

Wawel

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: WWL

ISIN: PLWAWEL00013

Kupuj
288,4 zł
Profil spółki

Wawel S.A. to jedna z najstarszych fabryk cukierniczych w Polsce. Oferuje głównie produkty czekoladowe (tabliczki czekolady, cukierki, bombonierki). Spółka posiada ok. 5% udziału w krajowym rynku słodczy.

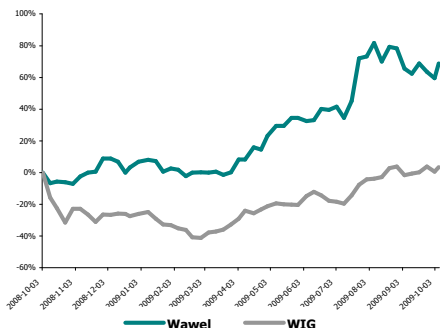
Dane podstawowe

Kurs (06/10/09)	258,0
Wycena DCF	347,7
Wycena dywidendowa	255,1
Wycena porównawcza	262,4
Liczba akcji (tys.)	1 500
Kapitalizacja (mln zł)	386,9
EV (mln zł)	367,3

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	279,5
min cena 52 tygodnie (zł)	131,7
Średni wolumen obrotów (tys.)	2,16

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Hosta International AG	52,1%	52,1%
AIG OFE	15,3%	15,3%
Aviva OFE	7,0%	7,0%
Dariusz Orłowski	2,2%	2,2%
Pozostali	23,4%	23,4%


Analizy:
Tomasz Manowicz

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Wynik pierwszego półrocza 2009 r.

W pierwszym półroczu bieżącego roku wyniki Wawelu były dobre i charakteryzowały się poprawą w stosunku do 2008 r. Najbardziej widoczne jest to na poziomie przychodów, które wzrosły w tym okresie aż o 17% r/r, co jest najwyższą dynamiką od wielu lat. Tak duży wzrost wynikał zarówno ze zwiększenia wolumenów, jak również ze wzrostu cen. Niekorzystne tendencje na rynku surowcowym oraz walutowym (wysokie ceny kakao i cukru, słaby złoty) przyczyniły się jednak do niewielkiego spadku rentowności brutto na sprzedaży. Zysk operacyjny wyniósł 11,5 mln zł, czyli o prawie 7% więcej niż przed rokiem. Ze względu na dużą ilość gotówki w Spółce i brak kredytów, saldo finansowe było dodatnie i ostatecznie zysk netto wyniósł 9,5 mln zł (wzrost o 6,5%), co można uznać za bardzo dobry wynik.

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

Drugie półrocze jest zawsze lepsze od pierwszego, ponieważ większość sprzedaży słodczy generowana jest głównie w okresie jesienno-zimowym. Dla Spółki oznacza to wyższą wartość przychodów i znacznie lepsze wyniki zawdzięczone dźwigni operacyjnej. Prognozujemy, że sprzedaż w drugim półroczu wyniesie ok. 158 mln zł, a w całym roku ok. 288 mln zł. Pozwoli to osiągnąć zysk z działalności operacyjnej w wysokości odpowiednio 22,8 mln zł i 34,3 mln zł. Natomiast wynik netto prognozujemy w granicach 18 mln zł w drugim półroczu i 28 mln zł za cały rok obrotowy.

Perspektywy Spółki na najbliższe kwartały przedstawiają się raczej korzystnie. Wawel działa na bardzo stabilnym rynku, gdzie elastyczność popytu jest stosunkowo niska, co pozwala utrzymać dynamikę sprzedaży. Planowane na kolejne miesiące inwestycje pozwolą zwiększyć moce wytwórcze Spółki o kilka tysięcy ton w skali roku, dzięki czemu dynamika przychodów może przyspieszyć. Dodatkowo przyczynią się do poprawy efektywności produkcji. Inwestycja pochłonie kilkanaście milionów złotych, przy czym 5 mln sfinansowane będzie z dotacji unijnej.

Sytuacja finansowa Wawelu jest bardzo korzystna ze względu na dużą ilość gotówki w Spółce oraz brak zobowiązań odsetkowych. Dzięki temu można skutecznie zarządzać kapitałem obrotowym (skracanie terminów płatności za korzystniejsze warunki zakupowe) oraz wykorzystać potencjalne możliwości przejęć. Jedynym istotnym zagrożeniem dla Spółki są tendencje na rynku surowcowym i walutowym, które mogą negatywnie wpływać na wyniki.

Wycena

Wycena Spółki została sporządzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metody porównawczej oraz metody dywidendowej. Przyjęte przez nas założenia do modelu DCF pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Wawelu na poziomie 347,7 zł, natomiast z wyceny porównawczej wartość jednego waloru wynosi 262,4 zł. Z kolei wycena dywidendowa wskazuje na wartość jednej akcji na poziomie 255,1 zł.

Wyniki finansowe Wawelu w ostatnich latach są bardzo stabilne. Panujący kryzys finansowy oraz trudna sytuacja na rynku surowcowym, przejawiająca się w wysokich cenach kakao i cukru, nie wpłynęły na pogorszenie rezultatów Spółki. Silna marka, stabilny popyt na produkty Spółki oraz jej bardzo bezpieczna sytuacja finansowa pozwalają oczekiwać, że wyniki będą ulegać stopniowej poprawie, co może być wzmocnione przez planowane na najbliższe miesiące inwestycje i ewentualne przejęcia. Dodatkowym atutem Spółki jest wysoka dywidenda wypłacana akcjonariuszom. Powyższe czynniki sprawiają, że inwestycja w Wawel wydaje się być atrakcyjna, szczególnie w bieżącej sytuacji dużej niepewności na rynku. W związku z tym wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową na poziomie 288,4 zł.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	245,2	255,4	288,6	308,8	342,8	373,6
zmiana r/r (%)	2,5%	4,2%	13,0%	7,0%	11,0%	9,0%
EBITDA	36,5	41,2	44,2	46,8	53,8	59,0
EBIT	28,2	31,0	34,3	36,3	41,9	45,8
marża EBIT (%)	11,5%	12,1%	11,9%	11,7%	12,2%	12,2%
Zysk netto	22,4	25,1	28,1	29,9	34,6	38,0
marża netto (%)	9,1%	9,8%	9,7%	9,7%	10,1%	10,2%
EPS (zł)	14,92	16,73	18,72	19,95	23,04	25,34
DPS (zł)	-	7,00	10,00	11,23	11,97	13,82
P / E	17,3	15,4	13,8	12,9	11,2	10,2
EV / EBITDA	10,1	8,9	8,3	7,9	6,8	6,2

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

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

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda dywidendowa opiera się na wypłatach z zysku kierowanych do akcjonariuszy. 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 Wawel w wysokości 507,4 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 347,7 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- ze względu na brak zadłużenia w Spółce oraz wysoką stabilność branży w której działa, współczynnik beta przyjęliśmy na stałym poziomie równym 0,9 dla całego okresu prognozy;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych na najbliższy okres został oparty o plany i założenia Spółki, natomiast w kolejnych latach prognozy o wartość nakładów odtworzeniowych, które będą wynosić połowę odpisów amortyzacyjnych;
- zadłużenie długoterminowe ani krótkoterminowe nie będzie wykorzystywane przez Spółkę;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie zakładamy utrzymanie obecnej polityki dywidendowej przez Spółkę, czyli przeznaczanie na wypłatę 60% zysku netto w najbliższych dwóch latach, po których współczynnik wypłaty wzrośnie do 75%;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 59, 26 i 93 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 7.10.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	157,8	308,8	342,8	373,6	405,4	437,8	472,8	505,9	538,8	565,7
EBIT	22,8	36,3	41,9	45,8	50,5	55,7	61,4	65,9	70,2	73,0
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	18,5	29,4	33,9	37,1	40,9	45,1	49,7	53,3	56,8	59,2
Amortyzacja	4,6	10,5	11,9	13,3	13,9	14,5	15,2	16,8	17,4	18,3
CAPEX	3,1	23,0	13,0	6,0	6,6	7,0	7,3	7,6	8,4	8,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	7,6	3,3	5,5	5,0	5,2	5,3	5,7	5,4	5,4	4,4
FCFF	12,3	13,6	27,3	39,3	43,0	47,4	52,0	57,1	60,5	64,3
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
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	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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Suma DCF	224,8									
Wartość rezydualna (TV)	716,7									
Zdyskontowana TV	262,6									
Wartość działalności operacyjnej	487,4									
Gotówka netto	20,0									
Wartość kapitału własnego	507,4									
Liczba akcji (mln szt.)	1,50									
Wartość 1 akcji (7.10.2009)	347,7 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 niewielką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 347,7 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0%	329,8	339,0	349,2	360,6	373,4
	-0,5%	329,1	338,3	348,5	359,8	372,6
	0,0%	328,4	337,6	347,7	359,1	371,8
	0,5%	327,7	336,8	347,0	358,3	371,0
	1,0%	327,0	336,1	346,2	357,5	370,2

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

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

Mieszko jest producentem słodczy o podobnej skali działalności mierzonej wielkością sprzedaży jak Wawel. Mieszko również koncentruje się głównie na wyrobach czekoladowych, przy czym w ofercie tej spółki nie ma czekolady w tabliczkach, która jest podstawowym produktem Wawelu. Zbliżona wielkość oraz ekspozycja na ten sam rynek pozwalają wykorzystać wskaźniki Mieszko do analizy porównawczej.

Jutrzenka działa w kilku segmentach rynku spożywczego – posiada dywizje zajmujące się produkcją słodczy, napojów oraz przypraw. Podstawowym źródłem przychodów Jutrzenki są jednak nadal słodczy, przez co staje się ona bezpośrednim konkurentem Wawelu w tym segmencie. Ujemne wyniki osiągnięte przez spółkę w ubiegłym roku spowodowały, że nie zostały one uwzględnione w analizie.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Jutrzenka	-	14,6	13,6	-	9,0	8,6	-	21,3	16,4
Mieszko	11,8	10,3	9,3	6,5	6,0	5,6	16,2	11,5	9,5
Średnia	11,8	12,5	11,5	6,5	7,5	7,1	16,2	16,4	12,9
Wawel									
wskaźniki dla Wawel	11,8	10,7	10,1	8,9	8,3	7,9	15,4	13,8	12,9
Implikowana cena 1 akcji Wawel	256,7	298,0	290,5	191,6	234,8	233,5	270,8	306,7	258,1
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	262,4 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki Wawel na poziomie 262,4 zł. Jest to wartość nieznacznie przewyższająca bieżące notowania tych walorów na giełdzie. Jedynie wskaźnik EV/EBITDA wskazuje na przewartościowanie akcji Wawelu na tle konkurentów, natomiast pozostałe wskaźniki przedstawiają wartości przewyższające bieżące notowania Spółki. Należy jednak zaznaczyć, że sytuacja finansowa Wawelu uzasadnia notowanie Spółki na wskaźnikach przewyższających średnią branżową.

Wycena dywidendowa

Wawel jest notowany na GPW od 1998 r., natomiast od dwóch lat Spółka dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami, wypłacając dywidendę. Polityka Spółki polegająca na wypłacaniu właścicielom wartości zbliżonej do połowy rocznego zysku netto powinna być utrzymana również w kolejnych latach, w związku z czym mogliśmy wyznaczyć cenę akcji przez zdyskontowanie kolejnych przepływów dla posiadaczy akcji. Otrzymaliśmy w ten sposób ich wartość przypadającą na jedną akcję w wysokości 255,1 zł.

Tab. Wycena dywidendowa

(PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Dywidenda na akcję	11,2	12,0	13,8	19,0	21,2	23,6	26,2	28,3	30,4	31,9
Mnożnik dyskonta	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35
Wartość bieżąca	10,1	9,7	10,1	12,5	12,5	12,5	12,5	12,2	11,7	11,1
Suma bieżących wartości wypłat	114,9									
Wartość rezydualna (TV)	403,6									
Zdyskontowana TV	140,2									
Wartość 1 akcji	255,1 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z powyższych trzech wartości – wyceny metodą DCF, metodą porównawczą oraz metodą dywidendową, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 288,4 zł. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Wawelu.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1 akcji waga	
metoda DCF	347,7	33%
metoda dywidendowa	255,1	33%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	262,4	33%
wycena Wawel	288,4 zł	
obecna cena akcji	258,0 zł	

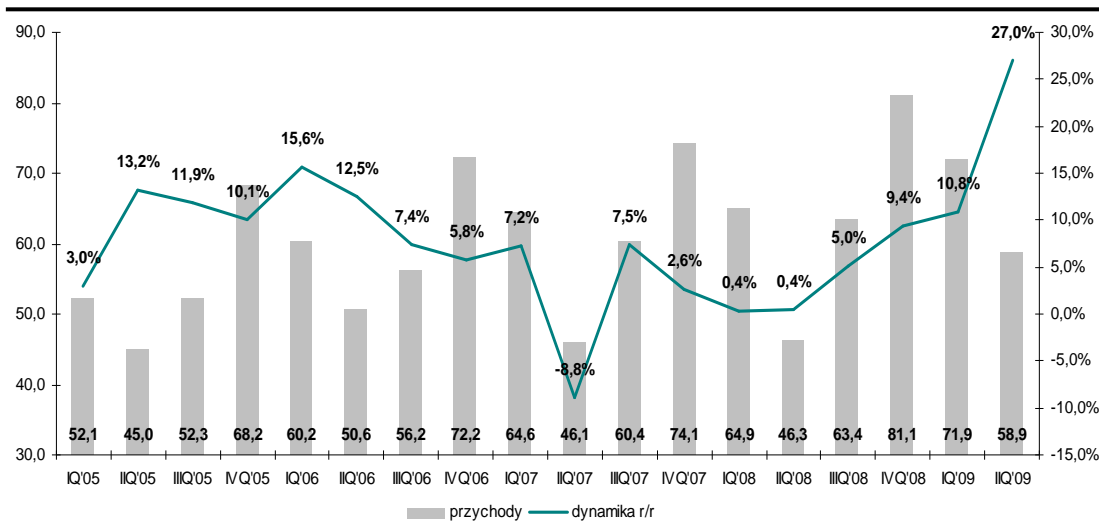
Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Wyniki finansowe Wawelu charakteryzują się wysoką stabilnością, co jest bardzo dużym atutem Spółki. Dynamika osiąganych przychodów zmieniała się w różnych okresach, przy czym w każdym roku wykazuje się dodatnią stopą wzrostu. Widoczne na poniższym wykresie tempo zmian wartości sprzedaży uległo spowolnieniu w ubiegłym roku, jednak ostatnie trzy kwartały pozwoliły znacząco zwiększyć sprzedaż Spółki przy dwucyfrowej dynamice wzrostu. Większa sprzedaż produktów Wawelu w tym okresie wynika ze zwiększenia ich atrakcyjności cenowej w stosunku do wyrobów innych producentów, którzy zdecydowali się na znaczące podwyżki cen (Wawel dokonał podwyżek już wcześniej). Trudno będzie utrzymać tak wysokie tempo wzrostu w kolejnych kwartałach, w związku z czym oczekiwać należy raczej powrotu do dynamiki zbliżonej do 10% w skali roku. Na wykresie widoczna jest jednocześnie sezonowość sprzedaży produktów Wawelu, która swój najwyższy poziom osiąga zawsze w okresie jesienno-zimowym, choć dysproporcja ta stopniowo zmniejsza się w kolejnych latach.

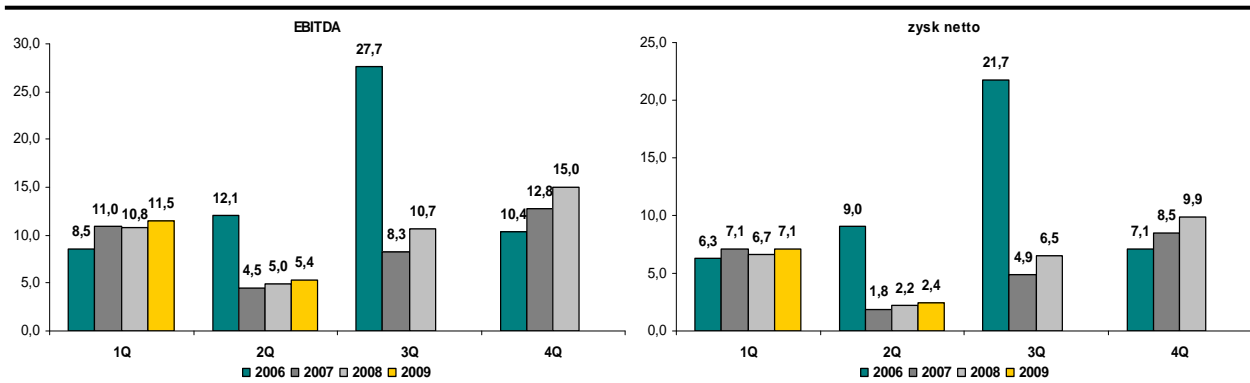
Rys. Wartość przychodów Wawelu (mln zł) oraz ich dynamika r/r



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Warto podkreślić, że rozwój Spółki następuje jedynie dzięki wzrostowi organicznemu – Wawel nie dokonywał żadnych akwizycji i obecnie nie są one planowane (choć nie można ich wykluczyć w razie atrakcyjnych warunków oferty ze względu na wysoką zdolność Spółki do sfinansowania potencjalnej transakcji). Poprawa widoczna jest na wszystkich poziomach rachunku wyników. Wartości z 2006 r. zaburzone są transakcjami jednorazowymi (sprzedaż nieruchomości), jednak kolejne lata pokazują, że w każdym roku wielkość zysku na poziomie EBITDA i na poziomie netto zwiększa się w stosunku do roku poprzedniego. Dynamika wyników przewyższała tempo wzrostu przychodów, co przyczyniało się do poprawy rentowności. Tendencja ta zmieniała się w tym roku, kiedy wzrost zysku nie nadążył za wzrostem sprzedaży i pociąga za sobą spadek uzyskiwanej marży. Wiąże się to głównie z wysokimi cenami surowców i opakowań oraz z większym naciskiem Spółki na zwiększanie wolumenów sprzedaży.

Rys. Wartość wyniku EBITDA i zysku netto Wawelu w poszczególnych kwartałach



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Przeprowadzona kilka lat temu restrukturyzacja, której podstawowym założeniem była koncentracja na wyrobach czekoladowych i maksymalizacja osiąganej rentowności, przynosi widoczną poprawę wyników w ostatnich latach. W ubiegłym roku rentowność netto była zbliżona do 10%, co jest znakomitym rezultatem. Przyczynia się do tego optymalizacja produkcji oparta o nowy zakład w Dobczycach, funkcjonujący od 2007 r. Obecnie Spółka planuje przeprowadzenie inwestycji mających na celu zakup nowych maszyn, dzięki którym zwiększą się moce produkcyjne oraz poprawi się efektywność produkcji. Pozwala to oczekiwać, że koszty działalności nie będą negatywnie wpływać na uzyskiwaną rentowność. Istotnym atutem Wawelu jest również brak zadłużenia, dzięki czemu zysk netto nie jest obciążony kosztami odsetkowymi. Duża ilość gotówki w Spółce powoduje możliwość osiągania zysków z lokat oraz skracania terminów płatności w zamian za lepsze warunki zakupowe, co także wpływa korzystnie na marżę.

Tab. Wyniki finansowe Wawelu

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	239,2	245,2	255,4	288,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>9,9%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>13,0%</i>
EBIT	54,3	28,2	31,0	34,3
<i>marża operacyjna</i>	<i>22,7%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>
EBITDA	58,6	36,5	41,2	44,2
Zysk brutto	54,5	27,9	31,3	34,5
Zysk netto	44,2	22,4	25,1	28,1
<i>marża netto</i>	<i>18,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,7%</i>
Dług/kapitał własny	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług/EBITDA	0,2	0,2	0,0	0,0
Odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności operacyjnej	19,8	32,3	31,0	38,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,8	-31,1	-16,4	-5,0
Przepływy z działalności finansowej	-17,7	-3,5	-15,4	-16,7

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Wawel może pochwalić się bardzo korzystną strukturą przepływów pieniężnych. Przepływy z działalności operacyjnej wykazują w każdym roku wysokie wartości, natomiast działalność inwestycyjna nie pochłania zbyt wielu środków. Po inwestycjach w nowy zakład w Dobczycach w latach 2004-2007, Spółka nie musiała już ponosić wysokich nakładów na środki trwałe. Bardzo silny cash flow operacyjny pozwolił zupełnie zredukować zadłużenie zewnętrzne, a od dwóch lat Spółka wypłaca akcjonariuszom dywidendę, co będzie już trwałą tendencją. Większe nakłady inwestycyjne planowane są w ciągu następnych kilkunastu miesięcy, kiedy zakupione będą nowe maszyny oraz powstanie hala wraz z magazynem. Całkowita wartość tych inwestycji wynosi ok. 30 mln zł, przy czym Spółka otrzyma wsparcie w wysokości 5 mln zł na zakup maszyn z dotacji unijnych. Pozostały koszt inwestycji pokryty będzie ze środków własnych bez udziału kredytów. Inwestycje te przyczynią się przede wszystkim do zwiększenia mocy produkcyjnych o ok. 5-6 tys. ton produktów w skali roku. Dodatkowo pozwolą usprawnić produkcję i ją zautomatyzować, co wygeneruje pewne oszczędności.

Prezentowane przez Spółkę wyniki przedstawiają się bardzo korzystnie. Warta podkreślenia jest wysoka stabilność osiąganych wyników połączona ze stałym wzrostem skali działalności. Wawel znajduje się w bardzo korzystnym położeniu finansowym, generując dużo gotówki, co pozwala efektywniej wykorzystywać kapitał obrotowy (przede wszystkim skracać terminy płatności do dostawców w zamian za upusty cenowe). Dotychczasowe rezultaty pozwalają oczekiwać, że bieżąca polityka Spółki oraz przyjęty model funkcjonowania przyczynić się będą do dalszego rozwoju i kontynuacji wzrostu osiąganych zysków.

Pierwsze półrocze i prognoza na 2009 r.

Znaczącym osiągnięciem Wawelu w pierwszym półroczu było zwiększenie wartości wypracowanych przychodów ze sprzedaży o ponad 17%, co było najwyższą dynamiką od wielu lat. Zawdzięczana jest ona zwiększeniu wolumenów, jak również zwiększeniu ceny produktów. Wzrost cen surowców spowodował, że ceny sprzedaży także musiały wzrosnąć, przez co praktycznie wszyscy producenci zdecydowali się na podwyżki. Z drugiej strony nie cały wzrost kosztów udało się przerzucić na odbiorców, dlatego uzyskiwana marża na sprzedaży spadała o ponad 3 p. p.

Tab. Wyniki finansowe Wawelu w pierwszym półroczu oraz prognoza na 2009 r.

(mln PLN)	1H 2008	1H 2009	zmiana r/r	2H 2009 P	2009 P
przychody	111,2	130,8	17,6%	157,8	288,6
zysk brutto ze sprzedaży	50,8	55,0	8,1%	73,9	128,9
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>45,7%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-3,7 p.p.</i>	<i>46,8%</i>	<i>44,6%</i>
zysk operacyjny	10,8	11,5	6,8%	22,8	34,3
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>	<i>14,4%</i>	<i>11,9%</i>
EBITDA	15,7	16,8	7,0%	27,4	44,2
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>14,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>-1,3 p.p.</i>	<i>17,4%</i>	<i>15,3%</i>
saldo finansowe	0,2	0,1	-65,0%	0,2	0,2
zysk netto	8,9	9,5	6,5%	18,6	28,1
<i>rentowność netto</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>11,8%</i>	<i>9,7%</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Skutkiem wzrostu kosztów, głównie surowców i opakowań kupowanych zazwyczaj w funtach i euro, był również znaczący spadek uzyskiwanej marży operacyjnej. Mimo tego zysk EBIT wyniósł 11,5 mln zł, czyli o prawie 7% więcej niż przed rokiem. W podobnym stopniu zmieniła się wartość zysku EBITDA.

Ze względu na brak zadłużenia i posiadanie wolnych środków pieniężnych saldo finansowe jest dodatnie. Po uwzględnieniu podatku, Spółka zakończyła pierwsze półrocze z zyskiem netto na poziomie 9,5 mln zł, czyli o 6,5% więcej niż w 2008 r. przy czym uzyskana rentowność netto była niższa o 0,8 p. p. Ponieważ zmiany notowań na rynku surowcowym oraz walutowym działały na niekorzyść Spółki, powyższy wynik osiągnięty w takich warunkach należy uznać za bardzo dobre osiągnięcie.

Drugie półrocze w segmencie słodyczy jest zawsze lepsze niż pierwsze, gdyż większość sprzedaży tych produktów generowana jest właśnie w miesiącach jesienno-zimowych. Z kolei wyższa sprzedaż i większa wartość zysku brutto ze sprzedaży pozwala poprawić rentowność w wyniku działania dźwigni operacyjnej. Szacujemy, że sprzedaż za trzeci i czwarty kwartał wyniesie ok. 158 mln zł, dzięki czemu Spółka osiągnie całoroczne przychody na poziomie ok. 288 mln zł.

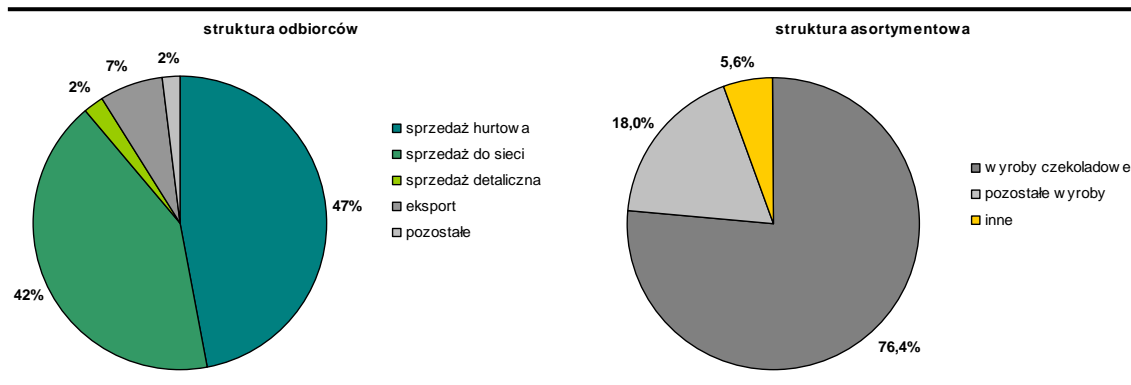
Od wiosny obserwowany jest spadek ceny kakao oraz cukru na rynku światowym, co powinno przełożyć się na wyższą marżę brutto ze sprzedaży – Spółka będzie ponosić niższe koszty nabycia, a nie praktykuje się obniżki cen produktów. W efekcie rentowność operacyjna powinna zwiększyć się mniej więcej do 14%. Prognozujemy zatem, że całoroczny zysk operacyjny wyniesie ok. 34 mln zł. Ze względu na nadpłynność finansową i utrzymywanie lokat niemal przez cały rok, Spółka będzie notować niewielkie dodatnie saldo finansowe. Natomiast zysk netto prognozujemy w wysokości 18,6 mln zł w drugim półroczu oraz ok. 28 mln zł w ciągu całego roku.

Działalność operacyjna

Wawel S.A. to jedna z najstarszych fabryk cukierniczych w Polsce, która swoją historią sięga przełomu XIX i XX w. Po przeprowadzeniu procesu prywatyzacji w 1992 r., Spółka została wprowadzona na giełdę i jest notowana od marca 1998 r.

Do 2006 r. produkcja odbywała się w trzech zakładach produkcyjnych znajdujących się na terenie Krakowa, z których każdy wyspecjalizowany był w poszczególnych segmentach asortymentu. Od 2004 r. trwała jednocześnie budowa nowego zakładu produkcyjnego w Strefie Przemysłowej w Dobczycach, do którego przeniesiono całość produkcji już w 2007 r. Inwestycja ta pochłonęła w sumie ok. 100 mln zł, a jej efektem był nowoczesny zakład oraz magazyn spełniające wszystkie standardy związane z produkcją żywności, zachowując przy tym również wszelkie standardy dotyczące ochrony środowiska. Obecnie Wawel w znacznej mierze wykorzystuje dostępne moce produkcyjne, wytwarzając 30 tys. ton wyrobów w skali roku. Powiększeniu mocy oraz usprawnieniu produkcji mają służyć wspomniane wcześniej inwestycje. Spółka zatrudnia ok. 700 osób – pracowników produkcyjnych i administracyjnych.

Rys. Struktura odbiorców oraz asortymentu Wawelu (dane za 2008 r.)



Źródło: sprawozdanie Spółki, BM BGŻ.

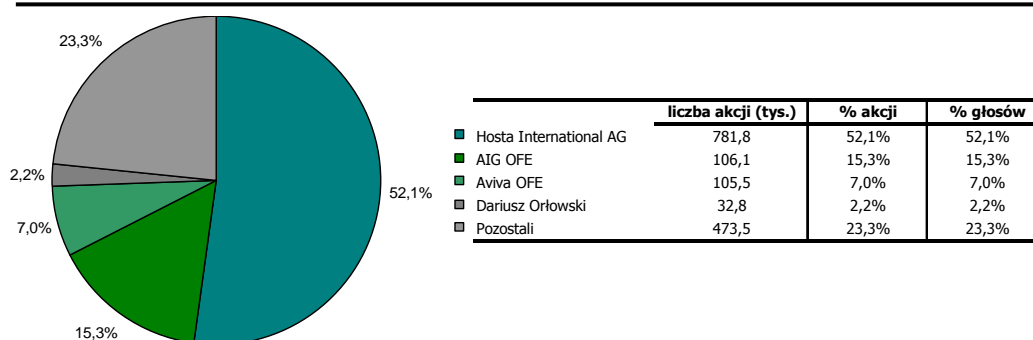
Po wielu próbach poszerzania asortymentu o nowe produkty (m. in. gumy do żucia, lizaki itp.), które nie przynosiły zadowalających wyników finansowych, Spółka zdecydowała się na koncentrację na wyrobach czekoladowych. Stanowią one obecnie główne źródło przychodów Wawelu, a należą do nich przede wszystkim czekolada nadziewana, cukierki w czekoladzie oraz karmelki. Pozostałymi wyrobami, które generują kilkanaście procent przychodów są wafle, a reszta sprzedaży pochodzi z obrotu towarami, gdzie zaliczana jest również sprzedaż sklepów własnych Wawelu.

Odbiorcami produktów Wawelu są głównie hurtownie, do których trafia prawie połowa całej sprzedaży. Około 40% sprzedaży kierowane jest natomiast do sieci handlowych, przy czym są to niemal wyłącznie produkty pod markami Spółki. Sprzedaż pod markami własnymi sieci, czy innych podmiotów (np. Krakowski Kredens) stanowi jedynie nieznaczny udział w strukturze przychodów. Mniej więcej 7% udział w sprzedaży mają dostawy poza granice kraju, które kierowane są głównie do USA, Kanady i państw Unii Europejskiej. Niewielką część przychodów Spółki stanowią również sklepy własne Wawelu (5 mln zł rocznej sprzedaży). Obecnie sklepów tych jest 15, jednak liczba ta nie będzie zwiększać się w znaczącym stopniu w kolejnych latach.

Struktura akcjonariatu

W akcjonariacie Wawelu zachodziły ostatnio istotne zmiany. Nadal jednak największym akcjonariuszem jest Hosta International AG. Posiadając ponad 50% wszystkich akcji i głosów, sprawuje kontrolę nad Spółką. Wawel cieszy się dużą popularnością wśród funduszy emerytalnych, obecnie ujawniają się w akcjonariacie AIG OFE oraz Aviva OFE, do których należy odpowiednio 15,3% oraz 7% walorów. Ponad 2% akcji posiada Prezes Spółki, Dariusz Orłowski. W wolnym obrocie znajduje się ok. 23% akcji, co nie przekłada się jednak na zwiększoną płynność tych walorów, ponieważ mediana dziennych obrotów wynosi ok. 250 szt. Wynika to z dużej popularności Spółki wśród instytucji finansowych, które nie ujawniają się w akcjonariacie.

Rys. Struktura akcjonariatu spółki Wawel



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie konkurencyjne

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

Tab. Wskaźniki finansowe Wawelu i konkurentów (ostatnie cztery kwartały)

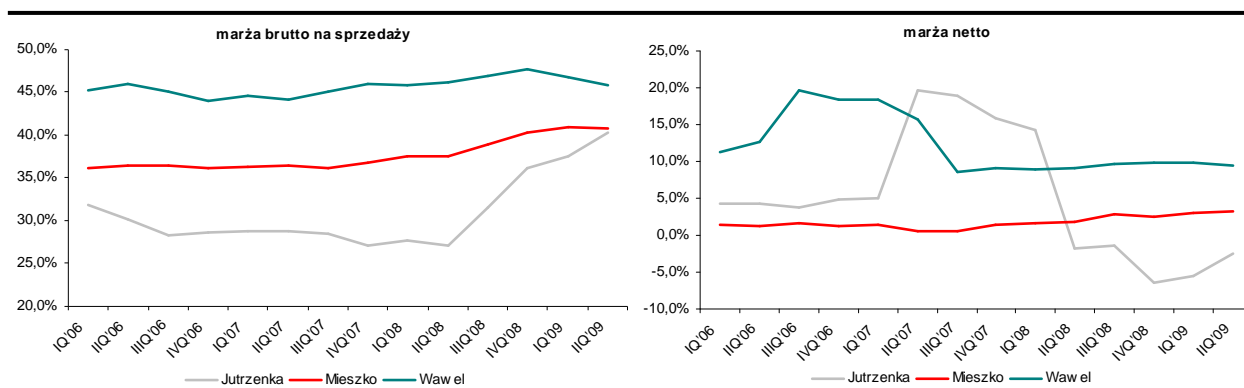
wskaźnik	Mieszko	Wawel	Jutrzenka
ROA	5,6%	11,5%	-1,1%
ROE	7,7%	15,5%	-2,7%
Dług / EBITDA	2,2	0,0	4,6
Dług / kapitał własny	0,6	0,0	0,2
Przychody	236,8	275,2	572,4
Marża brutto na sprzedaży	40,8%	47,6%	40,4%
Marża EBIT	6,1%	11,6%	0,0%
Marża EBITDA	10,4%	15,5%	4,4%
Marża netto	3,2%	9,3%	-2,6%
Rotacja zapasów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

Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Analizując rentowność uzyskiwaną przez powyższe spółki, warto prześledzić ją w dłuższym horyzoncie czasowym. Poniższy wykres przedstawia wypracowaną przez wszystkich trzech konkurentów rentowność brutto na sprzedaży oraz rentowność netto od początku 2006 r. W przypadku rentowności brutto na sprzedaży wynik Wawelu jest zdecydowanie najlepszy, przy czym warto zwrócić uwagę na jego stabilność w perspektywie ostatnich lat. Natomiast wynik netto został zaburzony w 2006 i 2007 r. transakcjami jednorazowymi, po czym stał się również bardzo stabilny. Obraz ten wyraźnie kontrastuje z sytuacją Jutrzenki, gdzie ze względu na transakcje jednorazowe wynik w ostatnich kwartałach był bardzo zmienny, i sytuacją Mieszko, gdzie wyniki ulegają regularnej poprawie, jednak nadal są dużo słabsze. Wskaźnik ROA przedstawiający rentowność aktywów spółki także jest na najwyższym poziomie, podobnie jak wskaźnik ROE. Zaznaczyć należy jednak, że ujemna rentowność Jutrzenki w ostatnich czterech kwartałach wynika z jednorazowych odpisów poczynionych w ubiegłym roku.

Istotne różnice występują w poziomie zadłużenia poszczególnych spółek – Wawel nie wykorzystuje finansowania zewnętrznego w ogóle, Jutrzenka w nieznacznym stopniu w stosunku do kapitałów własnych, a Mieszko w największym stopniu, jednak niewpływającym negatywnie na kondycję spółki. Brak zadłużenia w Wawelu stawia spółkę w korzystnym świetle, zmniejszając ryzyko prowadzonej działalności oraz przyczyniając się do lepszych wyników ze względu na brak kosztów odsetkowych.

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



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Bardzo dobrze przedstawia się obraz Wawelu pod kątem realizowanych rotacji kapitału obrotowego. Rotacja zapasów jest najniższa wśród notowanych spółek z branży. Jej niski poziom wynika z dużej sezonowości sprzedaży – głównie odbywa się ona w zimie, przez co największe stany zapasów występują jesienią (Jutrzenka ma bardziej rozłożoną strukturę przychodów, przez co sezonowość jest mniejsza a zatem stan zapasów wyższy). Rotacja należności Wawelu również jest na najniższym poziomie, co korzystnie wpływa na przepływy operacyjne w Spółce. Natomiast okres spłaty zobowiązań jest najkrótszy właśnie w Wawelu, co jest efektem nadpłynności w Spółce. Rezygnując z dłuższych terminów płatności, Spółka otrzymuje bardzo korzystne warunki zakupowe, dzięki czemu może realizować wyższe marże. Świadczy to o bardzo efektywnym zarządzaniu kapitałem pracującym, na co pozwala bardzo dobra sytuacja finansowa Wawelu. Całkowity cykl rotacji gotówki wynosi 61 dni, plasując Wawel w środku między analizowanymi podmiotami, jednak jest to głównie efekt skracania terminów płatności za dostawy surowców.

Ogólny obraz Spółki na tle konkurentów jest bardzo korzystny. W zasadzie pod każdym względem Wawel charakteryzuje się najlepszymi wskaźnikami – zarówno pod względem uzyskiwanej rentowności, jak również wskaźników zadłużenia oraz rotacji kapitału obrotowego. Pozwala to bardzo wysoko ocenić pozycję Spółki i jej sytuację finansową na tle konkurencji.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

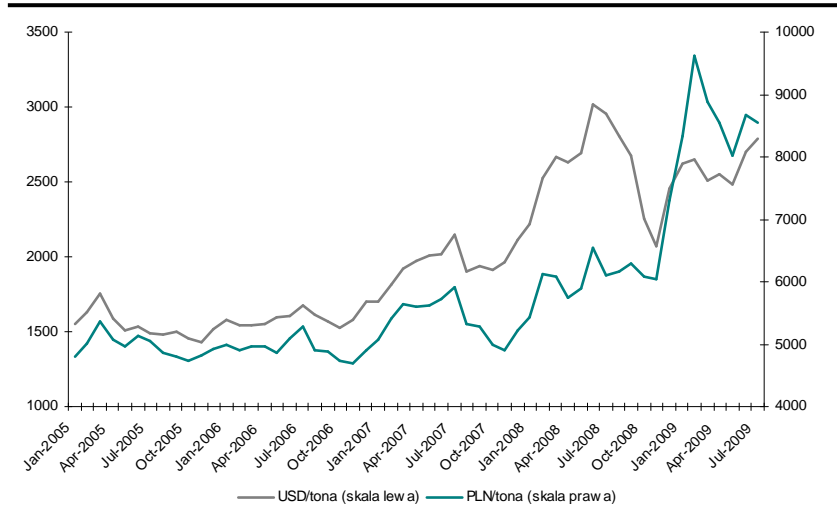
W Polsce funkcjonuje ok. 140 producentów słodyczy, jednak ponad 100 z nich to niewielkie firmy o lokalnym zasięgu, które nie mają widocznego udziału w rynku ogólnokrajowym. Roczna produkcja wszystkich producentów sięga 400 tys. ton, a cały rynek szacowany jest na ok. 7 mld zł i rozwija się bardzo dynamicznie,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

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

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

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

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



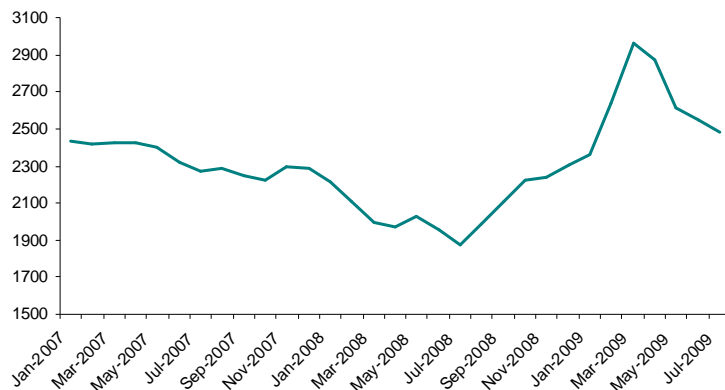
Źródło: International Cocoa Organization, BM BGZ.

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

Drugim ważnym surowcem niezbędnym do wyrobu słodyczy jest cukier, którego notowania również nie sprzyjały producentom wyrobów cukierniczych, szczególnie w drugiej połowie ubiegłego roku. Gwałtowny wzrost wywindował cenę jednej tony w okolice 3000 zł w marcu. Od tej pory cena powoli spada, dzięki czemu przemysł słodki może osiągać wyższe marże. Często podnoszonym problemem dla producentów słodyczy jest zniknięcie dopłat unijnych do cukru, które weszło w życie w październiku. Dotyczy to jedynie produkcji wyrobów spożywczych kierowanej na eksport, jednak podmioty o wysokim udziale sprzedaży zagranicznej mogą stracić

swoją konkurencyjność na rynkach innych państw lub odczuć znaczny spadek uzyskiwanych marż. Wawel tylko w nieznacznym stopniu korzystał z tych dopłat, przez co zmiana ta nie będzie dla Spółki odczuwalna.

Rys. Cena cukru (zł/tona)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, BM BGŻ.

Czynniki ryzyka

Branża spożywcza, a sektor słodczy w szczególności, wydają się być odporne na kryzys. Tłumaczy się to efektem „słodzenia kryzysu”, polegającym na tym, że konsumenci ograniczają zakupy dóbr trwałego użytku takich jak ubrania, elektronika itp., a w zamian za to wydają większe kwoty na drobne słodczy. Trudno jednak przewidzieć, czy przedłużający się kryzys nie spowoduje ograniczenia wydatków także w tym segmencie.

Drugim istotnym czynnikiem ryzyka jest cena głównych surowców, czyli miazgi kakao oraz cukru. Bieżące notowania odbiegają już nieco od rekordowych poziomów cen tych produktów w bieżącym roku, jednak ryzyko dalszego wzrostu jest realne. Wyższe ceny zakupu surowca oznaczałyby wyższe koszty produkcji, co nie koniecznie uda się przerzucić na odbiorców i będzie negatywnie wpływać na uzyskiwane marże. Dla cen surowców duże znaczenie ma także kurs walutowy. Osłabienie polskiej waluty powoduje droższe zakupy kakao. Wawel pozostaje importerem netto, czyli posiada ekspozycję na osłabienie polskiej waluty – silniejszy złoty korzystnie wpływa na wyniki Spółki.

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

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	210,0	230,6	250,8	271,8	293,0	314,3	332,4
Aktywa trwałe	131,4	143,5	138,3	150,7	150,8	142,5	134,2
Wartości niematerialne i prawne	2,5	3,4	3,2	4,3	4,6	4,4	4,2
Rzeczowe aktywa trwałe	123,1	132,6	127,5	139,0	138,7	130,6	122,5
Aktywa obrotowe	78,6	87,1	112,6	121,1	142,2	171,8	198,2
Zapasy	17,4	18,6	20,6	22,0	24,4	26,6	28,9
Należności krótkoterminowe	59,9	68,0	73,5	78,7	87,3	95,2	103,3
Środki pieniężne	1,0	0,2	17,5	19,4	29,4	49,0	65,0
PASYWA	210,0	230,6	250,8	271,8	293,0	314,3	332,4
Kapitał własny	157,0	170,8	183,9	197,0	213,6	230,9	244,8
Kapitał zakładowy	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Kapitał zapasowy	96,9	136,6	146,7	158,0	169,9	183,7	193,2
Pozostałe kapitały	30,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Zysk netto	22,4	25,1	28,1	29,9	34,6	38,0	42,5
Zobowiązania i rezerwy	53,0	59,8	66,9	74,9	79,4	83,4	87,6
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	44,9	44,4	47,0	55,2	59,8	63,8	68,0
<i>w tym zobowiązania odsetkowe</i>	<i>6,4</i>	<i>1,9</i>	<i>0,3</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. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	245,2	255,4	288,6	308,8	342,8	373,6	405,4
<i>zmiana r/r</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,5%</i>
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	132,2	133,6	159,7	169,1	185,6	201,8	218,4
Zysk brutto na sprzedaży	113,0	121,8	128,9	139,7	157,2	171,8	187,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>46,1%</i>	<i>47,7%</i>	<i>44,6%</i>	<i>45,2%</i>	<i>45,9%</i>	<i>46,0%</i>	<i>46,1%</i>
Koszty sprzedaży	59,5	64,6	70,8	80,0	91,3	101,6	111,6
Koszty ogólnego zarządu	23,9	23,7	23,5	23,5	24,0	24,4	24,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	29,5	33,5	34,5	36,3	41,9	45,8	50,5
EBITDA	36,5	41,2	44,2	46,8	53,8	59,0	64,4
EBIT	28,2	31,0	34,3	36,3	41,9	45,8	50,5
<i>marża operacyjna</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,5%</i>
Saldo z działalności finansowej	-0,3	0,3	0,2	0,7	0,8	1,2	2,0
Zysk (strata) brutto	27,9	31,3	34,5	36,9	42,7	46,9	52,4
<i>marża brutto</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,9%</i>
Podatek dochodowy	5,5	6,2	6,5	7,0	8,1	8,9	10,0
Zysk (strata) netto	22,4	25,1	28,1	29,9	34,6	38,0	42,5
<i>marża netto</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,5%</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	32,3	31,0	38,9	37,1	40,9	46,3	51,2
Zysk netto	22,4	25,1	28,1	29,9	34,6	38,0	42,5
Amortyzacja	8,3	10,2	9,9	10,5	11,9	13,3	13,9
Odsetki	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	-0,7	-5,0	-2,8	-3,3	-5,5	-5,0	-5,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-31,1	-16,4	-5,0	-23,0	-13,0	-6,0	-6,6
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-27,5	-16,9	-5,0	-23,0	-13,0	-6,0	-6,6
Przepływy z działalności finansowej	-3,5	-15,4	-16,7	-12,2	-18,0	-20,7	-28,5
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	-16,8	-18,0	-20,7	-28,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,3	-0,8	17,3	2,0	10,0	19,6	16,1
Środki pieniężne:							
na początek okresu	3,3	1,0	0,2	17,5	19,4	29,4	49,0
na koniec okresu	1,0	0,2	17,5	19,4	29,4	49,0	65,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	46,1%	47,7%	44,6%	45,2%	45,9%	46,0%	46,1%
marża EBIT	11,5%	12,1%	11,9%	11,7%	12,2%	12,2%	12,5%
marża EBITDA	14,9%	16,1%	15,3%	15,1%	15,7%	15,8%	15,9%
marża netto	9,1%	9,8%	9,7%	9,7%	10,1%	10,2%	10,5%
ROA	10,9%	10,9%	11,2%	11,0%	11,8%	12,1%	12,8%
ROE	14,2%	14,7%	15,3%	15,2%	16,2%	16,5%	17,3%
dług/aktywa	3,0%	0,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/kapitał własny	4,1%	1,1%	0,2%	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	2,4	2,2	2,4	2,7	2,9
płynność szybka	1,7	2,0	2,0	1,8	1,9	1,9	2,0
płynność gotówkowa	0,02	0,00	0,37	0,35	0,49	0,77	0,96
rotacja zapasów (dni)	25,9	26,6	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
rotacja należności (dni)	89,2	97,2	93,0	93,0	93,0	93,0	93,0
rotacja zobowiązań (dni)	57,2	61,6	59,4	59,4	59,4	59,4	59,4
cykl rotacji gotówki (dni)	57,9	62,2	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6

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

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	14,92	16,73	18,72	19,95	23,04	25,34	28,32
DPS	0,00	7,00	10,00	11,23	11,97	13,82	19,01
BVPS	104,71	113,91	122,63	131,35	142,42	153,94	163,25
P/E	17,29	15,42	13,78	12,93	11,20	10,18	9,11
P/BV	2,46	2,26	2,10	1,96	1,81	1,68	1,58
P/S	1,58	1,52	1,34	1,25	1,13	1,04	0,95
P/CE	12,60	10,95	10,17	9,57	8,33	7,54	6,86
EV/EBIT	13,04	11,85	10,71	10,13	8,77	8,03	7,28
EV/EBITDA	10,06	8,91	8,30	7,85	6,83	6,22	5,70
EV/S	1,50	1,44	1,27	1,19	1,07	0,98	0,91

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

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

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