

Wilbo

sektor / branża: Przemysł spożywczy

Ticker: WLB

ISIN: PLWILBO00019

Kupuj
2,17 zł
Profil spółki

Wilbo to spółka działająca w branży przetwórstwa rybnego. Działalność spółki obejmuje produkcję i sprzedaż konserw rybnych i mięsnych, owoców morza i ryb mrożonych.

Dane podstawowe

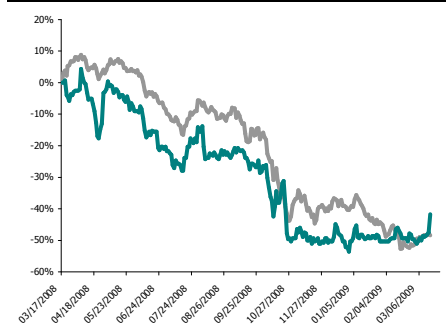
Kurs (17/03/09)	1,61
Wycena DCF (zł)	2,21
Wycena porównawcza (zł)	2,11
Liczba akcji (tys.)	16 200
Kapitalizacja (mln zł)	26,1
EV (mln zł)	28,0

Notowania WLB

max cena 52 tygodnie (zł)	2,93
min cena 52 tygodnie (zł)	1,28
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	36,3

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Waldemar Wilandt	21,1%	33,6%
Dariusz Bobiński	21,1%	33,6%
Leszek Stypułkowski	0,1%	0,1%
free float	57,7%	32,7%


Analityk:
Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Czwarty kwartał i 2008 r.

W ostatnim kwartale ubiegłego roku Wilbo osiągnęło bardzo dobry rezultat, wypracowując 1,9 mln zł zysku netto (wobec straty 2,1 mln zł rok wcześniej). W całym roku Spółka miała 4,2 mln zł zysku netto. Było to mniej niż w 2007 r., jednak wtedy niemal cały zysk pochodził ze sprzedaży nieruchomości. Wzrost zysku nastąpił mimo spadku przychodów ze sprzedaży, które były niższe o ponad 11%.

Spadek wartości przychodów tłumaczony jest jako efekt restrukturyzacji, mającej na celu eliminację z działalności kontraktów nierentownych oraz zmniejszenie zaangażowania w sprzedaż prowadzonej kanałem nowoczesnym, uważanym za nisko rentowny. Dodatkowo Spółka skupiła się na produkcji marek własnych, które są znacznie bardziej zyskowne. W wyniku przeprowadzonych zmian nastąpił znaczący wzrost rentowności na sprzedaży, a dzięki temu także wzrost rentowności netto. Do zmniejszenia wartości przychodów przyczyniła się też zmiana polityki udzielania kredytu kupieckiego, co spowodowało, że część odbiorców odeszła od Spółki.

Atutem Wilbo jest niski poziom zadłużenia na poziomie 10% kapitałów własnych na koniec ubiegłego roku (prawie całe zadłużenie zostało spłacone w pierwszym kwartale tego roku). Poza tym Wilbo od ponad roku stale osiąga dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Należy również zaznaczyć, że Spółka nie ma obecnie żadnych otwartych pozycji na pochodnych instrumentach walutowych, a wcześniejsze kontrakty zostały zamknięte z zyskiem.

Prognoza

Branża przetwórstwa rybnego jest uznawana za perspektywiczną. Stopniowy wzrost spożycia produktów rybnych przez Polaków stwarza możliwości rozwoju i poszerzenia działalności. Wilbo zmniejsza swoją sprzedaż, jednak nie straciło swojego udziału w rynku konserw. W dłuższym terminie Spółka powinna ustabilizować swoją sprzedaż i stopniowo ją zwiększać poprzez penetrację rynku i zdobywanie udziału rynkowego w oparciu o silne marki własne - Neptun i Dal Pesca.

W czerwcu ubiegłego roku Spółka wprowadziła system motywacyjny oparty o warranty dla kadry zarządzającej. Jego realizacja uzależniona jest od osiągnięcia przez Wilbo wyniku netto. Warranty będą przydzielone pod warunkiem uzyskania zysku netto na poziomie 3,15 mln zł w 2008 r., 5,35 mln zł w 2009 r. oraz 8,75 mln zł w 2010 r. Założenia na poprzedni rok zostały wykonane z nawiązką, natomiast z zapowiedzi Zarządu wynika, że również plan na ten rok zostanie wykonany.

Realizacji założeń ma służyć prowadzona obecnie restrukturyzacja. Najważniejsza jej część, czyli optymalizacja sprzedaży, została już niemal zakończona. Następnym etapem będzie przeniesienie całości produkcji do jednego zakładu, co pozwoli poczynić spore oszczędności, przede wszystkim na kosztach wynagrodzeń oraz logistyce.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny metodą DCF implikują wartość jednej akcji Wilbo na poziomie 2,21 zł. Natomiast porównanie wskaźników Spółki z innymi giełdowymi podmiotami działającymi w branży rybnej i spożywczej dało wycenę Wilbo na poziomie 2,11 zł. W związku z tym podnosimy cenę docelową z poziomu 1,79 zł do 2,17 zł, czyli do wysokości średniej uzyskanej z obu wycen. Ponieważ cena docelowa jest wyższa od ceny rynkowej o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się zmienić rekomendację z NEUTRALNIE do KUPUJ dla Wilbo.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	172,6	153,4	159,3	164,5	170,3	176,3
zmiana r/r (%)	-2,0%	-11,2%	3,9%	3,3%	3,5%	3,5%
EBITDA	16,2	8,5	9,5	10,3	10,5	10,7
EBIT	11,3	4,4	7,1	7,5	7,6	7,6
marża EBIT (%)	6,5%	2,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%
Zysk netto	6,9	4,2	5,5	5,9	6,0	6,0
marża netto (%)	4,0%	2,8%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%
EPS (zł)	0,43	0,26	0,34	0,36	0,37	0,37
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	3,78	6,17	4,73	4,45	4,37	4,36
EV / EBITDA	1,73	3,29	2,95	2,72	2,67	2,62

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki wykonano za pomocą:

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

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

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Wilbo w wysokości 35,0 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 2,21 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 5,5%;
- współczynnik beta dla przyjęliśmy na poziomie 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (8%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o wartość nakładów odtworzeniowych, które kształtują się na poziomie połowy amortyzacji; nie zakładamy inwestycji zwiększających moce produkcyjne;
- wielkość zadłużenia spółki pozostaje na względnie stałym poziomie;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie przyjęto brak dywidendy wypłacanej przez spółkę;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności nie będą się zmieniać i pozostaną na poziomie z ostatniego roku (odpowiednio 39, 77 i 86 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 18.03.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF – Wilbo

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	159,3	164,5	170,3	176,3	182,9	190,5	198,5	207,0	215,8	224,7
EBIT	7,1	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	7,8	7,3	7,6	7,7
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	5,8	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,3	5,9	6,2	6,3
Amortyzacja	2,4	2,8	2,9	3,1	3,2	3,5	3,7	2,3	2,2	2,2
CAPEX	3,0	1,2	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,7	2,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	-2,2	-1,8	-2,0	-2,0	-2,2	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,0
FCFF	3,0	5,9	5,7	5,8	5,7	5,5	5,5	3,5	3,6	3,3
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	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Koszt długu	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
% kapitału własnego	94,0%	96,5%	96,9%	97,0%	97,1%	97,2%	97,3%	97,4%	97,4%	97,4%
% długu	6,0%	3,5%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
WACC	12,7%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Suma DFCF	26,5									
Wartość rezydualna (TV)	31,0									
Zdyskontowana TV	9,2									
Wartość działalności operacyjnej	35,7									
Gotówka netto	-0,7									
Wartość kapitału własnego	35,0									
Liczba akcji (mln szt.)	16,2									
Wartość 1 akcji (18.03.2009)	2,21 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny Wilbo metodą DCF na stopę wzrostu spółki po okresie prognozy i wartość współczynnika beta. Z tabeli wynika, że zmiana zakładanej stopy wzrostu o 1 p. p. powoduje zmianę wyceny o ok. 3%, a zmiana wskaźnika beta o 0,1 zmienia cenę o ok. 4%. Przy naszych założeniach, 2% wzrostu oraz współczynnik beta na poziomie 1,3, cena wynosi 2,21 zł, co znacznie odbiega od obecnej ceny rynkowej.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia – Wilbo

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	1,1	2,33	2,37	2,41	2,45	2,49
	1,2	2,24	2,27	2,31	2,34	2,38
	1,3	2,16	2,18	2,21	2,25	2,28
	1,4	2,08	2,10	2,13	2,16	2,19
	1,5	2,01	2,03	2,05	2,08	2,10

Źródło: BM BGZ.

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 oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Wyceny porównawczej dokonaliśmy w zestawieniu z pozostałymi spółkami z GPW operującymi w branży spożywczej, które działają w segmencie rybnym – Seko i Graal.

Seko produkuje marynaty rybne, sałatki rybne oraz inne rybne wyroby garmazeryjne. Oferta asortymentowa zawiera ponad 200 produktów, które sprzedawane są do sieci handlowych lub na export. Graal jest największym polskim producentem konserw rybnych (posiada ponad 20% udziału w rynku) i jednym z liderów branży przetwórstwa ryb. Działalność spółki obejmuje również dystrybucję artykułów spożywczych, a w ofercie znajdują się konserwy rybne, dania obiadowe, ryby mrożone, owoce morza, konserwy mięsne, kawior, marynaty oraz sałatki.

Tab. Wycena porównawcza w zestawieniu ze spółkami krajowymi – Wilbo

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
Graal	9,0	9,0	5,0	4,8	3,2	6,6
Seko	7,1	6,9	4,4	3,8	11,5	9,7
Średnia	8,1	7,9	4,7	4,3	7,4	8,1
Wilbo						
wskaźniki dla Wilbo	6,4	3,9	3,3	3,0	6,2	4,7
Implikowana cena 1 akcji Wilbo	2,08	3,37	2,34	2,39	1,92	2,77
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
Wycena 1 akcji	2,11					

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

W zestawieniu ze spółkami ze swojej branży, Wilbo wypada bardzo korzystnie. Wycena porównawcza oparta o wszystkie wskaźniki wskazuje na niedowartościowanie Spółki. Otrzymana cena na poziomie 2,11 zł jest zdecydowanie wyższa od obecnej ceny rynkowej, co daje potencjał do wzrostu kursu.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi, nadając obu wartościom równe wagi (50%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Wilbo ustalamy na 2,17 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 Wilbo.

Tab. Wycena końcowa – Wilbo

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	2,21	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	2,11	50%
wycena Wilbo	2,17	
obecna cena akcji	1,61	

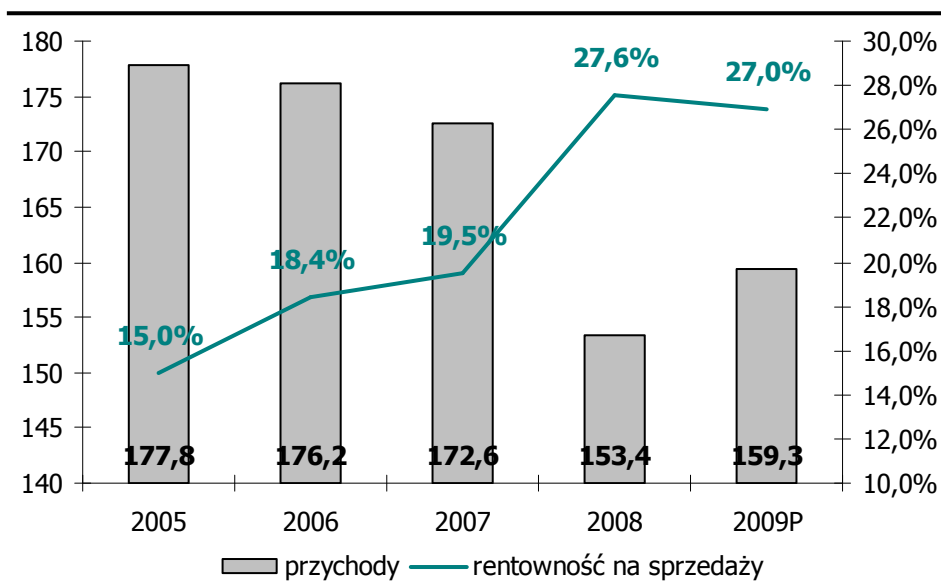
Źródło: BM BGŻ.

Wilbo – wyniki finansowe

Wilbo osiągnęło bardzo dobre wyniki za czwarty kwartał 2008 r. Wynik za cały rok również był lepszy od oczekiwań, w związku z czym Spółka zasługuje na wyróżnienie. Mimo spadku przychodów ze 172,6 mln w 2007 r. do 153,4 mln w 2008 r., Spółce udało się zwiększyć zysk ze sprzedaży z 0,01 mln zł do 4,17 mln zł. Na poziomie zysku netto nastąpił spadek z 6,9 mln zł do 4,2 mln zł, jednak w 2007 r. praktycznie w całości pochodził on z transakcji jednorazowych (sprzedaż nieruchomości). Poprawa widoczna jest najbardziej na wynikach z czwartego kwartału, w którym zysk netto wyniósł 1,9 mln zł (2,1 mln zł straty rok wcześniej) przy 43,9 mln zł przychodów.

Spadek przychodów ma kilka przyczyn. Przede wszystkim była to rezygnacja z nierentownych kontraktów oraz odstąpienie od produkcji pod markami obcymi. Dodatkowo Wilbo zmieniło swoją politykę przyznawania kredytu kupieckiego, by ograniczyć ryzyko złych długów. W efekcie część odbiorców odeszła od Spółki. Spadek przychodów został jednak skompensowany wzrostem rentowności sprzedaży. Koncentracja na własnych markach i efektywności ich dystrybucji spowodowały, że uzyskiwane marże znacząco wzrosły.

Rys. Wartość przychodów oraz rentowność brutto na sprzedaży Wilbo



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P – prognoza BM BGŻ

Po kilku latach spadku przychodów, ich wartość powinna się ustabilizować na bieżącym poziomie. Rynek konserw charakteryzuje się stabilnym popytem, dlatego wielkość sprzedaży będzie zbliżona do obecnej wartości z szansami na wzrost wynikający z większego udziału w rynku. Wilbo udaje się bowiem zdobywać coraz większą część rynku konserw kosztem innych producentów. Poza tym Spółka ok. 20% swojej sprzedaży kieruje na eksport, który będzie przyczyniał się do wzrostu przychodów wynikających ze słabszego złotego.

Natomiast wyższa rentowność przyczynia się do osiągania lepszych zysków na wszystkich poziomach. Widoczny jest rosnący trend na poziomie zysku operacyjnego i EBITDA (po wyłączeniu transakcji jednorazowych). Przez ostatnie trzy lata Spółka rozliczała stratę z 2005 r., przez co płacony podatek dochodowy był bardzo niski. Poniesiona strata została już jednak w całości rozliczona, w związku z czym obciążenia podatkowe od tego roku będą charakteryzować się standardowymi wielkościami.

Czynnikiem negatywnie wpływającym na wyniki Spółki w najbliższym okresie może być wzrost cen opakowań metalowych wynoszący ok. 30% na przestrzeni ostatnich kilku miesięcy. Również ceny ryb wzrosły (ok. 10%) w stosunku do poziomu sprzed kilku miesięcy. Dodatkowo niekorzystnie wpływać będzie ewentualne dalsze osłabianie się złotego w stosunku do euro i dolara, ponieważ znaczna część surowca importowana jest z Azji oraz krajów północnych i Spółka jest importerem netto.

Wilbo wykazuje dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Ich stosunkowo niska wartość za ubiegły rok wynika przede wszystkim ze zwiększenia zapasów pod koniec roku. Większe zapasy mają na celu zaspokojenie zapotrzebowania na surowiec w pierwszym kwartale, który charakteryzuje się dużą sprzedażą. Dodatkowo Spółka starała się zakupić ryby po niższych cenach i przy korzystnym kursie, jakie obowiązywały w grudniu. Działalność inwestycyjna polegała głównie na nabywaniu bezpiecznych papierów wartościowych, na ten rok planowane są nakłady inwestycyjne w wysokości ok. 3 mln zł. Natomiast działalność finansowa to głównie spłata kredytów.

Tab. Wyniki finansowe Wilbo

	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	176,2	172,6	153,4	159,3
<i>zmiana r/r</i>	-0,9%	-2,0%	-11,2%	3,9%
EBIT	2,1	11,3	4,4	7,1
<i>marża operacyjna</i>	1,2%	6,6%	2,9%	4,5%
EBITDA	7,5	16,2	8,5	9,5
Zysk brutto	1,5	7,5	4,6	6,8
Zysk netto	1,5	6,9	4,2	5,5
<i>marża netto</i>	0,9%	4,0%	2,8%	3,5%
Przepływy z działalności operacyjnej	1,4	7,5	0,4	6,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,2	11,7	-1,2	-3,0
Przepływy z działalności finansowej	-2,0	-15,3	-1,1	-2,3

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Na koniec czwartego kwartału Wilbo posiadało ok. 5 mln kredytów krótkoterminowych, jednak większość z nich została spłacona w bieżącym kwartale. W związku z tym obecnie wykorzystane zadłużenie z przyznaných limitów kredytowych wynosi ok. 1 mln zł. Dodatkowo posiadanie ponad 3 mln zł gotówki czyni Spółkę bardzo bezpieczną pod względem obciążenia zobowiązaniami kredytowymi.

W ubiegłym roku Spółka stosowała zabezpieczenia walutowe, jednak rozliczyła je przed gwałtownym osłabieniem się polskiej waluty. W wyniku tych kontraktów osiągnięto zysk na poziomie 0,3 mln zł, natomiast w bieżącej sytuacji Spółka nie posiada żadnych instrumentów zabezpieczających.

Istotnym zagadnieniem jest przyjęty przez Spółkę program motywacyjny dla Zarządu zakładający przyznanie opcji na akcje Wilbo. Cena wykonania tych opcji wynosi 1,40 zł a liczba nowych akcji do objęcia – 549.934 sztuk, przy czym ich przydział zależy od spełnienia warunków odnoszących się do zysku netto. Założeniem programu jest osiągnięcie przez Wilbo 3,15 mln zł zysku netto w 2008 r., 5,35 mln zł w 2009 r. oraz 8,75 mln zł w 2010 r. Warunek na poprzedni rok został spełniony z nawiązką, natomiast Zarząd zakłada, że wymagana na ten rok wielkość zysku netto również zostanie zrealizowana. Byłby to czynnik mający bardzo duży wpływ na wycenę Spółki. Dodatkowym bodźcem motywującym dla Zarządu jest premia w wysokości 20% nadwyżki EBITDA powyżej 3 mln zł w tym roku.

W celu realizacji programu motywacyjnego Spółka prowadzi restrukturyzację swojej działalności. Jej początkowym elementem było odejście od nierentownych kontraktów i rezygnacja z produkcji pod markami obcymi, która uważana jest za mało dochodową. Następnie zmieniono warunki przyznawania kredytu kupieckiego w celu zabezpieczenia należności Spółki. Kolejnym elementem będzie przeniesienie całości produkcji do jednego zakładu, co ma obniżyć koszty działalności, głównie zatrudnienia i logistyki. Wszystkie te czynniki mają przyczynić się do zwiększonej efektywności i uzyskiwania wyższej rentowności.

Czynnikiem negatywnym w ocenie Spółki jest brak dywidendy. Wilbo, w trakcie swej ponad 10-letniej historii na GPW, nigdy nie wypłaciło części zysku akcjonariuszom, nie ma również takich planów w najbliższej przyszłości.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans Wilbo

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	110,7	108,6	112,6	118,9	125,5	132,2	139,0
Aktywa trwałe	39,3	35,6	36,2	34,5	33,1	31,4	29,7
wartości niematerialne i prawne	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	38,8	35,2	35,9	34,4	32,9	31,3	29,6
Aktywa obrotowe	71,3	73,0	76,4	84,3	92,4	100,8	109,3
Zapasy	28,1	32,3	33,6	34,7	35,9	37,2	38,6
Należności krótkoterminowe	37,9	36,2	37,5	38,8	40,1	41,5	43,1
Inwestycje krótkoterminowe	4,8	4,1	4,8	10,4	15,9	21,6	27,1
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>4,8</i>	<i>3,0</i>	<i>3,8</i>	<i>9,4</i>	<i>14,9</i>	<i>20,6</i>	<i>26,1</i>
PASYWA	110,7	108,6	112,6	118,9	125,5	132,2	139,0
Kapitał własny	73,8	78,0	83,5	89,4	95,4	101,4	107,4
Kapitał zakładowy	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Kapitał zapasowy	49,2	57,5	61,8	67,3	73,1	79,1	85,1
Zysk netto	6,9	4,2	5,5	5,9	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania i rezerwy	36,9	30,5	29,1	29,5	30,1	30,8	31,6
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	32,7	25,2	23,7	24,1	24,8	25,5	26,2
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>5,5</i>	<i>5,0</i>	<i>3,1</i>	<i>2,9</i>	<i>2,9</i>	<i>3,0</i>	<i>3,1</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat Wilbo

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	172,6	153,4	159,3	164,5	170,3	176,3	182,9
<i>zmiana r/r</i>	-2,0%	-11,2%	3,9%	3,3%	3,5%	3,5%	3,7%
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	139,0	111,1	116,4	120,2	124,4	128,8	133,6
Zysk brutto na sprzedaży	33,6	42,3	42,9	44,3	45,9	47,5	49,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	19,5%	27,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Koszty sprzedaży	26,4	29,6	27,4	28,1	29,0	30,2	31,4
Koszty ogólnego zarządu	7,1	8,5	8,9	9,4	9,8	10,3	10,8
Zysk (strata) ze sprzedaży	0,1	4,2	6,6	6,9	7,0	7,0	7,0
EBIT	11,3	4,4	7,1	7,5	7,6	7,6	7,7
EBITDA	16,2	8,5	9,5	10,3	10,5	10,7	10,9
<i>marża operacyjna</i>	6,6%	2,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%
Saldo z działalności finansowej	-3,8	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) brutto	7,5	4,6	6,8	7,2	7,4	7,4	7,4
<i>marża brutto</i>	4,3%	3,0%	4,3%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Podatek dochodowy	0,6	0,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Zysk (strata) netto	6,9	4,2	5,5	5,9	6,0	6,0	6,0
<i>marża netto</i>	4,0%	2,8%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych Wilbo

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	7,5	0,4	6,0	7,2	7,1	7,3	7,3
Zysk netto	6,9	4,2	5,5	5,9	6,0	6,0	6,0
Amortyzacja	4,8	4,1	2,4	2,8	2,9	3,1	3,2
Zmiana kapitału obrotowego	6,3	-9,6	-2,2	-1,8	-2,0	-2,0	-2,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	11,7	-1,2	-3,0	-1,2	-1,4	-1,4	-1,5
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	7,7	0,8	3,0	1,2	1,4	1,4	1,5
Przepływy z działalności finansowej	-15,3	-1,1	-2,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Odsetki	1,2	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	4,0	-1,8	0,8	5,6	5,5	5,6	5,5
Środki pieniężne:							
na początek okresu	0,8	4,8	3,0	3,8	9,4	14,9	20,6
na koniec okresu	4,8	3,0	3,8	9,4	14,9	20,6	26,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla bieżącej ceny Wilbo

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,42	0,26	0,34	0,36	0,37	0,37	0,37
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	4,56	4,82	5,16	5,52	5,89	6,26	6,63
P/E	3,80	6,17	4,73	4,45	4,37	4,36	4,34
P/BV	0,35	0,33	0,31	0,29	0,27	0,26	0,24
P/S	0,15	0,17	0,16	0,16	0,15	0,15	0,14
EV/EBIT	2,36	6,06	3,75	3,58	3,51	3,51	3,49
EV/EBITDA	1,65	3,14	2,82	2,60	2,55	2,50	2,45
EV/S	0,15	0,17	0,17	0,16	0,16	0,15	0,15

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ
Tab. Wskaźniki finansowe Wilbo

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	19,5%	27,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
marża EBIT	6,6%	2,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%
marża EBITDA	9,4%	5,5%	6,0%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%
marża netto	4,0%	2,8%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%
ROA	6,2%	3,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,5%	4,3%
ROE	9,3%	5,4%	6,6%	6,6%	6,3%	5,9%	5,6%
dług/aktywa	5,0%	4,6%	2,7%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
dług/kapitał własny	7,5%	6,4%	3,7%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%
dług/EBITDA	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT/odsetki	8,8	7,1	22,1	31,3	32,5	31,9	31,4
płynność bieżąca	2,2	2,9	3,2	3,5	3,7	4,0	4,2
płynność szybka	1,3	1,6	1,8	2,1	2,3	2,5	2,7
płynność gotówkowa	0,15	0,12	0,16	0,39	0,60	0,81	1,00
rotacja zapasów (dni)	59,4	76,8	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
rotacja należności (dni)	80,0	86,3	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0
rotacja zobowiązań (dni)	49,8	39,4	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
cykl rotacji gotówki (dni)	89,6	123,7	124,0	124,0	124,0	124,0	124,0

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 jakkolwiek 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 wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać 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.

BIURO MAKLESKIE BGŻ S.A.

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

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

Obsługa klientów indywidualnych

tel. e-mail

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

makler@bmbgz.pl

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