1	342,4	345,2	451,4	388,2
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	389,5 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku

przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na ubiegłorocznych wynikach oraz naszych prognozach na bieżący i przyszły rok obrotowy dla spółek będących bezpośrednimi konkurentami Wawelu, czyli Jutrzenki, Mieszko i Otmuchowa.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki Wawel na poziomie 389,5 zł. Jest to wartość nieco niższa od bieżących notowań tych walorów na giełdzie, co oznacza lekkie przewartościowanie akcji. Zwracamy jednak uwagę, że Wawel ze względu na swoją bardzo silną pozycję finansową, najwyższą rentowność oraz hojną politykę dywidendy powinien być notowany przy wyższych wskaźnikach niż konkurenci. Poza tym uważamy, że cały sektor producentów słodczy jest obecnie niedowartościowany.

Sytuacja w Spółce

Wyniki finansowe

Wyniki spółki za pierwsze półrocze były bardzo dużym zaskoczeniem. Utrzymuje się cały czas bardzo wysoka dynamika przychodów, przekraczająca 20%, co jest wynikiem znacznie lepszym niż tempo wzrostu rynku, które szacowane jest na 5-7% w skali roku. Duża dynamika sprzedaży jest efektem silnej pozycji spółki na rynku, będącej efektem pozycjonowania marki. Spore nakłady przeznaczone były w ostatnich kwartałach na kampanie promocyjne i penetrację rynku, dzięki czemu skala wzrostu jest imponująca. Bardzo ważne jest, że cały przyrost sprzedaży generowany jest przez marki własne spółki (udział produktów private labels odpowiada za znikomą część sprzedaży).

Tab. Wyniki finansowe Wawelu

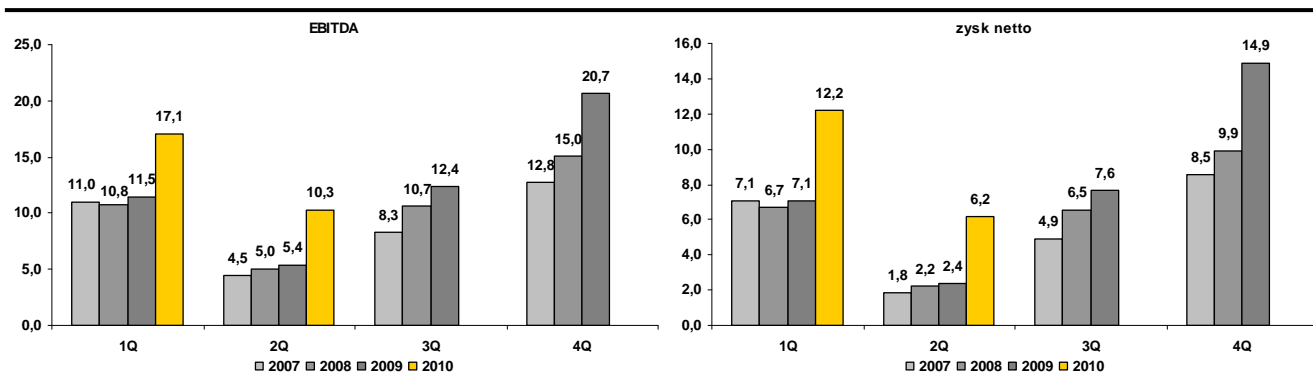
(młn PLN)	1H 2009	1H 2010	zmiana r/r	2009	2010 P	zmiana r/r
przychody	130,8	161,3	23,4%	313,3	382,3	22,0%
zysk brutto ze sprzedaży	55,0	72,8	32,5%	136,2	171,0	25,5%
rentowność brutto ze sprzedaży	42,0%	45,1%	+3,1 p.p.	43,5%	44,7%	+1,2 p.p.
zysk operacyjny	11,5	22,1	92,4%	39,2	56,4	43,9%
rentowność operacyjna	8,8%	13,7%	+4,9 p.p.	12,5%	14,8%	+2,3 p.p.
EBITDA	16,8	27,4	62,8%	49,9	67,5	35,3%
rentowność EBITDA	12,9%	17,0%	+4,1 p.p.	15,9%	17,6%	+1,7 p.p.
saldo finansowe	0,0	0,8	-	0,6	1,0	67,8%
zysk netto	9,5	18,4	94,8%	32,1	46,5	45,1%
rentowność netto	7,2%	11,4%	+4,2 p.p.	10,2%	12,2%	+2,0 p.p.

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Mimo niesprzyjającego otoczenia w postaci wysokich cen surowców wykorzystywanych w produkcji, spółce udało się nawet zwiększyć wysoką już marżę brutto na sprzedaży do 45%. Nie jest to jeszcze najwyższy historycznie poziom (w latach 2007-2008 była nawet 1-3 pkt. proc. wyższa), dlatego wydaje się, że takie poziomy są do utrzymania w dłuższym terminie. Jest to efekt koncentracji na produktach markowych, które można sprzedawać po znacznie wyższych cenach w stosunku do marek sieci handlowych, w które spółka się nie angażuje.

Rys. Wartość EBITDA i zysku netto Wawelu w ostatnich latach



Źródło: sprawozdania spółki, BM BGŻ.

Bardzo wysoka efektywność produkcji oraz dźwignia operacyjna przyczyniły się do podwojenia zysku operacyjnego oraz wzrostu EBITDA o 60%. Odkąd produkcja Wawelu zintegrowana jest w jednym nowoczesnym zakładzie w Dobczycach, nastąpił znaczący wzrost rentowności będący skutkiem optymalizacji procesów produkcyjnych. Dzięki temu zyski rosną znacznie szybciej niż przyrost skali działania. Z kolei nadwyżki finansowe przyczyniają się do generowania przychodów finansowych, przez co spółka wykazuje dodatnie saldo w pozycji odsetek. W efekcie zysk netto nie jest obciążony kosztami finansowymi i wzrasta w podobnym tempie jak zysk operacyjny.

Bardzo silną stroną Wawelu jest zdolność do generowania gotówki z działalności operacyjnej. Rokrocznie jest to kwota przekraczająca 30 mln zł, która finansuje inwestycje w majątek oraz wypłaty dywidend. Pozwoliło to również zredukować do zera wartość zadłużenia spółki. Ze względu na brak atrakcyjnych możliwości rozwoju przez akwizycje spółka przeznacza środki na dalszy rozwój organiczny oraz prawdopodobnie zwiększy wypłatę dywidendy.

Obecnie prowadzona jest intensywna rozbudowa zakładu produkcyjnego oraz instalacja dwóch nowych linii produkcyjnych, co pochłonie w ciągu bieżącego i przyszłego roku w sumie nawet do 50 mln zł. Pozwoli to zwiększyć całkowite moce produkcyjne o ok. 30-40%, dzięki czemu dalszy wzrost sprzedaży będzie mógł postępować bez przeszkód. Część inwestycji – instalacja pierwszej linii – została już zakończona i jej zdolności produkcyjne zostaną wykorzystane już w tym roku. Natomiast drugi etap obejmuje rozbudowę hali produkcyjnej, w której zainstalowana będzie inna linia produkcyjna. Dostępna będzie ona mniej więcej od połowy przyszłego roku.

Prognozy finansowe i perspektywy rozwoju

Bardzo silna pozycja rynkowa i finansowa Wawelu pozwalają optymistycznie patrzeć na przyszłość spółki w kolejnych okresach. Zwiększone moce produkcyjne dzięki inwestycjom w zakładzie w Dobczycach umożliwią dalszy dynamiczny rozwój sprzedaży, choć tempo wzrostu przychodów zapewne będzie spadać. W dłuższym terminie, przy założeniu rozwoju rynku na poziomie 5-7% w skali roku, wydaje się, że ok. 10% wzrost przychodów w skali roku jest do utrzymania. Prezentowane obecnie poziomy rentowności brutto na sprzedaży uważamy również za możliwe do podtrzymania w kolejnych latach, tym bardziej że nie są to najwyższe historycznie poziomy dla Wawelu.

Tab. Prognoza wybranych pozycji finansowych Wawelu

mln zł	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	255,4	313,3	382,3	439,6	492,4
EBITDA	41,2	49,9	67,5	77,7	88,9
EBIT	31,0	39,2	56,4	64,2	72,8
Zysk netto	25,1	32,1	46,5	52,6	59,7
Kapitał własny	170,8	187,9	219,4	248,7	276,9
Dług netto	1,7	-9,6	-16,2	-23,2	-47,6
CF operacyjny	31,0	32,0	44,6	55,3	65,9
CF inwestycyjny	-16,4	-5,9	-23,0	-25,0	-10,0
CF finansowy	-15,4	-16,7	-15,0	-23,3	-31,5

Źródło: spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Ze względu na znaczące inwestycje w infrastrukturę produkcyjną w 2010 i 2011 r. istotnie zwiększy się wartość odpisów amortyzacyjnych, co będzie wpływać na mniejszą dynamikę wzrostu zysku operacyjnego. Jednak według nas poczynione inwestycje zaspokoją potrzeby spółki przynajmniej na 3 lata i kolejne spore nakłady będą niezbędne dopiero w 2012-2013 r. Niemniej jednak poziom marży operacyjnej z 2010 r. wydaje się być realny do uzyskania także w kolejnych latach. Brak zadłużenia powoduje, że nie występuje efekt dźwigni finansowej, w związku z czym dynamika zysku netto będzie zbliżona do wzrostu zysku operacyjnego.

Bardzo wysoka rentowność działalności Wawelu jest wynikiem bardzo dobrej efektywności produkcji, która zawdzięczana jest głównie nowoczesnemu zakładowi i zoptymalizowanemu procesowi produkcji. W efekcie sprzyjać to będzie utrzymaniu tak wysokich wskaźników rentowności w długim terminie. Stąd uważamy, że można oczekiwać uzyskiwania przez spółkę marż na zbliżonych poziomach, jakie prezentowane są obecnie.

Ogólna ocena bieżącej sytuacji w spółce oraz jej perspektyw na najbliższy czas jest bardzo pozytywna. Zarówno wyniki finansowe jak i umocnienie pozycji rynkowej potwierdzają skuteczność zarządzania spółką. Zakładamy, że dalszy rozwój będzie postępował pomyślnie, choć uzyskanie wyższych marż jest raczej niemożliwe i powinny one kształtować się mniej więcej na bieżących poziomach. Jednak nominalny wzrost wyniku zapewne będzie znaczący w kolejnych latach ze względu na dynamiczny rozwój działalności, czemu powinny sprzyjać również pozytywne tendencje na rynku słodczy. Stąd można oczekiwać kontynuacji trendu poprawy wyników finansowych w przyszłości.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	210,0	230,6	250,9	292,7	331,3	367,5	396,9
Aktywa trwałe	131,4	143,5	135,5	147,4	159,0	152,9	150,8
Wartości niematerialne i prawne	2,5	3,4	3,1	4,1	5,0	4,9	5,0
Rzeczowe aktywa trwałe	123,1	132,6	125,4	136,3	147,0	141,0	138,8
Aktywa obrotowe	78,6	87,1	115,5	145,3	172,3	214,5	246,1
Zapasy	17,4	18,6	20,3	24,8	28,5	31,9	35,1
Należności krótkoterminowe	59,9	68,0	85,2	103,9	119,5	133,8	147,2
Środki pieniężne	1,0	0,2	9,6	16,2	24,0	48,4	63,4
PASYWA	210,0	230,6	250,9	292,7	331,3	367,5	396,9
Kapitał własny	157,0	170,8	187,9	219,4	249,5	277,7	299,8
Kapitał zakładowy	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Kapitał zapasowy	96,9	136,6	148,3	165,4	189,4	210,5	225,2
Pozostałe kapitały	30,3	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	22,4	25,1	32,1	46,5	52,6	59,7	67,1
Zobowiązania i rezerwy	53,0	59,8	63,0	73,3	81,9	89,7	97,1
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	44,9	44,4	46,8	57,1	65,7	73,6	80,9
<i>w tym zobowiązania odsetkowe</i>	<i>6,4</i>	<i>1,9</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z całkowitych dochodów

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	245,2	255,4	313,3	382,3	439,6	492,4	541,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>10,0%</i>
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	132,2	133,6	177,1	211,3	242,3	270,6	296,7
Zysk brutto na sprzedaży	113,0	121,8	136,2	171,0	197,3	221,8	244,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>46,1%</i>	<i>47,7%</i>	<i>43,5%</i>	<i>44,7%</i>	<i>44,9%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,2%</i>
Koszty sprzedaży	59,5	64,6	73,2	91,0	109,3	124,8	139,2
Koszty ogólnego zarządu	23,9	23,7	23,3	23,3	23,8	24,2	24,7
Zysk (strata) ze sprzedaży	29,5	33,5	39,8	56,7	64,2	72,8	80,9
EBITDA	36,5	41,2	49,9	67,5	77,7	88,9	98,0
EBIT	28,2	31,0	39,2	56,4	64,2	72,8	80,9
<i>marża operacyjna</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,9%</i>
Saldo z działalności finansowej	-0,3	0,3	0,6	1,0	0,6	1,0	1,9
Zysk (strata) brutto	27,9	31,3	39,9	57,4	64,9	73,8	82,8
<i>marża brutto</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,3%</i>
Podatek dochodowy	5,5	6,2	7,9	10,9	12,3	14,0	15,7
Zysk (strata) netto	22,4	25,1	32,1	46,5	52,6	59,7	67,1
<i>marża netto</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,4%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	32,3	31,0	32,0	44,6	55,3	65,9	75,0
Zysk netto	22,4	25,1	32,1	46,5	52,6	59,7	67,1
Amortyzacja	8,3	10,2	10,6	11,0	13,4	16,1	17,1
Odsetki	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	-0,7	-5,0	-15,5	-12,9	-10,7	-9,9	-9,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-31,1	-16,4	-5,9	-23,0	-25,0	-10,0	-15,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-27,5	-16,9	-6,0	-23,0	-25,0	-10,0	-15,0
Przepływy z działalności finansowej	-3,5	-15,4	-16,7	-15,0	-22,5	-31,5	-45,0
Odsetki	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty netto	-2,7	-4,7	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	-10,5	-15,0	-15,0	-22,5	-31,5	-45,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,3	-0,8	9,4	6,6	7,8	24,4	15,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	3,3	1,0	0,2	9,6	16,2	24,0	48,4
na koniec okresu	1,0	0,2	9,6	16,2	24,0	48,4	63,4

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wybrane wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	46,1%	47,7%	43,5%	44,7%	44,9%	45,0%	45,2%
marża EBIT	11,5%	12,1%	12,5%	14,8%	14,6%	14,8%	14,9%
marża EBITDA	14,9%	16,1%	15,9%	17,6%	17,7%	18,0%	18,1%
marża netto	9,1%	9,8%	10,2%	12,2%	12,0%	12,1%	12,4%
dynamika przychodów	2,5%	4,2%	22,7%	22,0%	15,0%	12,0%	10,0%
dynamika EBITDA	-37,8%	13,0%	21,0%	35,3%	15,2%	14,4%	10,3%
dynamika EBIT	-48,1%	10,0%	26,5%	43,9%	13,8%	13,3%	11,1%
dynamika EPS	-49,4%	12,1%	27,7%	45,1%	13,0%	13,7%	12,3%
dług/aktywa	3,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/kapitał własny	4,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/EBITDA	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
płynność bieżąca	1,8	2,0	2,5	2,5	2,6	2,9	3,0
płynność szybka	1,7	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
płynność gotówkowa	0,02	0,00	0,20	0,28	0,36	0,66	0,78
rotacja zapasów (dni)	25,9	26,6	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7
rotacja należności (dni)	89,2	97,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2
rotacja zobowiązań (dni)	57,2	61,6	54,5	54,5	54,5	54,5	54,5
cykl rotacji gotówki (dni)	57,9	62,2	68,4	68,4	68,4	68,4	68,4
ROA	10,9%	10,9%	12,8%	15,9%	15,9%	16,3%	16,9%
ROE	14,2%	14,7%	17,1%	21,2%	21,1%	21,5%	22,4%
ROIC	14,0%	14,5%	16,9%	20,8%	20,9%	21,2%	21,9%
WACC	10,3%	11,4%	10,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
EVA (mln zł)	6,0	5,4	11,4	21,6	24,6	28,4	32,6
FCFF (mln zł)	-0,7	13,9	21,1	20,8	29,7	55,2	58,4

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	14,92	16,73	21,37	31,02	35,04	39,84	44,74
DPS	-	7,00	10,00	10,00	15,00	21,00	30,00
Dividend yield	-	1,7%	2,4%	2,4%	3,7%	5,1%	7,3%
BVPS	104,71	113,91	125,28	146,30	166,34	185,18	199,92
P/E	27,4	24,4	19,1	13,2	11,7	10,3	9,1
P/BV	3,9	3,6	3,3	2,8	2,5	2,2	2,0
P/S	2,5	2,4	2,0	1,6	1,4	1,2	1,1
P/CE	20,0	17,4	14,4	10,7	9,3	8,1	7,3
EV/EBIT	20,9	19,0	15,0	10,4	9,2	8,1	7,3
EV/EBITDA	16,1	14,3	11,8	8,7	7,6	6,6	6,0
EV/S	2,4	2,3	1,9	1,5	1,3	1,2	1,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Biuro Maklerskie Banku BGŻ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ jest zabronione.