

Indykpol

Reuters: IPOL.WA Bloomberg: IND PW

21 kwietnia 2004

Wysoko przetworzony wzrost

Indykpol jest liderem przetwórstwa mięsa indyczego w Polsce z udziałem w rynku w wysokości 24%. W ciągu ostatnich czterech lat spółka niemal podwoiła swe przychody dzięki organicznemu wzrostowi oraz przejściom. W tym samym okresie spożycie drobiu w Polsce zanotowało średnioroczną stopę wzrostu w wysokości 11%.

Rekordowe wyniki, jakie zanotował Indykpol w roku 2003 (zysk netto w wysokości 11,2 mln zł w porównaniu do 1,1 mln zł w 2002) osiągnięte zostały nie tylko dzięki korzystnym warunkom zewnętrznym (ptasia grypa, silne euro) ale również dzięki redukcji kosztów w spółce. W 2003 roku Indykpol trwale zmniejszył koszty o 5,0 mln zł.

Oczekujemy dalszego wzrostu zyskowności Indykpolu, dzięki poprawie struktury sprzedaży i dalszej redukcji kosztów. Szacujemy, że udział produktów przetworzonych w 2004 i 2005 roku wzrośnie odpowiednio do 29% i 31%, z 27% w roku 2003. Zmiana struktury sprzedaży powinna być głównym motorem wzrostu marż w długim okresie.

Oczekujemy, iż w latach 2004-05 Indykpol otrzyma nie podlegające opodatkowaniu dotacje z SAPARD w wysokości odpowiednio 5,6 mln zł i 12,9 mln zł. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych dotacji z dalszych programów unijnych, mimo że Indykpol najprawdopodobniej będzie również uprawniony do ich otrzymywania.

Prognozujemy, że zysk netto Indykpolu wzrośnie o 77% do 19,9 mln zł w 2004 roku (16,9 mln zł wyłączając prognozowany przez nas jednorazowy zysk na sprzedaży nieruchomości) i o 37% w 2005 roku, do 27,3 mln zł.

Według DCF, wyceniamy obecną wartość kapitałów własnych spółki na 241 mln zł, co daje 77 zł na jedną akcję. Implikuje to P/E Indykpolu w wys. 12,1x i 8,9x na rok na 2004 i 2005, co reprezentuje 22% i 36% dyskonto do zagranicznych spółek przetwórstwa mięsnego. Nasza cena docelowa na koniec roku 2004 to 85 zł na akcję, co daje 6,4% potencjału wzrostu.

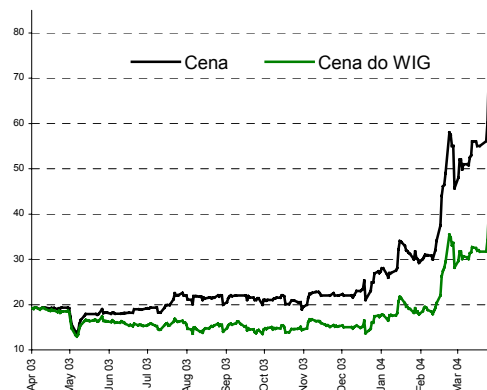
Indykpol: Podsumowanie wyników finansowych i prognozy

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	513,2	560,1	608,9	644,5	684,5
EBITDA	25,1	48,1	49,2	55,1	45,9
Zysk operacyjny	12,2	32,9	34,2	39,5	30,7
Zysk netto	1,1	11,2	19,9	27,3	19,3
Zysk netto skorygowany	1,1	11,2	16,9	27,3	19,3
EPS (zł)	0,36	3,60	6,37	8,73	6,18
P/E (x)	220,1	22,2	12,6	9,2	12,9
P/E skorygowane (x)	220,1	22,2	14,8	9,2	12,9
EV/EBITDA (X)	13,3	7,1	6,9	5,7	6,4
ROE (%)	2,1	19,1	26,6	27,8	15,9

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Cena (zł, 19 kwietnia 2003)	79,9
Wartość godziwa (zł)	77,0
Cena docelowa (na koniec 2004, zł)	85,0
Kapitalizacja (mln zł)	249,6
EV (mln zł)	342,8
Sektor	Spożywczy
EURPLN	4,78
USDPLN	3,96



Zmiana kursu	Do WIG (%)	Absolutna (%)
1 mies.	58,4%	71,3%
3 mies.	159,7%	192,7%
12 mies.	137,4%	316,1%

DPS: 0,00 zł (2003) Dług netto: 93,2 mln zł (2003)

Stopa dywidendy: 0,0% Dług netto/Kap. wł.: 144%

ROE: 19,1% (2003) Liczba akcji: 3 124,5 tys.

WACC: 10,8%

Główni udziałowcy	% głosów
Rolmex z WMHM	74,4
Minex-Invest	9,4
Kredyt Bank	9,3
Free-float	6,9

Opis spółki

Indykpol jest liderem na polskim rynku mięsa i przetworów z indyka.

Dział analiz

Tomasz Krukowski, CFA

+48 22 586 81 93; tomasz.krukowski@bzwbk.pl

Łukasz Wachelko

+48 22 586 81 59; lukasz.wachelko@bzwbk.pl

Podsumowanie inwestycyjne

Pozycja lidera na rynku dzięki strategii konsekwentnego wzrostu

Indykpol należy do grona największych przetwórców mięsa drobiowego w Polsce. Spółka specjalizuje się w przerobie mięsa indyczego, gdzie z 24% udziałem w rynku jest zdecydowanym liderem. W latach 1999-2003 Indykpol niemalże podwoił swoją sprzedaż, która w roku 2003 przekroczyła 0,5 mld zł. Wzrost ten w dużej mierze osiągnięty został dzięki kolejnym przejęciom zwiększającym moce produkcyjne spółki, konsolidującym rynek oraz integrującym spółkę z zapleczem surowcowym.

Poprawa marż dzięki polepszającej się strukturze sprzedaży

Możliwość wytwarzania produktów wysoko przetworzonych, o dużej wartości dodanej, a więc wysokich marżach, jest cechą odróżniającą Indykpol od firm drobiarskich nie przetwarzających mięsa indyczego. Indykpol cechę tą wykorzystuje: udział przetworów w strukturze sprzedaży spółki wyniósł 27% w 2003 roku. Oczekujemy, iż w latach 2004 i 2005 Indykpol zwiększy przychody ze sprzedaży przetworów odpowiednio o 17% i 15%. Doprowadzi to do wzrostu udziału przetworów w strukturze sprzedaży do 31% w 2005 roku. Wzrost ten powinien pozytywnie oddziaływać na marżę operacyjną spółki oraz zmniejszyć jej wrażliwość na wahania cen żywca drobiowego (cykl drobiowy).

Rekordowe wyniki w 2003 dzięki utrzymującej się korzystnej sytuacji rynkowej...

Jednym z czynników, który przyczynił się do imponującego wzrostu zysków Indykpolu w 2003 roku był niedobór i wysokie ceny żywca indyczego, co miało miejsce w drugiej połowie 2003 roku. Sytuacja ta pozytywnie wpłynęła na marże uzyskiwane w przetwórstwie oraz rentowność własnej hodowli indyków. W chwili obecnej ceny żywca, pomimo obniżenia, utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie i nie oczekiwany jest ich dalszy spadek przynajmniej w średnim terminie. Taki rozwój sytuacji na rynku drobiowym jest korzystny do Indykpolu, gdyż pozwala utrzymać rentowność własnej hodowli i ogranicza spadek marż uzyskiwanych na produkcji mięsa.

... i pozytywnym efektem wewnętrznej restrukturyzacji

W roku 2003 Indykpol wprowadził zmiany organizacyjne, które zaowocowały redukcją kosztów operacyjnych spółki. Zmiany te polegały na outsourcingu ferm hodowlanych należących do Indykpolu utworzonym spółkom pracowniczym i uzależnieniu ich wynagrodzenia motywacyjnie od wskaźników efektywności hodowli. Efektem tego posunięcia była 8% redukcja kosztów hodowli indyków, co odpowiada rocznemu obniżeniu kosztów o 5,0 mln zł.

Beneficjent akcesji Polski do UE dzięki dotacjom (których nie zakładamy w naszych prognozach po 2005 roku)...

Oczekujemy, że w 2004 i 2005 roku zyski Indykpolu będą istotnie zwiększone przez dotacje, jakie spółka spodziewa się otrzymać z funduszy SAPARD, w wysokości odpowiednio 5,6 mln zł oraz 12,9 mln zł. Kontynuacją SAPARD ma być Sektorowy Program Operacyjny (SPOOW) dysponujący budżetem 716 mln euro na lata 2004-2006. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych dotacji z SPOOW, mimo że Indykpol również będzie uprawniony do ich otrzymywania. Dodatkowo oczekujemy, że w 2004 roku Indykpol sfinalizuje transakcję sprzedaży nieruchomości w Olsztynie (do Makro Cash & Carry) i zanotuje na tym zysk brutto i netto w wysokości odpowiednio 5 mln zł i 3 mln zł.

Według zarządu spółki, Indykpol jest w pełni gotowy do wejścia Polski do Unii Europejskiej, spełniając wszystkie wymagane normy sanitarne (np. HACCP). Spółka posiada zezwolenia eksportowe na sprzedaż na rynki Piętnastki dla każdego ze swych zakładów produkcyjnych.

... i dalszemu wzrostowi eksportu

Wejście Polski do UE postrzegamy bardziej w kategoriach szans niż zagrożeń dla Indykpolu. Przyznajemy, że wzrost przychodów z eksportu w wysokości 65%, jaki zanotował w 2003 roku Indykpol był w dużej mierze wywołany przez czynniki zewnętrzne (ptasia grypa w krajach Unii, silne euro) i jest bardzo mało prawdopodobne

by był powtórzony w kolejnych latach. Jednakże czynniki takie jak likwidacja barier celnych oraz przewaga konkurencyjna w postaci niższych kosztów pracy pozwolą spółce sukcesywnie zwiększać eksport. Oczekujemy ilościowego wzrostu eksportu Indykpolu o 10% w roku 2004 oraz o 7% w roku 2005.

Prognozujemy 77% wzrost zysku netto w 2004 roku, do 19,9 mln zł

Po rekordowym roku 2003, prognozujemy, że w roku 2004 Indykpol zanotuje 4%-owy wzrost zysku operacyjnego, do 34,2 mln zł, (29,2 mln zł wyłączając zdarzenie jednorazowe w postaci sprzedaży nieruchomości). Na rok 2005 prognozujemy EBIT w wysokości 39,5 mln zł (15,5% wzrostu). Wyniki bez zdarzenia jednorazowego w 2004 implikują marże operacyjne w wysokości 4,8% w roku 2004 i 6,1% w 2005 w porównaniu do 5,9% zanotowanych w roku 2003. Prognozujemy zysk netto w roku 2004 w wysokości 19,9 mln zł lub 16,9 mln zł bez zdarzeń jednorazowych (51% wzrostu).

Akcje Indykpolu są notowane z ok. 30% dyskontem do zagranicznych spółek porównawczych...

Spółki z sektora przetwórstwa mięsa notowane są ze średnim mnożnikiem zysku na akcję w wysokości 15,6x dla roku 2004 i 14,4x dla roku 2005. Przy obecnej cenie 79,9 zł akcje Indykpolu notowane są przy wskaźniku P/E w wysokości 12,6x i 9,2x, odpowiednio na rok 2004 i 2005, co oznacza dyskonto w wysokości 19,6% i 36,2%. Należy również zauważyć, że średnie tempo wzrostu zysku na akcję Indykpolu w latach 2002-05 wynosi 57,5%, i znaczenie przewyższa średnie tempo wzrostu zysku na akcję wśród zagranicznych spółek porównawczych (7,4%).

...i wydają się atrakcyjnie wyceniane w porównaniu do polskich spółek spożywczych

Dokonałiśmy również analizy mnożników historycznych zysków spółek notowanych na GPW zajmujących się przetwórstwem spożywczym. Średni mnożnik zysku na akcję z roku 2003 dla grupy czterech spółek: Duda, Sokołów, Wilbo, Ekodrób, wynosi 24,2x. Akcje Indykpolu notowane są przy wskaźniku P/E na rok 2003 w wysokości 22,2x, co implikuje dyskonto w wysokości 8,4%. W tym samym czasie stopa zwrotu z kapitału (ROE) Indykpolu w 2003 roku wysokości 19,1% przewyższa istotnie średnią w grupie w wysokości 11,1%.

Na bazie DCF wyceniamy obecnie Indykpol na 77 zł na akcje, co daje P/E 12,1x i 8,9x na rok 2004 i 2005. Cena docelowa na koniec roku 85 zł

Naszej wyceny dokonaliśmy przy użyciu modelu DCF, który wskazuje na 241 mln zł jako wartość kapitałów własnych spółki i 77 zł jako wartość kapitałów na jedną akcję. Nasza analiza przeprowadzana została przy wartości WACC równej 10,8% w latach 2004-12 oraz 8,7% dla obliczenia wartości rezydualnej oraz przy rezydualnej stopie wzrostu 2,5%. Cena 77 zł na akcje daje, wg naszych szacunków, P/E Indykpolu w wys. 12,1x i 8,9x, odpowiednio na rok na 2004 i 2005. Nasza cena docelowa na koniec roku 2004 to 85 zł na akcję.

Trzy czynniki ryzyka: 1) duża aprecjacja złotówki do euro, 2) wysokie zadłużenie, 3) brak wystarczającej przejrzystości transakcji z największym akcjonariuszem

W Indykpolu dostrzegamy trzy potencjalne czynniki ryzyka. Pierwszym jest kurs złotówki do euro – nagle i duże wzmocnienie złotówki może obniżyć rentowność eksportu i wpłynąć na niego hamująco. Drugim jest wysoka dźwignia finansowa – wskaźnik zadłużenia netto do kapitałów własnych na koniec 2003 wyniósł 144%. Wysokie zadłużenie jest konsekwencją inwestycji w rozwój grupy kapitałowej oraz dostosowywanie do norm sanitarnych UE. Oczekujemy, iż w 2005 roku cykl inwestycyjny zostanie ukończony a wartość zadłużenia zacznie spadać. Za trzeci czynnik ryzyka uważamy brak wystarczającego stopnia przejrzystości, co do transakcji pomiędzy Indykpołem a jego największym akcjonariuszem – Rolmexem. Uważamy, iż udział należności od Rolmexu w strukturze należności krótkoterminowych Indykpolu jest nieproporcjonalnie wysoki w stosunku do sprzedaży Indykpolu do Rolmexu.

Wycena

1. DCF

Wycena metodą DCF...

Dokonałiśmy wyceny akcji Indykpolu przy użyciu metody DCF. Kluczowe założenia naszego modelu są następujące:

- Oczekujemy, że w latach 2004-13 średnioroczne tempo wzrostu wolumenu i wartości sprzedaży Indykpolu wyniesie odpowiednio 3,5% i 5,6%.
- Oczekujemy wzrostu rentowności brutto na sprzedaży z 16,3% w 2004 do 17,1% w 2013 dzięki zmieniającej się strukturze sprzedaży w kierunku produktów w wyższej wartości dodanej i wyższych marżach. Prognozujemy wzrost wartości przetworów w strukturze sprzedaży Indykpolu do 41% w roku 2013 z 27% w roku 2003.
- Szacujemy, że łączne wydatki inwestycyjne Indykpolu w latach 2004-2013 wyniosą 155 mln zł. Oczekujemy, że obecnie realizowany cykl inwestycyjny ulegnie zakończeniu w 2005 roku i od 2006 roku nastąpi spadek wydatków inwestycyjnych.
- W latach 2004-2012 lat przyjmujemy WACC w wysokości 10,8%, a potem na poziomie 8,7%.
- W naszym bazowym scenariuszu zakładamy wzrost po okresie prognozy w wysokości 2,5%. Wskaźnik wzrostu wartości rezydualnej obliczamy na podstawie następującego wzoru:

Wskaźnik wzrostu wartości rezydualnej = wskaźnik reinwestycji x ROIC

$g = ((\text{wydatki inwestycyjne netto} + \text{zmiana kapitału obrotowego}) / \text{NOPAT}) \times \text{ROIC}$

...implikuje cenę docelową na koniec roku 2004 w wysokości 85 zł na akcję

Obliczona na podstawie powyższych założeń wartość kapitałów własnych spółki wynosi 241 mln zł, co daje 77 zł jako wartość kapitałów na jedną akcję. Nasza cena docelowa na koniec roku 2004 to 85 zł na akcję.

Fig. 1. Indykpol: Wycena DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	560	609	645	684	724	768	806	845	883	922	961
EBIT	33	34	40	31	32	37	39	40	42	44	45
Podatek	8	6	5	6	6	7	7	8	8	8	9
NOPAT	25	28	35	25	26	30	31	33	34	35	37
Amortyzacja	15	15	16	15	15	12	12	12	12	12	12
Zmiana w kapitale pracującym	13	6	4	5	4	5	4	4	4	4	5
Wydatki inwestycyjne	38	30	20	12	11	12	12	13	14	14	15
Inwestycje netto	36	21	9	2	1	5	5	6	6	7	7
Wolne przepływy pieniężne	-11	7	26	23	25	25	26	27	28	29	30
WACC (2004-2012)		10,8%									
WACC rezydualny		8,7%									
Wartość obecna FCF 2003-2012		127									
Wzrost rezydualny		2,5%									
Wartość rezydualna (TV)		490									
Wartość obecna TV		195									
Suma EV		322									
Dług netto		93									
Wartość kapitału (1 sty. 2004)		229									
Liczba akcji (tys.)		3124									
Wartość na akcję (zł, 1 sty 2004)		73									
Miesiąc		4									
Aktualna wartość kapitału		241									
Aktualna wartość na akcję (zł)		77									
Cena docelowa (koniec 2004, zł)		85									
Wzrost przychodów	9,1%	8,7%	5,8%	6,2%	5,7%	6,1%	5,0%	4,8%	4,5%	4,4%	4,3%
Wzrost EBIT	170,2%	3,8%	15,7%	-22,2%	3,3%	17,1%	4,1%	4,2%	4,0%	4,0%	3,8%
Wzrost NOPAT	209%	13%	24%	-28%	3%	17%	4%	4%	4%	4%	4%
Wzrost FCF	104%	-163%	265%	-10%	7%	0%	5%	3%	3%	3%	3%
Marża EBIT	5,9%	5,6%	6,1%	4,5%	4,4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża NOPAT	4,4%	4,6%	5,4%	3,7%	3,6%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%
Wyd. inwest./przychody	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana w Kap. Obr./Przychody	2,3%	0,9%	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana w Kap. Obr./Zmian w przych.	27%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 2. Indykpol: Wyliczenia WACC

	2004P-2012P	Rezydualny
Stopa wolna od ryzyka (10 letnie obligacje Skarbu Państwa)	7,00%	5,00%
Beta niezadłużona	0,90	1,00
Beta zadłużona	2,02	1,20
Premia za ryzyko kapitału	4,5%	4,5%
Koszt kapitału	16,1%	10,4%
Stopa wolna od ryzyka (10 letnie obligacje Skarbu Państwa)	7,0%	5,0%
Premia za ryzyko długu	2,0%	1,0%
Stopa podatkowa	19%	19,0%
Koszt długu po podatku	7,3%	4,9%
% długu	61%	30%
% kapitału	39%	70%
WACC	10,8%	8,7%

Źródło: Szacunki DM BZ WBK

**Indykpol notowany jest z
dyskontem do średniej
spółek zagranicznych ...**

2. Wycena porównawcza

Dokonałiśmy porównania mnożników zysku, przy których notowany jest Indykpol oraz spółki zajmujące się przetwórstwem mięsa na świecie. Średni wskaźnik P/E dla 11 spółek zajmujących się przetwórstwem drobiu notowanych na giełdach światowych wynosi 15,6x dla roku 2004 i 14,4x dla roku 2005. Odpowiednie wartości dla Indykpolu wynoszą 12,6x (dyskonto 19,6%) oraz 9,2x (dyskonto 36,2%). Należy również zwrócić uwagę na fakt, że Indykpol posiada dużo większą stopę wzrostu na zysku akcję (EPS) niż spółki znajdujące się w naszej grupie porównawczej.

Fig. 3. Indykpol: Wycena porównawcza w oparciu o wskaźniki spółek zagranicznych

Spółka	Kraj	Waluta	Cena	Kapit.	P/E			CAGR EPS
					2003	2004E	2005E	2002-05
Northern Foods	Wlk. Brytania	GBP	1,60	803,4	11,6	11,5	10,8	3,3%
UNIQ	Wlk. Brytania	GBP	1,70	195,0	8,3	10,5	8,9	-16,5%
Bell Holding	Szwajcaria	CHF	1090,00	436,0	9,0	8,2	7,6	11,3%
Fleury Michon	Francja	EUR	36,30	185,0	14,6	13,4	11,9	12,0%
LDC	Francja	EUR	55,00	448,6	14,9	13,9	12,6	9,9%
Perdigao	Brazylia	USD	9,98	291,4	15,8	11,9	n/a	n/a
Hormel Foods	USA	USD	30,10	4217,0	23,0	19,5	18,5	7,5%
Pilgrims Pride Corp.	USA	USD	23,45	1213,8	n/m	21,3	19,1	-0,8%
Sanderson Farms	USA	USD	36,87	724,9	19,3	12,3	n/a	n/a
Smithfield Foods	USA	USD	27,75	3094,1	115,6	20,3	13,9	27,4%
Tyson Foods	USA	USD	18,84	6707,0	23,6	18,8	17,4	12,7%
Mediana					18,2	15,6	14,4	7,4%
Indykpol			79,90	249,7	22,2	12,6	9,2	57,5%
Dyskonto/Premia					22,1%	-19,6%	-36,2%	n/d

Źródło: IBES, Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

**... i średniej spółek
notowanych na GPW**

Dokonałiśmy również analizy mnożników historycznych zysków spółek notowanych na GPW zajmujących się przetwórstwem spożywczym. Średni mnożnik zysku na akcję z roku 2003 dla grupy czterech spółek: Duda, Sokołów, Wilbo, Ekodrob, wynosi 24,2x. Akcje Indykpolu notowane są przy wskaźniku P/E na rok 2003 w wysokości 22,2x, co implikuje dyskonto w wysokości 8,4%. W tym samym czasie stopa zwrotu z kapitału (ROE) Indykpolu w 2003 roku wysokości 19,1% przewyższa istotnie średnią w grupie w wysokości 11,1%.

Fig. 4. Indykpol: Wycena porównawcza w oparciu o historyczne wskaźniki dla spółek polskich

	Cena	Kapitalizacja	P/E	P/BV	ROE
			2003	2003	2003
Duda	99,70	430,1	25,6	3,9	15,3%
Sokolow	5,75	576,1	31,9	2,2	6,8%
Wilbo	4,79	77,6	22,8	1,0	4,3%
Ekodrob	7,40	78,4	19,5	15,1	77,7%
Mediana			24,2	3,1	11,1%
Indykpol	79,90	249,7	22,2	3,9	19,1%
Dyskonto/Premia			-8,4%	26,4%	n/d

Źródło: Dane spółek, Notoria, DM BZ WBK

Profil działalności

Indykpol jest jednym z liderów przetwórstwa drobiu...

Indykpol jest jedną z największych w Polsce firm działających w branży przetwórstwa drobiu i największą specjalizującą się w przetwórstwie mięsa indyczego. Według szacunków spółki w 2003 roku Indykpol posiadał ok. 24% udział w rynku przetwórstwa indyków w Polsce. Mięso indycze stanowi ok. 75% wykorzystywanego przez Indykpol surowca. Na resztę składa się mięso z kurczaków (ok. 20%) oraz gęsi (ok. 5%). Te ostatnie stanowią produkcję sezonową, która w prawie 100% jest eksportowana do Niemiec.

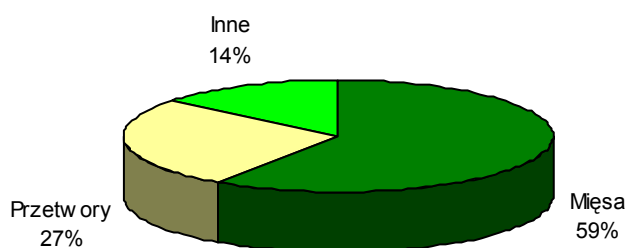
... specjalizującym się w przerobieniu mięsa indyczego

Specjalizacja w przetwórstwie mięsa indyczego odróżnia Indykpol od innych zakładów drobiarskich. W przeciwieństwie do kurczaka, którego produkcja w 95% sprzedawana jest w postaci wypatroszonych kurczaków lub ich elementów, mięso indycze jest bardzo dobrym surowcem do dalszego przetwarzania. Indykpol, w odróżnieniu od zakładów drobiarskich nie specjalizujących się w indyku, ma możliwość i wytwarza również produkty cechujące się dużą wartością dodaną.

Wysokomarżowe przetwory stanowiły 27% sprzedaży w 2003

W działalności przetwórczej Indykpol wytwarza mięsa i przetwory. Ich udział w całości sprzedaży Indykpolu wynosił w 2003 roku odpowiednio 59% i 27%. Pozostałe 14% przychodów wiązało się z działalnością spółki w zakresie hodowli i wspomagania hodowli indyków.

Fig. 5. Indykpol: Struktura sprzedaży w 2003



Źródło: Dane spółki, DM BZ WBK

Produkcja mięs

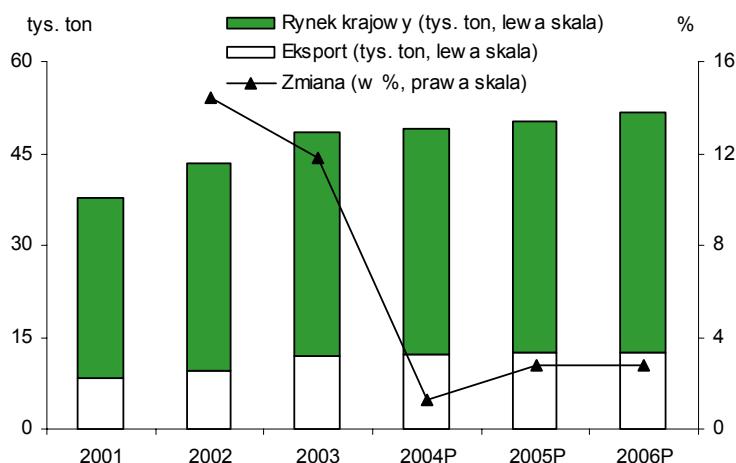
Produkcję mięs cechuje niska wartość dodana

Produkcja mięs jest produkcją o stosunkowo niskiej wartości dodanej. Konsekwencją tego faktu są niskie marże uzyskiwana w tego typu działalności (marża brutto na sprzedaży w wys. ok. 12%). Mięso jest też produktem o wysokim stopniu standaryzacji, co bardzo utrudnia budowanie lojalności do marki.

Wolumen sprzedaży mięs wzrósł o 11,8% w 2003 roku...

W 2003 roku Indykpol wyprodukował 48 tys. ton wyrobów mięsnych, co stanowiło wzrost o 11,8% w stosunku do roku 2002. Wzrost ten wywołany był zarówno zwiększoną sprzedażą na rynku krajowym jak i dynamicznie rozwijającym się eksportem. Eksport stanowił 25% i 45% sprzedaży mięs Indykpolu w 2003 roku, odpowiednio w ujęciu ilościowym i wartościowym.

Fig. 6. Indykpol: Produkcja mięs (2001-2006P)



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

**...w latach 2004-06
oczekujemy
średniorocznego wzrost
w wysokości 3%**

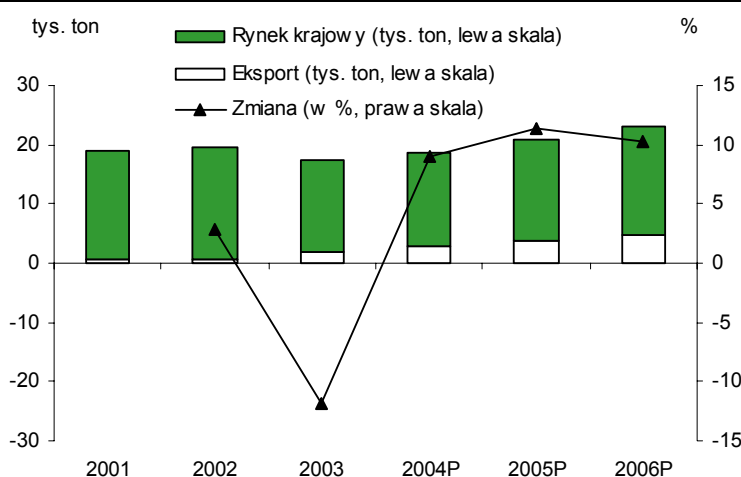
W latach 2004-06P oczekujemy średniej rocznej stopy wzrostu ilości sprzedanych mięs przez Indykpol w wysokości 3%. Uważamy, że dwucyfrowa dynamika w segmencie mięsa notowana przez spółkę w ostatnich latach był wspomagana niskimi cenami drobiu oraz wystąpieniem ptasiej grypy w Europie Zachodniej, dlatego też nie jest prawdopodobne jej utrzymanie.

Przetwory

**Produkcję przetworów
cechują wysokie marże i
duży potencjał wzrostu**

Indykpol specjalizuje się w produkcji przetworów z mięsa indyczego takich jak wędliny (np. kielbasy, parówki), produkt typu convenience (bardzo łatwe do przyrządzenia) i produkty mięsne (np. szaszłyki). Produkcja przetworów jest produkcją o dużej wartości dodanej, która generuje wyższe marże od produkcji mięs (marża brutto na sprzedaży w wys. ok. 30-40%). Dodatkowo, rynek przetworów, w szczególności produktów typu convenience czy gotowych do przyrządzenia w domu produktów mięsnych jest rynkiem o bardzo dużym potencjale wzrostu. Odpowiada on panującym zmianom w stylu życia i żywienia, szczególnie młodszej części społeczeństwa.

Fig. 7. Indykpol: Produkcja przetworów (2001-2006P)



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

**Reorganizacja
sprzedaży...**

W 2003 roku Indykpol zanotował 11,9% spadek w ilości sprzedanych przetworów do 17,2 tys. ton. Zarząd spółki dostrzega, jaką wartość kreuje sprzedaż przetworów w porównania do sprzedaży mięs, dlatego też w chwili obecnej podejmuje działania

zmierzające do jej intensyfikacji. Działania te to restrukturyzacja pionu sprzedaży spółki, polegająca na budowie zespołu sprzedawców, których celem będzie bezpośrednia sprzedaż do sklepów o małej powierzchni (nie hipermarkety). Dotychczas sprzedaż do tej grupy klientów prowadzona była przez zewnętrznych dystrybutorów (hurtownie), które oferowały nie tylko produkty Indykpolu.

... niesie szansę istotnego wzrostu sprzedaży przetworów

Uważamy, iż podjęte przez spółkę działania zaowocują wzrostem sprzedaży przetworów. Prognozujemy, że w latach 2004-06 średnioroczna stopa wzrostu ilości sprzedaży w segmencie przetworów wyniesie 8%.

Hodowla indyków

25% żywca indyczego przerabianego w Indykpolu pochodzi z własnej hodowli spółki

W związku z faktem, iż produkcja żywca indyczego jest produkcją cykliczną, w której występują okresy niedoboru żywca indyczego na rynku, Indykpol podjął działania, których celem jest zapewnianie stałych dostaw surowca. Indykpol jest właścicielem ferm hodowlanych, na których ma miejsce produkcja żywca indyczego. Obecnie ok. 25% mięsa indyczego przerabianego w Indykpolu pochodzi z hodowli należących do spółki.

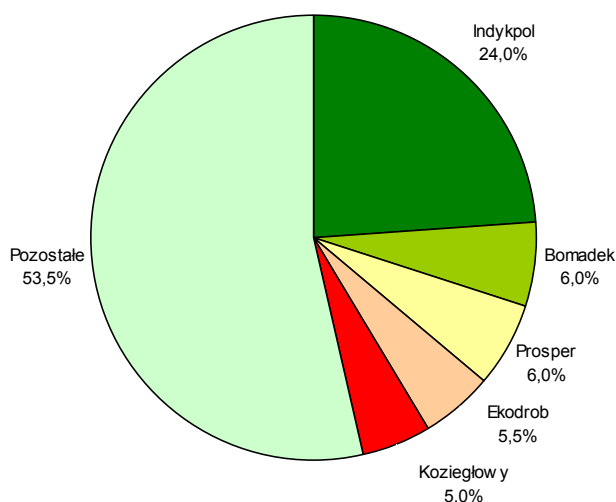
Indykpol prowadzi również politykę wiązania z sobą dużych hodowców indyków. Spółka dostarcza współpracującym z nią hodowcom pisklęta, paszę oraz gwarantuje zbytna na indyki.

Pozycja rynkowa

Indykpol ma 24% udział w rynku przetwórstwa indyków w Polsce

Indykpol jest zdecydowanym liderem na polskim rynku mięsa i przetworów indycznych. Spółka posiada ok. 24% udziału rynkowego liczonego ilością uboju indyków. Udział rynkowy drugiego, co do wielkości gracza - firmy Bomadek - jest trzykrotnie mniejszy od udziału Indykpolu i wynosi 6%.

Fig. 8. Rynek mięsa i przetworów indycznych w Polsce w 2003 roku
W %



Źródło: IERiGŻ, dane spółki, ISI

Cykliczność marż

Koszt żywca drobiowego stanowi ok. 65% kosztów produkcji

Koszt żywca drobiowego stanowi ok. 65% kosztów produkcji, co powoduje, że na zysowność przetwórstwa ma wpływ cena żywca. Rynek żywca drobiowego jest rynkiem cyklicznym, którego cykl przypomina bardzo znany cykl świński. Siła natężenia, z jakim cykl ten oddziałuje na poszczególne segmenty działalności Indykpolu jest różna.

- **Hodowla żywca indyczego**

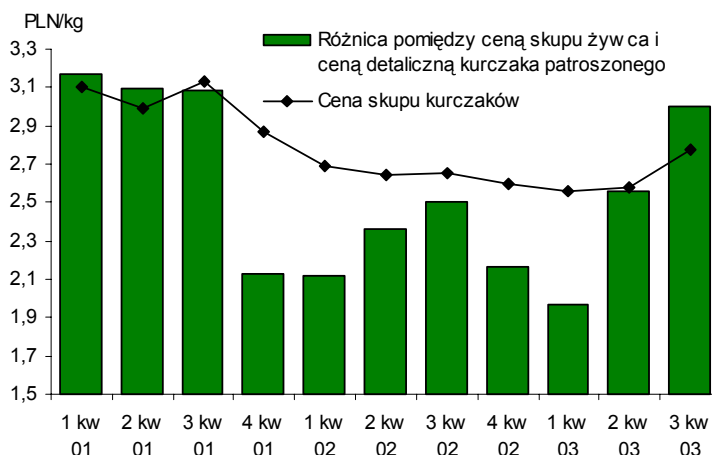
Indykpol produkuje na swych farmach ok. 18 tys. ton żywca indyczego rocznie. Własna hodowla zaspokaja ok. 25% rocznego przerobu żywca. Wysokie ceny żywca implikują wyższe marże uzyskiwane na hodowli.

- **Produkcja mięs drobiowych**

Produkcja mięs drobiowych jest działalnością o stosunkowo niskiej wartości dodanej, co tłumaczy jej wrażliwość na wahania na rynku drobiowy. Paradoksalnie jednak, korzystna dla poziomu marż generowanych przez Indykpol na produkcji mięs drobiowych jest sytuacja, w której cena skupu żywca utrzymuje się na wysokim poziomie. W okresie niskiej podaży żywca indyczego na rynku, jego cena wzrasta. Jednakże wzrost cen produktów finalnych z reguły przewyższa wzrost cen surowca, co powoduje, że marża Indykpolu rośnie. Odwrotna zależność jest obserwowana, gdy występuje nadpodaż żywca drobiowego a jego ceny utrzymują się na niskim poziomie.

Dokonałiśmy analizy relacji cen skupu żywca drobiowego oraz różnicy pomiędzy ceną żywca a ceną detaliczną wypatroszonych kurcząt. W okresach, w których cena żywca wynosiła ponad 3,0 zł/kg, różnica pomiędzy ceną żywca a ceną wyrobu kształtowała się na poziomie ok. 3,1 zł/kg. W okresie spadku ceny skupu do ok. 2,6 zł/kg (spadek o 12%), różnica spadła do 2,4 zł/kg (spadek o 23%).

Fig. 9. Zależność między ceną skupu żywca a różnicą pomiędzy ceną żywca i ceną wyrobu W %



Źródło: IERiGZ, Indykpol, szacunki DM WZ WBK

- **Produkcja przetworów drobiowych**

Ceny finalnych produktów wysokoprzetworzonych charakteryzuje bardzo niska zmienność. W rezultacie w wyniku wzrostu cen surowca maleje marża uzyskiwana przez Indykpol na produkcji przetworów. Należy jednak pamiętać, że marże osiągane w produkcji przetworów są trzykrotnie wyższe od marż generowanych przy produkcji mięs. Dlatego też, nawet w sytuacji wzrostu cen surowca, marże Indykpolu na produkcji przetworów pozostają relatywnie wysokie.

Implikacje akcesji Polski do UE

Indykpol w pełni przygotowany do wejścia Polski do UE

Według zarządu spółki, Indykpol jest w pełni przygotowany do akcesji Polski do Unii Europejskiej, która nastąpi w dniu 1 maja 2004. Wszystkie trzy zakłady produkcyjne należące do spółki (Olsztyn, Świebodzin i Lublin) spełniają europejskie standardy w zakresie norm sanitarnych i higienicznych. Wyrazem tego jest fakt posiadania przez zakłady Indykpolu pozwoleń eksportowych do Unii Europejskiej.

Akcesja bez większych wpływów na przetwórców produkujących na rynek krajowy

Nie oczekujemy, iż rezultatem wejścia Polski do UE będzie masowe zamykanie zakładów przetwórstwa drobiowego w Polsce. UE przyznała zdecydowanej większości producentów nie spełniającym jej norm okresy przejściowe, podczas których zakłady będą mogły bez przeszkód sprzedawać swe produkty na rynku krajowym. Akcesja Polski do UE nie wywrze więc większego wpływu na rynek przetwórców drobiu specjalizujących się w obsłudze rynku krajowego.

Cła na import drobiu z Polski do UE stanowiące ok. 25% ceny towaru...

W chwili obecnej unijny rynek przetworów drobiowych chroniony jest przed importem z Polski cłami w wysokości od 0,8 do 1,0 euro/kg. Cła stanowią ok. 25% ceny towaru. Corocznie istniała możliwość eksportu wyrobów z drobiu do UE w ramach bezcłowych kontyngentów, rozpoczynających się w lipcu a kończących w czerwcu kolejnego roku. Możliwość bezcłowego eksportu na rynek unijny trwała do wyczerpania się limitów określonych w kontyngentach – w 2003 roku bezcłowy kontyngent został wyczerpany w czerwcu, w roku 2004 – w połowie stycznia.

...zostaną zniesione z chwilą akcesji

Z chwilą akcesji Polski do UE zostaną zniesione wszystkie bariery celne ograniczające wyminę handlową pomiędzy Polska a krajami członkowskimi. Przy obecnym kursie złotych do euro w wysokości 4,78, polskie produkty drobiowe są atrakcyjne cenowo w porównaniu do produktów europejskich (np. cena skupu żywca indyczego w Niemczech wynosi ok. 1,05 euro/kg (5,0 zł/kg) w porównaniu do 4,3 zł/kg w Polsce). Skala tej różnicy powoduje, iż istotny wpływ na opłacalność eksportu ma kurs złoty/euro.

Prognozujemy 19% wzrost eksportu w 2004 roku

Oczekujemy, iż w roku 2004 Indykpol zanotuje wzrost sprzedaż eksportowej w wysokości 19% (w porównaniu do 65% w roku 2003) a likwidacja ceł z dniem 1 maja oraz silny kurs euro wobec złotówki będą głównymi motorami wzrostu. W kolejnych latach prognozujemy umocnienie złotego wobec euro z 4,70 w 2004 do 4,46 w 2005. Pomimo tego, oczekiwany po wejściu Polski do UE spadek cen zbóż, powinien obniżyć koszty produkcji żywca indyczego w Polsce, co zaowocuje utrzymaniem konkurencyjności cenowej polskich produktów. Prognozujemy wzrost eksportu Indykpolu w wysokości 3% i 5% odpowiednio w roku 2005 i 2006.

Rekordowe zyski roku 2003

Rekordowe zyski w roku 2003...

W 2003 roku Indykpol zanotował zdecydowaną poprawę wyników finansowych. Zysk brutto na sprzedaży spółki wzrósł do 96,7 mln zł (o 36,6%), zysk operacyjny do 32,9 mln zł (o 170,2%), a zysk netto do 11,2 mln zł, (o 891,8%). Wyniki te istotnie przewyższają zyski osiągane przez spółkę w latach 1998-2002.

Fig. 10. Indykpol: Skrócony rachunek wyników w latach 1999-2003
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	1999	2000	2001	2002	2003
Sprzedaż	254,6	386,3	489,9	513,2	560,1
EBITDA	7,8	21,5	21,0	25,1	48,1
Zysk operacyjny	4,3	11,0	10,6	12,2	32,9
marża zysku operacyjnego (%)	1,7	2,8	2,2	2,4	5,9
Zysk brutto	-1,5	4,5	5,3	2,8	19,7
Zysk netto	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2

Źródło: Dane spółki

...rezultatem czynników zewnętrznych i zmian wewnątrz spółki

Uważamy, że poprawę marż i wyników w 2003 roku Indykpol zawdzięcza zarówno korzystnemu otoczeniu rynkowemu jak i zmianom, jakie zaszły wewnątrz firmy. Najważniejsze z nich to wzrost cen drobiu, deprecjacja złotego i wzrost eksportu oraz redukcja kosztów produkcji żywca indyczego.

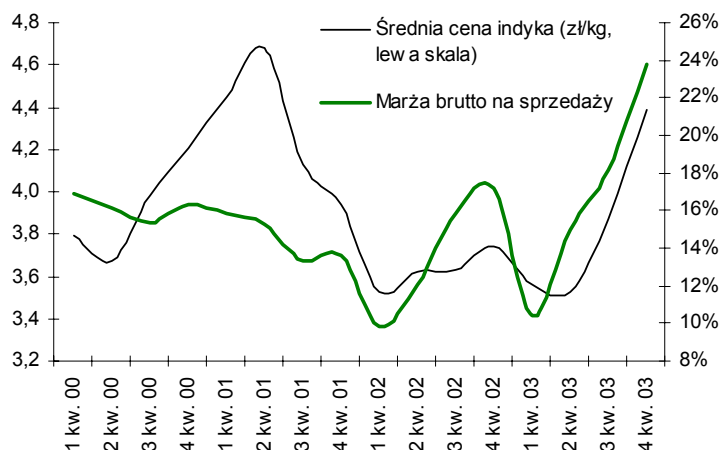
Wzrost cen drobiu

Wzrost cen drobiu pomógł marżom Indykpolu w 2003

Na marże generowane przez Indykpol wpływa cena żywca drobiowego (temat ten analizowany jest szczegółowo w innej części raportu). Ceny żywca indyczego znajdowały się na bardzo niskim poziomie od początku 2002 roku, a „dołek” cenowy cyklu przypadł na I kw. 2003. W II-IV kwartale nastąpiło odwrócenie trendu, a wzrastające ceny żywca indyczego wpłynęły pozytywnie na marże osiągane przez Indykpol, szczególnie w zakresie hodowli żywca oraz produkcji mięs. W skali całej spółki, marża brutto na sprzedaży wzrosła z 12,4% w pierwszym półroczu 2003 do 20,6% w drugim półroczu 2003.

Fig. 11. Indykpol: Porównanie średniej ceny skupu indyka i marży brutto na sprzedaży spółki

W złotych, o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, DM BZ WBK

***Ptasia grypa i silne euro
stymulowały eksport*****Poprawa rentowności eksportu**

W 2003 roku Indykpol zwiększył eksport swych wyrobów w ujęciu ilościowym o 34% do 13,7 tys. ton (wzrost wartościowy o 65% do 178 mln zł). Eksport w strukturze sprzedaży spółki stanowił 32% całości w roku 2003 w porównaniu do 21% w roku 2002.

Wzrost eksportu, jaki zanotował Indykpol w 2003 roku spowodowany był dwoma czynnikami:

- panująca w drugiej połowie 2003 roku w niektórych państwach Europy Zachodniej ptasia grypa doprowadziła do wzrostu popytu na drób importowany;
- deprecjacja złotówki wobec euro, jaka miała miejsce na przestrzeni roku 2003, zwiększyła opłacalność produkcji eksportowej i stymulowała jej wzrost.

Uważamy, że wzrost eksportu wraz z deprecjacją złotego były czynnikami, które istotnie przyczyniły się do wzrostu rentowności Indykpolu w 2003 roku.

***Outsourcing ferm
hodowlanych...*****Redukcje kosztów**

Na poprawę marż operacyjnych, jaką zanotował Indykpol w 2003 roku duży wpływ miały również działania restrukturyzacyjne podejmowane przez spółkę, a w szczególności outsourcing należących do spółki ferm hodowlanych.

***...zaowocował redukcją
kosztów o 5 mln zł***

W 2003 roku pracownicy zatrudnieni na fermach indyków należących do Indykpolu utworzyli spółkę, której Indykpol zlecił prowadzenie ferm. Wynagrodzenie ustalone zostało w sposób motywacyjny, w zależności od osiągniętych wyników. W rezultacie wprowadzonych zmian istotnie wzrosła efektywność prowadzonej produkcji żywca drobiowego (np. zużycie paszy na 1kg przyrostu żywca spadło o 3%, upadki indyków spadły o 14%). Indykpol szacuje, iż w wyniku outsourcingu ferm, koszty produkcji żywca spadły o 5,0 mln zł rocznie.

Prognozy na lata 2004-06

Sprzedaż

Prognozujemy 9% wzrost sprzedaży w 2004...

Oczekujemy, iż w 2004 i 2005 roku Indykpol zanotuje wzrost sprzedaży o 9% i 6% do odpowiednio 608,9 mln zł i 644,5 mln zł. Spodziewamy się, że w 2004 motorem wzrostu przychodów będzie eksport, a w szczególności eksport przetworów drobiowych. W 2004 roku prognozujemy wzrost sprzedaży przetworów w wysokości 9% i 17% w ujęciu ilościowym i wartościowym.

Fig. 12. Indykpol: Prognozy sprzedaży

	2001	2002	2003	2004P	% zmiana	2005P	% zmiana	2006P	% zmiana
Ilość (tys. ton)									
Mięsa	37,8	43,3	48,3	49,0	1	50,3	3	51,7	3
Przetwory	19,0	19,5	17,2	18,8	9	20,9	11	23,0	10
Razem	56,8	62,8	65,6	67,7	3	71,2	5	74,7	5
Wartość (mln zł)									
Mięsa	273,0	291,3	332,4	354,0	7	361,8	2	372,8	3
Przetwory	167,5	161,4	148,7	173,8	17	199,2	15	225,8	13
Inne	49,4	60,5	79,0	81,0	2	83,4	3	86,0	3
Razem	489,9	513,2	560,1	608,9	9	644,5	6	684,5	6

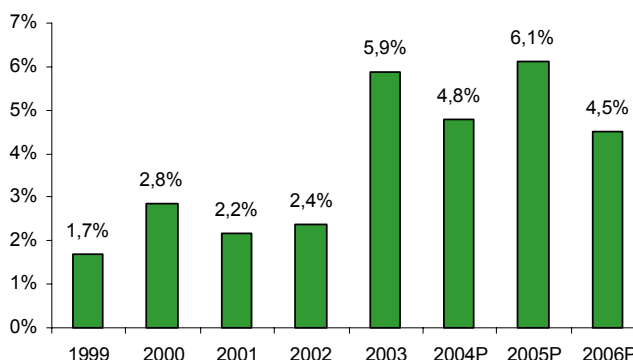
Źródło: Dane spółki, szacunki DM WZ WBK

Marże na działalności operacyjnej

... i marże operacyjną w wysokości 4,8%...

W roku 2003 Indykpol zanotował marżę brutto na sprzedaży oraz marżę operacyjną w wysokości odpowiednio 17,3% i 5,9%, w porównaniu do średnich wartości odpowiednio 14,8% i 2,3% z lat 1998-2002. Przyznajemy, że bardzo wysokie marże roku 2003 są wynikiem kilku czynników zewnętrznych, które prawdopodobnie się nie powtórzą z takim nasileniem w kolejnych latach. Jednakże uważamy, iż spadek marż w latach 2004-06 nie będzie duży. Prognozujemy, że marża operacyjna, która nie uwzględnia zdarzeń jednorazowych w postaci sprzedaży nieruchomości, w roku 2004 i 2005 wyniesie odpowiednio 4,8% i 6,1%.

Fig. 13: Indykpol: Marża operacyjna skorygowana o zdarzenia jednorazowe w latach 1999-2006P



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

...istotnie powyżej średniej z lat 1999-2002

Uważamy, iż marża operacyjna Indykpolu w latach 2004-06, istotnie przewyższy marże osiągnięte w latach 1999-2004. Nasze argumenty są następujące:

- W nadchodzących latach Indykpol planuje skupić swoje wysiłki marketingowe na produktach wysoko-przetworzonych, o dużej wartości dodanej. Szacujemy, iż udział wysoko-marżowych przetworów drobiowych w strukturze sprzedaży

zwiększy się do 29% w 2004 i 31% w 2005%, z 27% w roku 2003. Oczekujemy, że efektem zmiany struktury sprzedaży będzie zmniejszenie zależności spółki od wahań cen żywca drobiowego.

- Uważamy, że redukcje kosztów, jakie miały miejsce w roku 2003 w zakresie kosztów produkcji żywca indyczego (5,0 mln zł) są trwałe i będą oddziaływać na wyniki spółki w latach kolejnych.
- Ceny skupu żywca indyczego osiągnęły szczyt cyklu w listopadzie, jednak spadek cen, jaki nastąpił w kolejnych miesiącach był stosunkowo niewielki. Relatywnie wysokie ceny na rynku drobiowym pozytywnie wpływają na marże osiągane przez Indykpol, szczególnie w działalności związanej z produkcją żywca. Oczekujemy, iż wysokie ceny żywca indyczego utrzymają się przynajmniej w krótkim do średnim terminie. Spowodowane jest to utrzymującymi się wysokimi cenami pasz, które hamują wzrost produkcji żywca.

SAPARD

Indykpol uprawniony jest do otrzymywania dotacji z SAPARD...

Indykpol, jako przedsiębiorstwo działające w sektorze przetwórstwa mięsa uprawnione jest do otrzymywania dotacji z funduszu SAPARD. Fundusz ten udziela dotacji finansujących inwestycje, w wysokości 50% wartości inwestycji.

...których oczekiwana wartość dla spółki wyniesie 18,5 mln zł w latach 2004-05

W styczniu 2004 Indykpol podpisał umowę z ARiMR, na podstawie której otrzyma w 2004 z funduszu SAPARD dofinansowanie w wysokości 1,6 mln zł. Dodatkowo spółka złożyła wnioski o kolejne dotacje na łączną kwotę 16,9 mln zł, które zostały już zatwierdzone przez lokalny oddział ARiMR.

Dotacje z SAPARD są wolne od podatku

Dotacje z funduszy SAPARD Indykpol księguje w pozostałych przychodach operacyjnych i są to przychody nie podlegające opodatkowaniu. Jednakże, tylko 50% amortyzacji środków trwałych utworzonych w wyniku inwestycji współfinansowanych przez SAPARD jest kosztem uzyskania przychodu w firmie, zmniejszającym podstawę opodatkowania.

Kontynuacja SAPARD jest SPOOW...

Zakończenie SAPARD nie kończy wspierania przetwórstwa żywności ze środków Unii Europejskiej. Kontynuacją SAPARDu będzie Sektorowy Program Operacyjny „Restrukturyzacja i Modernizacja Sektora Żywnościowego oraz Rozwój Obszarów Wiejskich” (SPOOW). Na dofinansowanie projektów mających na celu poprawę przetwórstwa i marketingu artykułów rolnych budżet (SPOOW) w latach 2004-2006 wyniesie 716 mln euro. Dla porównania w latach 2000-2006 polscy przetwórcy produktów rolnych mogą uzyskać dofinansowanie z funduszu SAPARD w wysokości łącznie 1,2 mld euro.

...którego nie uwzględniamy w naszych prognozach

W naszych prognozach dla Indykpolu uwzględniamy planowane dotacje z SAPARD, a nie uwzględniamy żadnych dotacji, jakie spółka ma szansę otrzymać z funduszy SPOOW. Zarząd spółki deklaruje, iż podejmie działania zmierzające do otrzymania dotacji do inwestycji z SPOOW jak tylko będą znane szczegółowe zasady ich przyznawania. Z uwagi na fakt, że dotacje dla przetwórców mięsa prawdopodobnie będą kontynuowane po roku 2006, nie traktujemy dotacji SAPARDu jako zdarzeń jednorazowych.

Prognozy zysku

Prognozujemy EBIT w 2004 roku w wysokości 34,2 mln zł ...

Prognozujemy, że Indykpol w 2004 roku zanotuje zysk operacyjny w wysokości 34,2 mln zł, co stanowi wzrost o 4% w stosunku do roku 2003. Wynik ten zawierał jednak będzie jednorazowe zdarzenie w postaci zysku na sprzedaży nieruchomości w Olsztynie w wysokości 5 mln zł (bez podatku). Wyłączając to oczekujemy zysku operacyjnego w kwocie 29,2 mln zł. W 2005 roku prognozujemy zysk operacyjny Indykpolu w wysokości 39,5 mln zł. W 2006 roku prognozujemy spadek zysku operacyjnego Indykpolu do 30,7 mln zł, a spowodowane jest to konserwatywnie przyjętym założeniem nie uwzględniania żadnych dotacji z funduszy unijnych, które spółka ma szansę otrzymać po roku 2005.

...i zysk netto 19,9 mln zł

Prognozujemy, że Indykpol zraportuje w 2004 roku zysk netto w wysokości 19,9 mln zł co implikuje 16,9 mln zł wyłączając zdarzenia jednorazowe w postaci sprzedaży nieruchomości.

Fig. 14. Indykpol: Prognozy DM BZ WBK
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2001	2002	2003	2004P	% zmiana	2005P	% zmiana	2006P	% zmiana
Sprzedaż	489,9	513,2	560,1	608,9	9	644,5	6	684,5	6
Zysk operacyjny	10,6	12,2	32,9	34,2	4	39,5	16	30,7	-22
Zysk netto	3,6	1,1	11,2	19,9	77	27,3	37	19,3	-29
Zysk operacyjny, skorygowany	10,6	12,2	32,9	29,2	-11	39,5	35	30,7	-22
Zysk netto, skorygowany	3,6	1,1	11,2	16,9	50	27,3	61	19,3	-29

Źródło: Dane spółki, szacunki DM WZ WBK

Struktura Grupy Kapitałowej

Historia kapitału akcyjnego i struktura akcjonariatu

Indykpol jest na GPW od 1994

Mimo że historia Indykpolu sięga lat pięćdziesiątych ubiegłego wieku, dynamiczny rozwój spółki zapoczątkowała jej prywatyzacja i pozyskanie inwestora strategicznego – firmy Rolmex, co miało miejsce w roku 1991. Indykpol jako spółka akcyjna został założony w 1993 roku. W lutym 1994 spółka przeprowadziła emisję publiczną 900 tys. akcji po cenie emisyjnej 6,5 zł, zwiększając swoje kapitały własne o 5,85 mln zł.

Fig. 15. Indykpol: Historia kapitału akcyjnego

W tys. szt. o ile nie podano inaczej

Data	Seria	Liczba akcji	Skumulowana liczba akcji	Cena emisyjna (zł)	Komentarz
lis 93	AA	2 224,5	2 224,5	5,96	założyciele
lut 94	BB	900,0	3 124,5	6,50	emisja publiczna

Źródło: Dane spółki, PAP, Notoria

Rolmex posiada 45% akcji i 74% głosów

Głównym akcjonariuszem Indykpolu jest spółka Rolmex, która wraz z Warmińsko-Mazurskim Handlem Międzynarodowym i Eldrobiem kontroluje 45,2% kapitału akcyjnego i dysponuje 74,4% głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Po około 20% akcji i 9% głosów posiadają Minex Invest i Kredyt Bank. Jedynie 14,8% akcji Indykpolu znajduje się w wolnym obrocie. Ich posiadacze reprezentują 6,9% głosów na WZA spółki.

Fig. 16. Indykpol: Struktura akcjonariatu

W tys. szt. o ile nie podano inaczej

Akcjonariusz	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Rolmex z WMHM	1411	45,2	4985	74,4
Minex-Invest	630	20,2	630	9,4
Kredyt Bank	620	19,8	620	9,3
Pozostali	464	14,8	464	6,9
Razem	3125	100,0	6698	100,0

Źródło: Dane spółki, PAP, Notoria

Rolmex

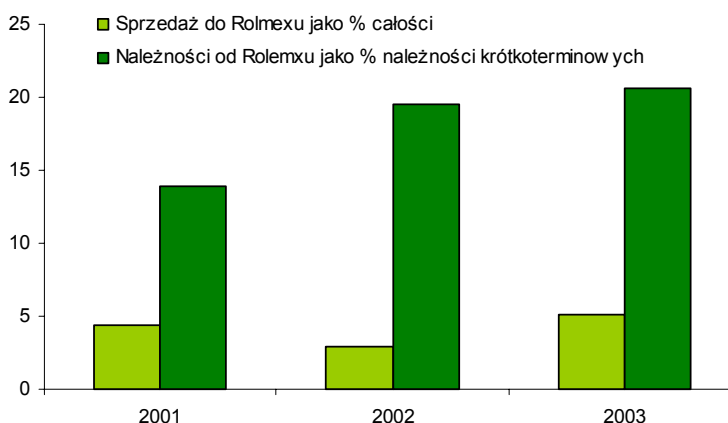
Należności Indykpolu do Rolmexu...

Rolmex, którego udział w kapitale zakładowym Indykpolu oraz głosach na WZA wynosi, odpowiednio 45% i 75%, jest odbiorcą produktów spółki stanowiących ok. 10% całkowitej sprzedaży. Zakupione od Indykpolu towary Rolmex odsprzedaje na rynkach zagranicznych wykorzystując swe długoletnie doświadczenie w handlu zagranicznym. W 2003 roku sprzedaż Indykpolu do Rolmexu wyniosła 28 mln zł, co stanowiło 5% całości sprzedaży.

...wydają się być nieproporcjonalnie wysokie w stosunku do sprzedaży

Szacujemy, że na koniec 2003 roku wartość zobowiązań Rolmexu wobec Indykpolu z tytułu zakupionych towarów wynosiła 15 mln zł. Należności od Rolmexu stanowiły 20% całkowitych należności krótkoterminowych. Wydaje się, że udział, jaki Rolmex stanowi w należnościach Indykpolu (20% na koniec 2003) jest nieproporcjonalnie wysoki w stosunku do udziału Rolmexu w sprzedaży spółki (5% w 2003).

Fig. 17. Indykpol: Powiązania z Rolmexem
W %



Źródło: Dane spółki, DM WZ WBK

Struktura Grupy Kapitałowej

Wzrost wspomagany przejęciami

Wzrost, jaki zanotował Indykpol na przestrzeni ostatnich 10 lat był w dużej mierze wspomagany przejęciami innych podmiotów. W marcu 1998 Indykpol nabył od Skarbu Państwa 45% akcji spółek Eldrob i Lubdrob. Eldrob, zlokalizowany jest w Świebodzinie i tak jak główny zakład Indykpolu w Olsztynie specjalizuje się przetwórstwie mięsa indyczego. Lubdrob umiejscowiony jest w Lublinie, a jego specjalizacją jest ubój kurczaków.

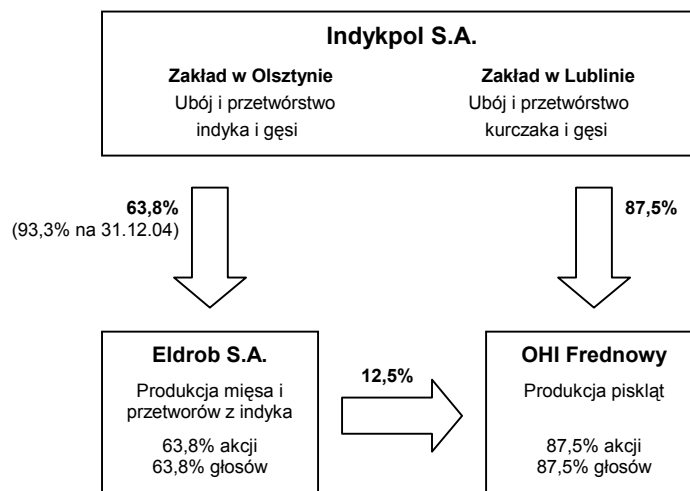
W kolejnych latach Indykpol zwiększył swój udział Lubdrobiu do 100% a w maju 2000 roku miało miejsce połączenie obu podmiotów.

W latach 2000-2002 Indykpol zakupił udziały w Ośrodku Hodowli Indyków Frednowy.

Indykpol planuje zwiększenie udziału w Eldrobie do 93,3% na koniec 2004

Obecnie Indykpol posiada 87,5% akcji i głosów OHI Frednowy oraz 63,8% kapitału i głosów Eldrobie. Do końca roku Indykpol przewiduje podwyższenie swojego udziału w Eldrobie do 93,3% dzięki finalizacji zakupu odkupieniu 16,5% akcji Eldrobie od Rolmexu i 13% od NFI.

Fig. 18. Indykpol: Struktura grupy



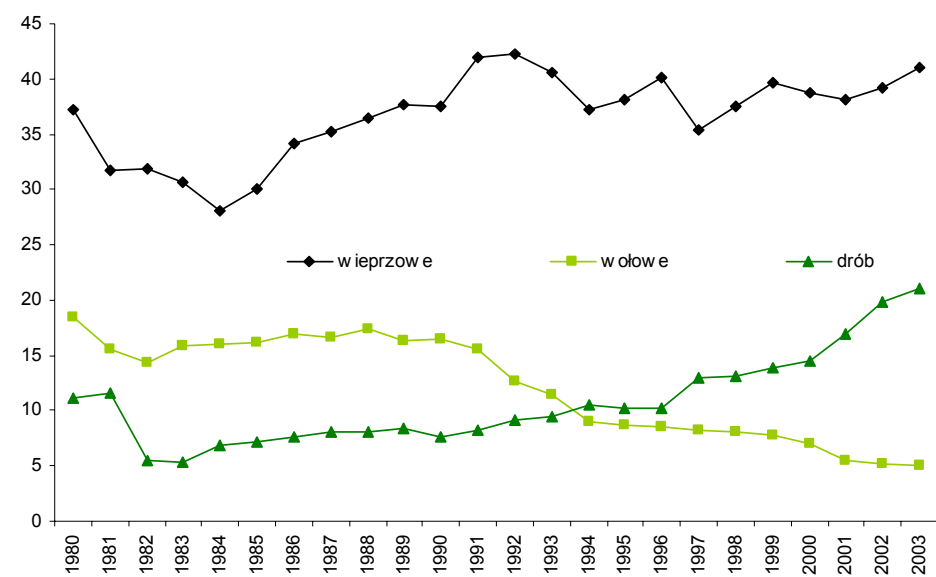
Źródło: Dane spółki, PAP

Załącznik 1: Konsumpcja wyrobów drobiowych w Polsce

Mięso drobiowe wypiera wołowinę

Od początku lat 90-tych obserwowany jest trend wzrostowy w spożyciu mięsa drobiowego przez Polaków. Wypiera ono produkty pochodzenia wołowego, podczas gdy spożycie mięsa wieprzowego, będącego składnikiem tradycyjnych polskich potraw było stosunkowo stałe.

Fig. 19. Roczne spożycie mięsa drobiowego, wieprzowego i wołowego na jednego mieszkańca w Polsce w latach 1990-2003
W kg na mieszkańca



Źródło: IERiGŻ, DM BZ WBK

Konsumpcja mięsa drobiowego rosła średniorocznie o 7,9% w latach 1994-2003

Według danych IERiGŻ spożycie mięsa drobiowego w Polsce w 2003 roku wyniosło 21 kg na mieszkańca, a w latach 1994-2003 średnioroczne tempo wzrostu wyniosło 7,9%. Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej oczekuje dynamiki spożycia mięsa drobiowego w 2004 roku w wysokości ok. 5%, co oznacza wzrost do poziomu konsumpcji do 22kg na mieszkańca.

Oczekujemy spowolnienia dynamiki konsumpcji drobiu w Polsce

Roczne spożycie mięsa drobiowego w krajach UE wynosi około 22,5 kg na mieszkańca, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych ok. 50 kg na mieszkańca. Z uwagi na fakt, iż konsumpcja mięsa drobiowego w Polsce zbliżyła się do poziomu notowanego w UE, uważamy, iż stopa jej wzrostu w kolejnych latach ulegnie spowolnieniu. Oczekujemy jednak zmiany struktury rodzajowej sprzedawanych produktów: coraz większy udział będą zdobywać produkty wysoko przetworzone.

Dane finansowe i prognozy

Fig. 20. Indykpol: Rachunek wyników

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	254,6	386,3	489,9	513,2	560,1	608,9	644,5	684,5
Koszt sprzedanych produktów	216,3	325,7	421,5	442,4	463,4	509,8	537,9	568,8
Amortyzacja	3,5	10,5	10,4	12,9	15,1	15,0	15,6	15,2
Zysk brutto na sprzedaży	38,2	60,6	68,4	70,8	96,7	99,1	106,6	115,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	36,5	54,8	62,4	65,1	67,1	79,2	83,8	89,0
Inne przychody operacyjne (netto)	2,6	5,2	4,6	6,5	3,3	14,2	16,7	4,1
EBITDA	7,8	21,5	21,0	25,1	48,1	49,2	55,1	45,9
Zysk operacyjny	4,3	11,0	10,6	12,2	32,9	34,2	39,5	30,7
Koszty finansowe (przychody) netto	7,1	5,8	4,2	8,2	12,2	7,0	6,3	4,6
przychody odsetkowe	0,4	0,7	0,3	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2
koszty odsetkowe	6,6	9,1	7,1	9,3	6,7	6,6	6,0	4,8
pozostałe koszty (przychody finansowe)	0,1	-4,0	-3,3	-1,6	5,1	0,5	0,5	0,0
Zysk na działalności gospodarczej	-2,8	5,2	6,4	4,0	20,8	27,1	33,2	26,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odpis wartości firmy	-1,4	0,7	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,5
Zysk brutto	-1,5	4,5	5,3	2,8	19,7	26,1	32,3	25,6
Podatek dochodowy	0,0	0,5	2,5	1,7	6,5	4,9	3,7	4,9
Udział w zyskach jednostek podporządkowanych	-1,4	0,4	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	1,3	1,4
Zysk netto	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2	19,9	27,3	19,3
Zysk netto skorygowany	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2	16,9	27,3	19,3

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 21. Indykpol: Marże i wzrosty

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Marża brutto na sprzedaży	15.0%	15.7%	14.0%	13.8%	17.3%	16.3%	16.5%	16.9%
Marża EBITDA	3.1%	5.6%	4.3%	4.9%	8.6%	8.1%	8.5%	6.7%
Marża operacyjna	1.7%	2.8%	2.2%	2.4%	5.9%	5.6%	6.1%	4.5%
Marża zysku brutto	-0.6%	1.2%	1.1%	0.6%	3.5%	4.3%	5.0%	3.7%
Efektywna stopa podatkowa	0.0%	10.3%	47.5%	61.2%	33.1%	18.9%	11.4%	19.0%
Marża netto	-1.1%	1.1%	0.7%	0.2%	2.0%	3.3%	4.2%	2.8%
Wzrost przychodów	-3%	52%	27%	5%	9%	9%	6%	6%
Wzrost zysku brutto na sprzedaży	-6%	59%	13%	3%	37%	3%	8%	9%
Wzrost EBITDA	-26%	175%	-2%	20%	91%	2%	12%	-17%
Wzrost zysku operacyjnego	-38%	155%	-4%	15%	170%	4%	16%	-22%
Wzrost zysku brutto	-186%	n/m	17%	-46%	592%	32%	24%	-21%
Wzrost zysku netto	255%	n/m	-18%	-69%	892%	77%	37%	-29%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 22. Indykpol: Bilans

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Aktywa obrotowe	48,8	80,6	85,2	95,4	124,9	136,0	147,9	156,7
środki pieniężne i pozostałe inwestycje krótkoterminowe	3,4	5,9	3,7	4,5	6,7	8,1	13,1	14,1
pozostałe inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	4,1	1,7	8,9	8,9	8,9	8,9
należności handlowe	23,4	43,4	44,6	51,0	72,4	78,7	83,3	88,4
zapasy	21,9	31,4	31,3	37,3	36,2	39,4	41,7	44,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	1,5	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0
Aktywa trwałe	81,2	87,7	105,0	104,3	114,6	130,2	134,1	130,7
rzeczowe aktywa trwałe	50,1	69,9	80,2	81,3	104,3	119,3	123,7	120,6
inwestycje długoterminowe	26,2	10,2	22,1	19,6	7,2	7,2	7,2	7,2
wartości niematerialne i prawne	2,8	4,8	1,7	1,4	1,6	1,9	2,2	2,6
należności długoterminowe	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wartość firmy	1,7	2,6	1,0	2,1	1,5	1,8	0,9	0,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,1	1,3	1,6	2,0	2,8	3,1	3,3	3,5
Aktywa	131,1	169,5	191,8	201,8	242,4	269,3	285,3	290,9
Zobowiązania krótkoterminowe	64,6	89,1	75,7	60,8	120,5	122,1	108,4	92,2
zadłużenie bankowe	33,1	40,0	23,7	12,4	67,7	64,7	47,7	27,7
zobowiązania handlowe	19,7	35,4	36,5	37,0	44,6	48,4	51,3	54,4
pozostałe zobowiązania handlowe	11,7	13,7	15,5	11,3	8,2	8,9	9,4	10,0
Rozliczenia międzyokresowe	6,1	5,6	4,7	4,5	5,5	6,0	6,3	6,7
Zobowiązania długoterminowe	18,8	22,4	53,0	77,0	32,1	32,1	32,1	32,1
zadłużenie bankowe	18,6	22,4	53,0	77,0	32,1	32,1	32,1	32,1
pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	1,2	0,4	5,2	5,1	7,7	11,5	12,1	12,9
Kapitał własny	37,7	50,1	53,2	53,0	64,7	84,6	111,9	131,2
kapitał zakładowy	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
akcje własne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kapitał zapasowy	15,5	23,5	28,4	32,6	34,2	45,5	65,4	92,6
kapitał z aktualizacji wyceny	10,8	10,5	10,5	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1
pozostałe kapitały rezerwowe, z wł. zysku z lat poprzednich	-1,3	-4,0	-4,9	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5
zysk netto	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2	19,9	27,3	19,3
Kapitały mniejszości	0,0	1,8	0,0	1,3	11,8	13,1	14,4	15,8
Ujemna wartość firmy jednostek podporządkowanych	2,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	131,1	169,5	191,8	201,8	242,4	269,3	285,3	290,9

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 23. Indykpol: Cash flow

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Cash flow operacyjny	18,0	11,0	14,0	16,3	30,0	34,3	42,0	32,9
Zysk netto	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2	19,9	27,3	19,3
Zmiana wartości rezerw	-0,3	-0,8	4,9	-0,1	2,6	3,7	0,7	0,8
Udział w zyskach jednostek podporządkowanych	1,4	-0,4	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,25	1,32	1,41
Amortyzacja	3,5	10,5	10,4	12,9	15,1	15,0	15,6	15,2
Zmiany w kapitale pracującym, w tym:	10,1	-13,7	-0,1	-12,0	-12,7	-5,6	-4,1	-4,6
zapasy	4,6	-9,4	0,1	-6,0	1,1	-3,2	-2,3	-2,6
należności	-0,8	-20,0	-1,2	-6,5	-21,3	-6,3	-4,6	-5,2
zobowiązania	6,3	15,7	1,1	0,5	7,6	3,9	2,8	3,2
Pozostałe netto	6,1	10,9	-4,0	14,3	11,8	0,1	1,2	0,9
Cash flow z działalności inwestycyjnej	-11,0	-8,1	-28,2	-7,0	-15,7	-29,8	-20,0	-12,0
Zmiany w aktywach trwałych	-5,1	-30,3	-20,7	-14,1	-38,1	-30,0	-20,0	-12,0
Zmiany w wartościach niematerialnych i prawnych	0,0	-2,0	3,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Zmiany w inwestycjach długoterminowych	1,1	15,9	-11,9	2,5	12,4	0,0	0,0	0,0
Pozostałe, netto	-7,0	8,3	1,2	4,2	10,3	0,5	0,3	0,4
Cash flow z działalności finansowej	-6,3	-1,0	12,6	-8,5	-12,2	-3,0	-17,0	-20,0
Zmiany w zadłużeniu długoterminowym	-4,7	3,8	30,6	24,1	-44,9	0,0	0,0	0,0
Zmiany w zadłużeniu krótkoterminowym	12,9	6,9	-16,3	-11,3	55,3	-3,0	-17,0	-20,0
Zmiany w kapitale własnym i dystrybucja zysku	0,0	7,9	-0,5	-1,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Wyplacone dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe, netto	-14,5	-19,5	-1,3	-19,9	-23,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	0,7	1,9	-1,6	0,8	2,1	1,5	5,0	1,0
Gotówka na początek okresu	2,7	3,4	5,3	3,7	4,5	6,7	8,1	13,1
Gotówka na koniec okresu	3,4	5,3	3,7	4,5	6,7	8,1	13,1	14,1

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Dom Maklerski BZ WBK SA

Ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
fax. (+48) 22 586 81 02

Zespół Analiz

Tomasz Bardziłowski, CFA, Dyrektor <i>Sektor: Nafta i Gaz, Górnictwo, Media, Informatyka, Telekomunikacja</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.bardzilowski@bzwbk.pl
Marcin Jabłczyński <i>Sektor: Banki</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	marcin.jablczynski@bzwbk.pl
Przemysław Sawala-Uryasz <i>Sektor: Informatyka, Farmaceutyczny</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	przemyslaw.sawala@bzwbk.pl
Tomasz Krukowski, CFA <i>Sektor: Budownictwo, Nieruchomości, Materiały Budowlane, Przemysł, inne</i>	tel. (+48) 22 586 81 93	tomasz.krukowski@bzwbk.pl
Łukasz Wachelko	tel. (+48) 22 586 81 59	lukasz.wachelko@bzwbk.pl

Sprzedaż Instytucjonalna /Trading

Filip Paszke, Dyrektor Sprzedaży	tel. (+48) 22 586 80 84	filip.paszke@bzwbk.pl
Grzegorz Kołodziejczyk, Dyrektor Tradingu	tel. (+48) 22 586 80 96	grzegorz.kolodziejczyk@bzwbk.pl
Paweł Czupryński	tel. (+48) 22 586 80 90	pawel.czuprynski@bzwbk.pl
Łukasz Mitan	tel. (+48) 22 586 80 87	lukasz.mitan@bzwbk.pl

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy raport jest adresowany wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (zgodnie z definicją inwestora kwalifikowanego zawartą w Ustawie Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi z 21.08.1997 art. 4 p. 21) i nie jest skierowany ani przeznaczony do dystrybucji lub użytkowania przez osoby fizyczne będące obywatelami lub rezydentami oraz osoby prawne posiadające lokalizację w miastach, stanach, krajach lub innych jurysdykcjach, w których dystrybucja, publikowanie, udostępnianie lub korzystanie z takich informacji byłoby niezgodne z prawem lub obowiązującymi regulacjami, lub, które wymagałyby od Domu Maklerskiego BZ WBK ("DM BZ WBK") dopełnienia obowiązku rejestracji lub uzyskania licencji na terenie takiej jurysdykcji. Wszystkie materiały zaprezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie podano wyraźnie inaczej, są objęte prawami autorskimi DM BZ WBK. Żaden z materiałów, jego treść lub kopia nie mogą być modyfikowane w żaden sposób, ani też przekazywane, kopiowane lub dystrybuowane osobom trzecim, bez uprzedniej, pisemnej zgody DM BZ WBK. Wszystkie znaki handlowe, znaki usług i logotypy wykorzystane w niniejszym raporcie stanowią znaki handlowe i usługowe lub zastrzeżone znaki handlowe lub usługowe DM BZ WBK.

Informacje, narzędzia i materiały zawarte w niniejszym raporcie są udostępniane odbiorcom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinny być wykorzystywane w charakterze lub traktowane jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. DM BZ WBK nie jest zobowiązany do podejmowania jakichkolwiek kroków w celu zapewnienia, że opisywane w niniejszym raporcie walory są odpowiednie dla konkretnego inwestora. DM BZ WBK nie będzie traktował odbiorców tego raportu jako swoich klientów, wyłącznie ze względu na fakt otrzymania tego raportu. Inwestycje lub usługi opisywane lub wspomniane w niniejszym raporcie mogą nie być odpowiednie dla danego inwestora a w przypadku jakichkolwiek wątpliwości związanych z przedmiotowymi inwestycjami lub usługami inwestycyjnymi zaleca się skorzystanie z usług niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden element niniejszego raportu nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej ani gwarancji, że dana inwestycja lub strategia jest odpowiednia lub właściwa dla indywidualnych uwarunkowań konkretnego inwestora. Raport nie zawiera również personalnej rekomendacji dla żadnego konkretnego inwestora. DM BZ WBK nie doradza w zakresie podatkowych konsekwencji inwestycji i zaleca zasięgnięcie w tym celu porady niezależnego doradcy podatkowego. Proszę zwrócić szczególną uwagę na fakt, że podstawa i poziom opodatkowania może ulegać zmianie.

W opinii DM BZ WBK rekomendacja inwestycyjna została przygotowana z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Informacje i opinie zaprezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. DM BZ WBK nie będzie ponosił odpowiedzialności z tytułu strat poniesionych w związku z wykorzystaniem materiałów zaprezentowanych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem sytuacji, w których niniejsze wyłączenie odpowiedzialności nie będzie miało zastosowania, w zakresie, w jakim odpowiedzialność ta będzie uregulowana szczególnymi aktami prawnymi lub przepisami mającymi zastosowanie do DM BZ WBK. Korzystając z niniejszego raportu, nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny. DM BZ WBK mógł w przeszłości opublikować i może również opublikować w przyszłości inne raporty odniegające od informacji zaprezentowanych w niniejszym raporcie i dochodzące na ich podstawie do innych wniosków. Raporty te odzwierciedlają różne założenia, poglądy i metody analityczne opracowujących je analityków, a DM BZ WBK nie ma obowiązku dopinować, aby odbiorcy niniejszego raportu zapoznali się z nimi.

DM BZ WBK może, w zakresie dozwolonym przez prawo, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe z emitentem (emitentami) papierów wartościowych stanowiących przedmiot niniejszego raportu, wykonywać usługi na rzecz lub ubiegać się o współpracę z takim emitentem oraz/ lub posiadać pozycje, udział lub inną formę partycypacji, lub dokonywać transakcji papierami wartościowymi opisywanymi w niniejszym raporcie. Ponadto, może on kreować rynek papierów wartościowych wymienionych w materiałach zaprezentowanych w niniejszym raporcie. DM BZ WBK może, w zakresie dozwolonym przez prawo, działać w oparciu o oraz wykorzystywać informacje i opinie zawarte w tym raporcie oraz badania, na których są one oparte, przed opublikowaniem materiału. DM BZ WBK mógł w ciągu ostatnich trzech lat, występować w charakterze organizatora lub współorganizatora oferty publicznej papierów wartościowych na rzecz, lub może aktualnie organizować emisję na rynku pierwotnym na rzecz wszystkich lub niektórych z wymienionych w raporcie podmiotów. Jest również możliwe, że DM BZ WBK świadczył lub świadczył w ciągu ostatnich 12 miesięcy istotne usługi doradcze lub inwestycyjne związane z przedmiotową inwestycją lub innymi, powiązаныmi inwestycjami. Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie, pod warunkiem zobowiązania do zachowania poufności.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazówka czy gwarancja wyników przyszłych a niniejszy raport nie zawiera żadnych zapewnień lub gwarancji, wyrażonych bezpośrednio lub pośrednio, dotyczących wyników w przyszłości. Informacje, opinie i prognozy przedstawione w niniejszym raporcie odzwierciedlają ocenę DM BZ WBK na dzień jej pierwszej publikacji i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Kurs, wartość oraz dochód z papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie mogą zarówno wzrosnąć jak i spaść. Wartość papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych podlega wahaniom związanym ze zmianami kursu walut, które mogą mieć pozytywny jak i negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich papierów wartościowych lub instrumentów finansowych. Inwestując w takie papiery wartościowe jak Amerykańskie Kwity Depozytowe, których wartość jest związana z kursem waluty, przyjmując na siebie związane z tym ryzyko.

Proszę zwrócić uwagę, że analiza ta została pierwotnie opracowana i opublikowana przez DM BZ WBK z myślą o dystrybucji wśród klientów- inwestorów profesjonalnych i instytucjonalnych. Odbiorcy, którzy nie są profesjonalnymi lub instytucjonalnymi inwestorami i klientami DM BZ WBK powinni zasięgnąć porady niezależnego doradcy finansowego przed podjęciem decyzji inwestycyjnej w oparciu o ten raport lub w celu uzyskania wyjaśnień dotyczących jego treści.

Slabe i silne strony zastosowanych metod wyceny:

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych i powszechnie stosowanych w literaturze ekonomicznej. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Każda wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów. Wycena DCF – Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych, jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie, słabe strony to duża ilość parametrów, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą – opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mała ilość parametrów szacowanych przez analityka i zastosowanie danych rynkowych. Słabe strony to niepewność dotycząca właściwego doboru porównywanych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny.

Informacje dodatkowe:

1. DM BZ WBK nie należy do grupy kapitałowej do której należy emitent papierów wartościowych.
2. Jest możliwe, że DM BZ WBK w odniesieniu do papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, był lub jest oferującym w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej, nabywa i zbywa papiery wartościowe na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego lub realizacją umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.
3. DM BZ WBK nie posiada akcji emitenta w ilości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego
4. Nie istnieją powiązania finansowe o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych pomiędzy podmiotem będącym przedmiotem rekomendacji i osobami przygotowującymi rekomendację lub ich osobami bliskimi.
5. Osoby przygotowujące rekomendacje nie pełnią i nie pełniły funkcji w organach emitenta będącego przedmiotem rekomendacji i nie zajmowały stanowisk kierowniczych w tym podmiocie
6. Jest możliwe, że DM BZ WBK mógł otrzymać wynagrodzenie od podmiotu będącego przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
7. Po stronie DM BZ WBK może istnieć zamiar złożenia emitentowi papierów wartościowych będących przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej, ofert świadczenia usług na jego rzecz w ciągu najbliższych 3 miesięcy od daty sporządzenia niniejszej rekomendacji inwestycyjnej
8. Nie istnieją inne istotne powiązania, występujące pomiędzy DM BZ WBK, osobami przygotowującymi rekomendację inwestycyjną i ich osobami bliskimi, a emitentem papierów wartościowych będących przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej.