



RAPORT ANALITYCZNY

Indykpol, Ekodrob

spożywczy

ISSN 1508-308X

Warszawa, 8.11.04

Indyk indykowi nierówny

Indykpol i Ekodrob są spółkami zajmującymi się produkcją mięsa i przetworów drobiowych, głównie indyczych. Indykpol ma pozycję lidera, z 22% udziałem w rynku żywca indyczego i 25% rynku przetwórstwa indyków.

Obie spółki zanotowały w zeszłym roku znaczące wzrosty przychodów i rentowności, spowodowane korzystną sytuacją na rynku UE w związku ze wzrostem zapotrzebowania na polskie mięso drobiowe. W b.r. koniunktura na rynkach zachodnich nie jest już tak duża, a dodatkowym obciążeniem dla spółek jest umacniająca się złotówka.

Na rynku krajowym obie spółki mają ugruntowaną pozycję i wyrobioną markę, a do tej pory dynamika spożycia drobiu przez Polaków przewyższała wzrost spożycia w Europie i wynosiła średnio 9% rocznie przez pięć ostatnich lat. W przyszłości spodziewamy się spowolnienia tej dynamiki i wyhamowania również wzrostów sprzedaży spółek drobiowych.

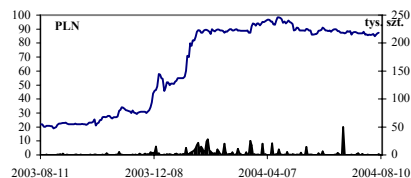
Indykpol jest spółką różniącą się od Ekodrobu pod względem etapu rozwoju i kondycji finansowej. Jest to spółka o stabilnych przychodach i marżach, osiągająca coraz wyższe rentowności i skutecznie realizująca strategię powiększania zdolności produkcyjnych i integracji pionowej od wylęgu piskląt po dystrybucję towarów. Ekodrob ma natomiast problemy z płynnością finansową, od momentu przeinwestowania w budowę zakładu produkcyjnego olbrzymie koszty związane z obsługą zadłużenia uniemożliwiają mu osiągnięcie dodatnich wyników. W ub.r. po raz pierwszy od budowy zakładu w 1999 r. osiągnął zysk netto, dzięki wyjątkowo sprzyjającej sytuacji na rynkach UE. Uważamy, że ta sytuacja jest nie do powtórzenia w ciągu najbliższych lat i na b.r. prognozujemy osiągnięcie niewielkiego zysku. Dopóki Ekodrob nie będzie miał wystarczających środków na zlikwidowanie wąskich gardeł i zwiększenie produkcji, nie będzie w stanie osiągnąć rentowności zbliżonych do Indykpolu, który wykorzystuje efekt skali, a ponadto korzysta z własnej bazy surowcowej, uniezależniając się od wahań cen żywca.

Dodatkowo Ekodrob zaangażowany jest w sprzedaż gęsi na rynek niemiecki, które są tradycyjną potrawą świąteczną na niemieckich stołach, a nasze prognozy przewidują spadek zainteresowania tą pracochłonną w przygotowaniu potrawą wśród przedstawicieli młodego pokolenia niemieckiego.

Ekodrob nie korzysta przy tym ze wsparcia funduszy unijnych, które są wykorzystywane przez Indykpol i wpływają na podniesienie jego marży na poziomie operacyjnym.

Rekomendujemy akumulowanie akcji Indykpolu i sprzedaż akcji Ekodrobu.

Indykpol



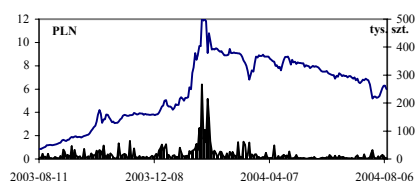
Rekomendacja AKUMULUJ

Cena 87,5
Cena docelowa 96

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.) 3 125
Free float 32%
Kapitalizacja (tys. zł) 273 394

Ekodrob



Rekomendacja SPRZEDAJ

Cena 5,6
Cena docelowa 2,6

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.) 10 600
Free float 16%
Kapitalizacja (tys. zł) 58 830

Analitycy

Dorota Puchlew
tel (22) 697 47 41
fax (22) 697 47 43
Dorota.Puchlew@breinvest.com.pl

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21
www.breinvestors.com.pl

Indykpol	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBITDA
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2003	555,4	29,5	11,7	27,9	87,5	3,7	23,5	20,5	4,3	8,9	9,8	7,2
2004P	628,5	33,0	17,8	36,2	87,5	5,7	15,4	26,2	3,3	11,6	7,5	6,5
2005P	664,4	35,9	21,0	42,0	87,5	6,7	13,0	32,9	2,7	13,4	6,5	6,0
2006P	709,8	37,9	23,6	45,4	87,5	7,5	11,6	37,2	2,4	14,5	6,0	5,4
Ekodrob	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBITDA
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2003	151,5	9,4	4,0	8,6	5,6	0,4	14,8	0,5	11,4	0,8	6,8	15,2
2004P	176,1	4,8	0,4	5,9	5,6	0,0	133,8	0,5	10,5	0,6	10,0	10,1
2005P	190,2	5,4	0,9	6,6	5,6	0,1	62,1	0,6	9,0	0,6	9,0	9,6
2006P	199,0	5,8	1,7	7,3	5,6	0,2	34,5	0,8	7,1	0,7	8,0	9,5

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

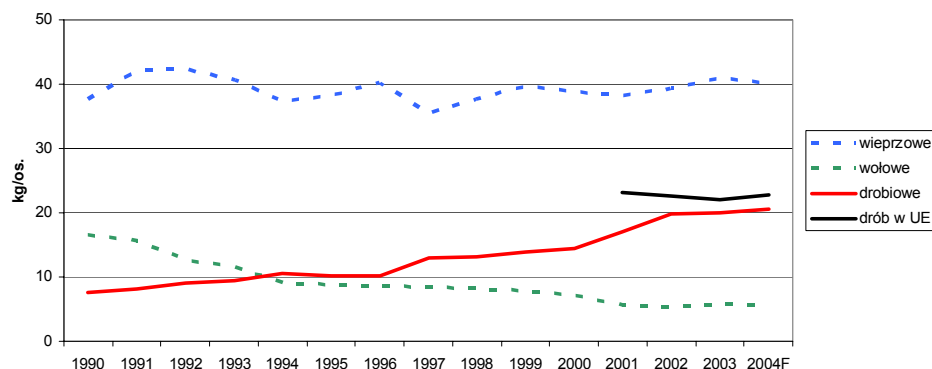


Sytuacja na rynku drobiowym

Konsumpcja i produkcja drobiu w Polsce

Tempo wzrostu produkcji mięsa drobiowego było w Polsce po 1990 r. ponad trzykrotnie wyższe, niż w krajach UE. W latach 1990-2003 w UE zwiększała się ona średnio o 2,7% (215 tys. ton), a w Polsce o 8,4% (42,3 tys. ton). W ujęciu na osobę dynamika wzrostu spożycia mięsa drobiowego była w Polsce wyższa, niż w Unii: krajowe spożycie drobiu wzrosło z 7,6 kg na osobę w 1990 r. do 14,5 kg w 2000 r. i prawie 20 kg w 2003 r. (przyrost średnioroczny o 0,9 kg), natomiast w UE spożycie tego gatunku mięsa wzrosło z 18,5 kg na osobę w r. 1990 do prawie 23 kg na osobę w 2003 r. (średnioroczny wzrost o 0,38 kg).

Spożycie mięsa *per capita* w Polsce w latach 1990-2003



Źródło: DI BRE, IERiGŻ, F-prognozy IERiGŻ

Spodziewamy się dalszego wzrostu spożycia drobiu

W porównaniu z wieprzowiną i wołowiną, w przypadku drobiu widoczna jest dużo wyższa dynamika wzrostu konsumpcji na mieszkańca w ciągu ostatnich dziesięciu lat. Zwracamy przy tym uwagę, że w Polsce mięso drobiowe ma 29% udział w konsumpcji mięsa ogółem, w porównaniu do 25,5% udziału w krajach UE-15. W dłuższym okresie należy się spodziewać wyrównania tej relacji w Polsce i krajach Unii. Spożycie mięsa drobiowego będzie bowiem w naszej opinii nadal rosnąć, ale tempo tego wzrostu nie będzie już tak wysokie, jak do tej pory. Nigdy też nie osiągnie poziomu spożycia wieprzowiny. Spodziewamy się zwiększania konsumpcji wieprzowiny w miarę wzrostu zamożności społeczeństwa, ponieważ mimo że jest ono droższe i mniej zdrowe niż mięso drobiowe (które zawiera mniej tłuszczu), to w Polsce istnieje duża tradycja jego spożycia. Oczekujemy także dalszego, aczkolwiek o mniejszej niż do tej pory dynamice, spadku spożycia mięsa wołowego, z powodu dużego powodzenia polskiej wołowiny na rynkach UE, co przekłada się na wzrost ich cen także na rynku wewnętrznym.

Na początku roku w wyniku spadku opłacalności eksportu mięsa drobiowego, ok. 50% towaru przeznaczonego uprzednio na eksport do Unii trafiło na rynek krajowy, powodując nadpodaż i spadek cen. Po akcesji eksport stał się bardziej opłacalny, ponieważ nie obowiązywały już cła i mniejsza część mięsa była kierowana na rynek krajowy, co doprowadziło do wzrostu cen drobiu w czerwcu (ceny żywca +8,5%) i lipcu (+1%, ceny stały się wyższe niż w Niemczech, Holandii, Wielkiej Brytanii i Słowacji). W sierpniu nastąpiło ich obniżenie (-5%) i mogą się one jeszcze nieznacznie obniżyć do końca roku, ponieważ uprzednia wyżka cen drobiu przyczyniła się do wzrostu jego importu spoza krajów Wspólnoty. W skali całego roku 2004 przewiduje się, że krajowa produkcja drobiu wzrośnie o 6,5%, import będzie większy o 96%, a eksport o 16% od ubiegłorocznego. Będzie dla dalszego znaczącego wzrostu produkcji wyczerpują się, ponieważ popyt krajowy ograniczany jest zbyt małą siłą nabywczą konsumentów i relatywnie wysokimi cenami na rynku detalicznym. W roku 2005 spodziewany jest dalszy umiarkowany wzrost produkcji, dobra koniunktura będzie obserwowana szczególnie w pierwszej połowie roku, kiedy wystąpi najniższa faza cyklu świńskiego i ceny wieprzowiny będą wysokie, co tradycyjnie przyczyni się do wzrostu zapotrzebowania na mięso drobiowe. Dobrą koniunkturę przerwie spadek cen wieprzowiny oczekiwany na przełomie 2005 i 2006.

Rynek drobiu w krajach UE

Spożycie drobiu w UE-15 jest na wyższym poziomie niż w Polsce i nadal rośnie z wyjątkiem roku 2003. Rynek drobiu w Unii przeżył w ub. r. załamanie prowadzące do zmniejszenia stanu pogłowia drobiu, wywołanego epidemią ptasiej grypy oraz bardzo wysokimi temperaturami letnimi (upały i susza przyczyniły się do ograniczenia zbioru zbóż, co spowodowało z kolei znaczny wzrost cen pasz). W 2003 r. łączna produkcja w państwach UE zmniejszyła się o 4%, a konsumpcja w przeliczeniu na jednego mieszkańca zmniejszyła się o 2%. Skorzystały na tym kraje niedotknięte epidemią (w tym Polska), które zwiększyły eksport na rynek unijny i pokryły zapotrzebowanie w krajach piętnastki na poziomie 4%, stąd spadek konsumpcji niższy niż spadek produkcji drobiu w Unii.

W 2003 r. dodatnie saldo handlu zagranicznego polskim mięsem drobiowym z krajami UE-15 wyniosło 84 tys. ton. Dla porównania saldo handlu wieprzowiną wyniosło +200 tys. ton, a wołowiną +87 tys. ton. Należy przy tym dodać, że Unia posiada znaczne nadwyżki produkcji mięsa (wskaźnik samowystarczalności na poziomie 104% dla drobiu), a mimo to Polska osiąga dodatnie saldo w obrocie tymi gatunkami mięsa z krajami UE-15. Oznacza to, że należy się spodziewać wzrostu konkurencji ze strony producentów unijnych, a także coraz większego nacisku na jakość i walory smakowe polskich wyrobów mięsnych.

Prognozy konsumpcji drobiu dla rynku UE

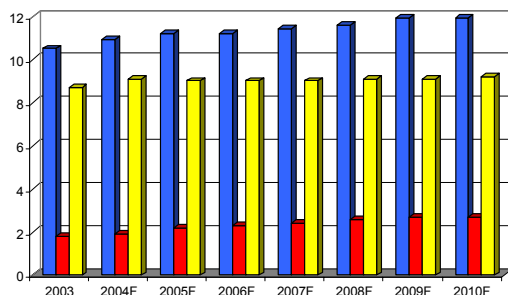
Załamanie produkcji drobiu w UE w 2003 dało szansę polskim eksporterom

Według prognoz Komisji Europejskiej, produkcja drobiu w krajach piętnastki szybko wróci do poziomu sprzed kryzysu związanego z ptasią grypą. Dynamika wzrostu popytu na mięso drobiowe zostanie utrzymana ze względu na konkurencyjne w stosunku do innych gatunków mięsa ceny drobiu, co będzie widoczne przede wszystkim w nowych państwach członkowskich. Produkcja w całej UE-25 wzrosła z 10,5 mln ton w 2003 r. do 11,9 mln w 2010 r. Zwiększy się również poziom spożycia mięsa drobiowego z 9,8 mln ton w 2003 r. do 11,5 mln ton w 2010 r. (i z 22,5 kg na osobę w 2003 r. do 24,2 kg w 2010 r.).

Mięso drobiowe obejmuje aktualnie w nowych krajach członkowskich ponad 30% całkowitej produkcji mięsa, natomiast w Unii drób stanowi ok. 25% produkcji mięsa. Prognozy Komisji Europejskiej oparte są przy tym na założeniu, że udział produkcji drobiu w całkowitej produkcji mięsa będzie wynosił w 2010 r. w krajach, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 ponad 37%, podczas gdy w krajach piętnastki będzie to nadal niewiele powyżej 25%. Wynika to z faktu, że zakładane jest występowanie od 2005 niedoboru produkcji drobiu w krajach piętnastki w stosunku do poziomu konsumpcji na tym rynku, który to niedobór będzie uzupełniany produkcją w dziesięciu nowych krajach członkowskich. Biorąc pod uwagę rynek całej UE „25”, obserwowana będzie jednak nadal nadwyżka tego gatunku mięsa, która zostanie skierowana do państw spoza Wspólnoty.

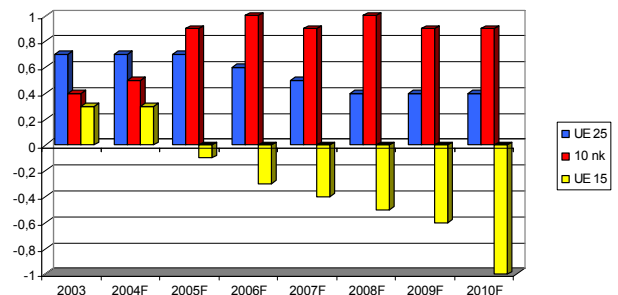
Produkcja drobiu

w krajach UE-15, UE-25 i 10 nowych krajach członkowskich (w mln ton)



Nadwyżka produkcji nad konsumpcją

w krajach UE-15, UE-25 i 10 nowych krajach członkowskich (w mln ton)



Źródło: DI BRE, ARR



Dlatego też nie można liczyć na znaczące podwyżki cen drobiu w rozszerzonej Unii w długim okresie. Ceny wzrosły w związku z procesem odbudowywania pogłowia drobiu po epidemii ptasiej grypy, jednak jest to zjawisko przejściowe i w połączeniu z coraz silniejszym kursem złotego wobec euro nie należy spodziewać się kontynuacji sytuacji, w której marże realizowane na sprzedaży eksportowej są istotnie wyższe, niż na sprzedaży na rynek wewnętrzny w Polsce. Pogłowie drobiu w UE już się odbudowuje, a szacuje się, że w roku 2005 przewyższy poziom sprzed epidemii. Z drugiej jednak strony rekordowe zbiory zboża obserwowane w tym roku powinny przyczynić się do spadku kosztów produkcji żywca i mięsa w wyniku spadku cen pasz, stanowiących ok. 65% kosztów produkcji żywca. Pozwoli to na zwiększenie opłacalności produkcji bez istotnego podnoszenia cen zbytu. Należy dodać, że ceny mieszanek paszowych w Polsce były w latach 2000-2003 średnio o 20-30% wyższe niż w Niemczech i Francji, 15-20% wyższe niż w Danii i Holandii (choć niższe o 10-15% niż w Belgii), a mimo to żywiec i mięso eksportowane na rynek unijny było atrakcyjne cenowo. Kluczowe pytanie, to w jakim stopniu spadek kosztów produkcji zrekompensuje utratę marży wynikającą z niekorzystnej aprecjacji polskiej waluty? Naszym zdaniem efekt walutowy będzie przeważający i prognozujemy spadek rentowności firm drobiowych w b.r.

Regulacje unijne dotyczące rynku drobiu

Wspólna organizacja rynku drobiu w Unii nie przewiduje stosowania bezpośredniej interwencji, ani poprzez zakupy rządowe, ani minimalne ceny gwarantowane żywca. Stabilne funkcjonowanie rynku drobiu ma być zapewnione poprzez regulacje dotyczące unijnego rynku zbóż oraz mechanizmy ochrony zewnętrznej. Bezpośrednia odpowiedzialność za utrzymanie równowagi na rynku żywca i mięsa drobiowego spoczywa zatem na producentach.

Standardy regulujące produkcję żywca, mięsa i wyrobów przetworzonych mają przede wszystkim aspekty sanitarno-higieniczne oraz ekologiczne. W zakresie handlu zagranicznego, import drobiu do krajów UE obłożony jest cłami, kontyngentami i licencjami, a w eksporcie występują subsydia i pułapy eksportowe oraz licencje. Stawki celne występują zazwyczaj w postaci kwotowej, rzadziej *ad valorem* (procent od wartości). Polityka taka ma zabezpieczać przed zaniżaniem wartości celnej przez importerów. Subwencje eksportowe mają na celu wyrównywanie różnic cenowych między rynkiem wewnętrznym UE, a rynkami światowymi. Dla drobiu obowiązują tylko w przypadku mrożonej tuszki kurczęcej, nie obowiązują dopłaty do mięsa i przetworów indyckich.

Obecnie część drobnych zakładów mięsnych nie spełniających norm unijnych objętych jest okresem przejściowym, w którym wielkość ich sprzedaży ograniczona jest do 4,5-7 ton mięsa tygodniowo. Większość z nich jednak notorycznie łamie przepisy i dlatego nadal ok. 35% uboju i przerobu krajowego jest udziałem małych zakładów, które nie trzymają standardów jakości i wpływają niekorzystnie na marże realizowane przez dużych producentów. We wrześniu rozpoczęła się kolejna kompleksowa kontrola zakładów, która powinna doprowadzić do zaostrożenia zakazów dla drobnych zakładów mięsnych.

Eksport drobiu na rynki UE

Do momentu wejścia Polski do UE obowiązywały kontyngenty ograniczające eksport drobiu na rynki unijne. W roku 2003 obroty handlowe z krajami piętnastki rosły tak szybko, że już na początku 2004 r. (mięso i jadalne podroby – w grudniu 2003, przetwory – marzec 2004) kontyngent się wyczerpał (kontyngenty przyznawane są na rok gospodarczy trwający od 1 lipca do 30 czerwca) i eksport został obłożony cłem, co zmniejszyło jego opłacalność. Wyroby kurczęce obłożone zostały cłem w wysokości średnio 1 EUR za kilogram, a indyckie – 0,8 EUR. Część zakładów drobiarskich, szczególnie tych największych, nie zaprzestała w tym czasie eksportu na Zachód, by nie utracić kontaktów handlowych, a ponieważ polskie mięso jest cenione za zachodnią granicą, odbiorcy byli nawet skłonni wziąć na siebie część cła. Od maja eksport nie jest już obciążony cłami, jednak umacnianie się złotego w połączeniu ze wzrostem cen żywca polskiego do poziomu notowanego w Unii powoduje, że nie jest już on tak rentowny, jak w ub. r.

*Przestały
obowiązywać
kontyngenty na
eksport polskiego
drobiu do UE*



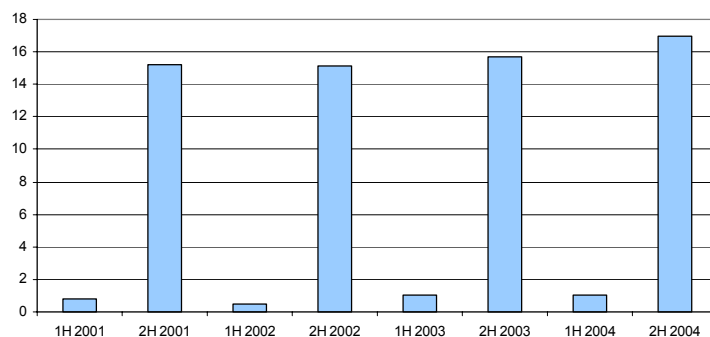
Kluczowe znaczenie dla eksportu polskiego drobiu na rynki unijne ma spełnianie standardów higienicznych, sanitarnych oraz ekologicznych. W Polsce na 455 zakładów drobiarskich 28 (6%) spełniało normy unijne już przed akcesją, 189 (42%) zobowiązało się dostosować do wymogów do 1 maja 2004, a 45 (10%) firm otrzymało trzyletni okres przejściowy. Pozostałe 193 zakłady (42%) nie będą mogły produkować na rynek wewnątrzspółnotowy po wygaśnięciu tymczasowych zezwoleń. Dotyczy to jednak głównie małych firm, tylko ok. 20-30% rynku w ujęciu wartościowym pozostaje do zagospodarowania po zamykanych zakładach. Dzięki temu duże zakłady produkcyjne nie mające trudności ze zwiększeniem poziomu produkcji (jak Indykpol) będą mogły zwiększać swoje udziały w rynku, natomiast nie należy się spodziewać znacznych korzyści z zamykania innych zakładów dla Ekodrobu, który ma problemy ze znacznym zwiększeniem produkcji.

Specyfika rynków indyków, kurczaków i gęsi

Produkcja mięsa i przetworów z różnych rodzajów drobiu podlega odmiennym zasadom produkcji i sprzedaży. Mięso indyckie jest najbardziej podatne do dalszego przetwarzania i wszelkie wędliny drobiowe i produkty typu *convenience foods* (produkty gotowe do spożycia po podgrzaniu) produkowane są w głównej mierze z mięsa indyckiego. Indory osiągają wagę 19 kg (indycki 9 kg), co jest w porównaniu do kurcząt i kaczek wielkością umożliwiającą efektywniejsze elementowanie. Ponadto specyfika samego mięsa decyduje o jego walorach jako materiału do dalszego przetwarzania i udoskonalenia smaku.

Mięso kurcząt jest najczęściej spożywane w grupie mięs białych. Poziom produkcji żywca kurczącego jest najwyższy w tej grupie, jednak marże realizowane na jego produkcji są niższe, niż w przypadku indyków. Wynika to z faktu, że mięso kurcząt nie nadaje się do dalszego przetwarzania w takim stopniu, jak indyckie i przeważnie sprzedawane jest w postaci mięsa lub zestawów grillowych. 70% produkcji kurcząt sprzedawane jest w postaci tuszek, prawie 30% poddawane jest elementowaniu, a tylko kilka procent ulega dalszemu przetworzeniu.

Eksport gęsi w półroczach 2001-2004 (mln ton)



Źródło: DI BRE, IERiGŻ, 2H 2004 – prognozy IERiGŻ

Spodziewamy się spadku zainteresowania polską gęsią w Niemczech

Jeżeli chodzi o gęsi, to jest to żywność stosunkowo mało popularna na polskim rynku i prawie w połowie produkowana jest na eksport. Ok. 90% eksportu jest przy tym kierowane na rynek niemiecki, stanowiący największy rynek zbytu tuszek i elementów gęsi. Wynika to z tradycji kulinarnych, nakazujących przygotowanie gęsi na Świętego Marcina 11 listopada oraz na Święta Bożego Narodzenia. Sprzedaż gęsi do Niemiec realizowana jest zatem w drugiej połowie roku. Od kilku lat obserwowana jest przy tym tendencja wypierania tańszego, produkowanego na bazie pasz przemysłowych, a więc o obniżonej jakości mięsa gęsięgo z Węgier na rzecz zdrowej, polskiej gęsi hodowanej na naturalnych wybiegach i promowanej marką „Młoda polska gęś owsiana”. Jednak już obecnie zauważalne jest stopniowe odchodzenie Niemców od holdowania tradycji: młodzi Niemcy nie są już tak skłonni do poświęcania ok. 4 godzin na upieczenie gęsi, wolą kupować tylko elementy lub w ogóle odchodzą od tego rodzaju mięsa. Trudno powiedzieć, jak szybko ów proces będzie następował, jednak trzeba liczyć się ze spadkiem zapotrzebowania na polską produkcję gęsi. Sytuacja wygląda podobnie, jak w przypadku karpia w Polsce: jeszcze



dziesięć lat temu nikt nie wyobrażał sobie Wigilii bez tej ryby, w latach 80. jej produkcja rozwijała się dynamicznie, od początku lat 90. zaczęła natomiast hamować, by od trzech lat spadać rocznie średnio o 8%. Należy dodać, że nie działa tu w takim stopniu fakt uciążliwości przygotowania karpia, jak w przypadku gęsi.

W obecnie rozpoczętej już kampanii gęziej widać ponadto negatywne tendencje. Podaż jest większa, niż w zeszłym roku, co wynika z niekontrolowanej sprzedaży na rynki zachodnie dokonywanej przez małe zakłady drobiowe, które stosują politykę drastycznego obniżania cen oraz wydłużania terminów płatności (zdarzają się nawet przypadki umów polegających na tym, że polski dostawca otrzymuje zapłatę za towary dopiero wtedy, kiedy zachodni hurtownik je sprzeda). Ceny gęsi w tym roku są niższe, niż w ubiegłym, co w połączeniu z silnym kursem złotego wpływa bardzo negatywnie na rentowność eksportu gęsi na rynki UE.



Indykpol

Grupa kapitałowa Indykpolu

Grupa kapitałowa Indykpolu jest największą organizacją spółek drobiarskich zajmujących się hodowlą, tuczem i produkcją mięsa indyczego i jego przetworów w Polsce. Posiada 8% udział w uboju drobiu, 22% udział w krajowym rynku żywca indyczego, 2,3% udział w rynku kurczaka oraz 7% udział w rynku przetwórstwa drobiu, w tym ok. 25% w rynku przetwórstwa indyka.

Jednostką dominującą grupy jest Indykpol S.A. w Iławie, który posiada udziały według stanu na koniec półrocza 2004 r. w:

1. Lubuskich Zakładach Drobiowych Eldrob S.A. w Świebodzinie (Eldrob) – podmiot zależny, 63,8% akcji;
2. Ośrodka Hodowli Indyków Frednowy Sp. z o.o. we Frednowych k. Iławy (Frednowy) – podmiot stowarzyszony, 87,3% udziałów.

Na początku 2003 r. Indykpol posiadał 60% udziałów w Łynie Sp. z o.o. w Olsztynie. W lipcu 2003 spółka została w całości włączona w struktury Indykpolu po wykupieniu pozostałych 40% udziałów od Eldrobu i Frednowych.

Według stanu na początek 2003 r. Indykpol posiadał 47,4% akcji Eldrobu, w drugiej połowie roku zwiększył posiadany pakiet o 7,7%, natomiast zgodnie z zawartymi w poprzednich latach umowami zwiększył ten udział do 93% do końca 2004 roku.

Postępująca integracja kapitałowa grupy ma na celu uproszczenie struktury kapitałowej i zarządzanie grupą oraz oszczędności kosztów administracyjnych. Od powstania grupy w 1998 r. następowało stopniowe przekształcanie pięciu samodzielnych spółek w jedną zintegrowaną organizację podmiotów ściśle ze sobą współpracujących. Pierwszym etapem integracji było połączenie Indykpolu z Lubdrobem (obecnie filia Indykpolu w Lublinie produkująca mięsa i wyroby kurczące). Indykpol i Eldrob uzupełniają swoje oferty handlowe, natomiast zakład we Frednowach dostarcza pisklęta m.in. na potrzeby produkcji grupy.

Jednostka dominująca Indykpol zajmuje się integracją i koordynacją współpracy pomiędzy poszczególnymi podmiotami grupy w zakresie technologii oraz obsługi sprzedaży i marketingu. Spółka specjalizuje się w hodowli indyków i produkcji mięsa oraz przetworów indyczych. Od stycznia 2000 Indykpol przejął również pełną odpowiedzialność za sprzedaż wszystkich wyrobów produkowanych przez Eldrob. Indykpol jest największym producentem przetworów indyczych w Polsce, a zasięgiem swej sprzedaży obejmuje teren całego kraju, jest także eksporterem mięsa indyczego oraz tuszek i elementów gęsi na rynki UE.

Lublińska filia Indykpolu, Lubdrob, specjalizuje się w produkcji tuszek, elementów i przetworów z kurcząt oraz sezonowo produkcją tuszek i elementów z gęsi. Zakład ubojowy w Lublinie przystosowany jest do uboju zarówno drobiu grzebiącego (kurczaki, indyki), jak i wodnego (gęsi, kaczki).

Eldrob jest największym zakładem drobiarskim w środkowo-zachodniej Polsce i pod względem produkcji mięsa i przetworów z indyka zajmuje drugą po Indykpolu lokatę wśród krajowych przetwórców mięsa indyczego. Spółka posiada kompleks ubojowo-przetwórczy, który umożliwia produkcję ubojową ok. 35 tys. ton mięsa rocznie. Eldrob dysponuje uprawnieniami eksportowymi na rynki UE.

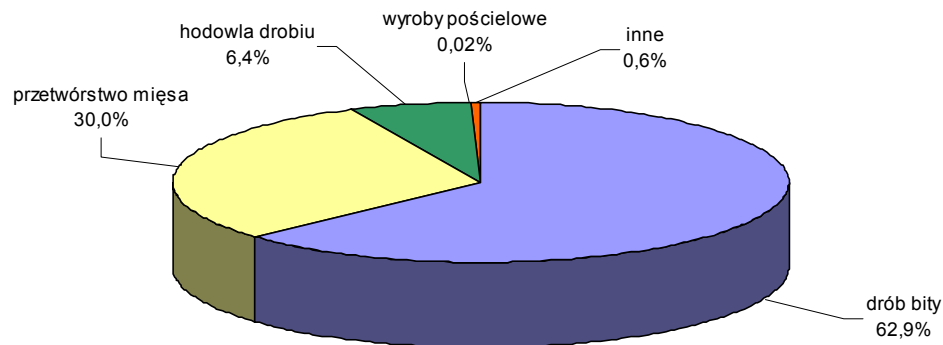
Frednowy to największy polski producent towarowych piskląt indyczych prowadzący wylęgi w oparciu o jaja pochodzące z własnych stad rodzicielskich. W 2000 r. Frednowy przejęły funkcje głównego dostawcy piskląt indyczych na potrzeby grupy.

Łyna prowadzi hodowlę i odchów indyków. W 2001 r. została przeprowadzona modernizacja i adaptacja nabytej nieruchomości na potrzeby chowu ptaków, na co zostało przeznaczone 2 mln zł. Łyna posiada nowoczesną fermę drobiu o powierzchni 9 tys. m kw.

Struktura sprzedaży

Najważniejszą pozycją w strukturze sprzedaży produktów grupy stanowi drób bity. Celem dla grupy jest zwiększenie udziału produktów przetworzonych w strukturze sprzedaży. Charakteryzują się one wyższą marżą, która na poziomie brutto ze sprzedaży wynosi ok. 30% w porównaniu do 10% uzyskiwanych na sprzedaży mięsa. Od początku roku do września sprzedaż przetworów wzrosła o 60%, w kolejnym roku planowane jest jej zwiększenie o kolejne 30%. W prognozach zakładamy zwiększenie udziału produkcji przetworzonej z 30% przychodów ze sprzedaży produktów w 2003 r. do 31% w 2004 r. i 32% w kolejnym.

Struktura sprzedaży produktów grupy Indykpolu w 2003 r.

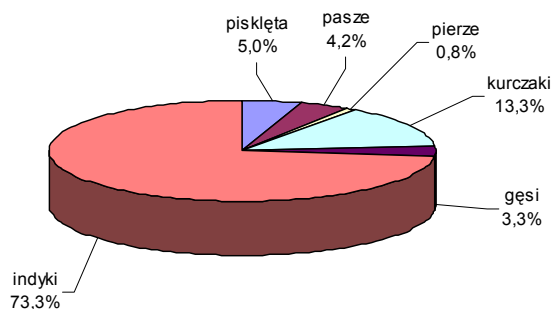


Źródło: DI BRE, Indykpol S.A.

W strukturze jednostkowej przychodów ze sprzedaży Indykpolu w pierwszym półroczu udział drobiu bitego zmniejszył się z 65% na koniec 2003 do 63% na koniec półrocza 2004, a przetwórstwo mięsa dało w 1półr. 2004 32% przychodów ze sprzedaży produktów w porównaniu do 31% w roku 2003. Udział hodowli drobiu zwiększył się z 4% do 5% jednostkowych przychodów ze sprzedaży produktów.

W podziale na poszczególne rodzaje mięsa drobiowego przychody grupy kształtują się w przybliżeniu tak, jak na wykresie poniżej.

Szacunkowa struktura sprzedaży



Źródło: DI BRE



Sprzedż eksportowa

Indykpol sukcesywnie zwiksza udział eksportu w sprzedaży. W roku 2002 grupa ulokowała 20% swojej sprzedaży na rynkach UE, w 2003 juź 30%, w pierwszym półroczu udział przychodów ze sprzedaży z rynku unijnego wzrósł do 40%, a na cały 2004 r. planowany jest 45% udział. Udział grupy na koniec ub.r. w krajowym eksporcie drobiu wyniósł 15%, a w eksporcie mięs i przetworów indyckich – 50%.

W 85% sprzedaż eksportowa kierowana jest na rynek niemiecki, 10% trafia do Wielkiej Brytanii, w strukturze odbiorców znaczną pozycję ma także Hiszpania, oraz Japonia, kraje nadbałtyckie i Rosja. Niemcy, Anglia i Japonia to kraje, które są importerem netto drobiu, w Hiszpanii spożycie drobiu na osobę jest stosunkowo wysokie (33 kg wobec średniej UE-15 wynoszącej 22).

Organizacja produkcji

Indykpol jest obecny na wszystkich etapach produkcji mięsa i przetworów drobiowych

Grupa kapitałowa Indykpolu jest zintegrowana pionowo od hodowli piskląt i tuczu przemysłowego przez produkcję mięsa indyckiego oraz jego przetworów, aż po własną sieć dystrybucji. Wpływa to z jednej strony na uniezależnienie od wahań cen żywca i mięsa drobiowego, z drugiej strony spółka ma zapewnione utrzymanie jednorodnego programu hodowlano-sanitarnego. Taka organizacja ułatwia ponadto monitorowanie spełniania standardów jakości produkcji.

Przeważającą część piskląt hodowanych na potrzeby ubojowe Indykpolu dostarcza wylęgarnia we Frednowach. Po zakończeniu inwestycji na rozbudowę mocy przerobowych zakładu, Frednowy mogą obecnie dostarczać 5 mln piskląt rocznie (przyrost o 1 mln). Przy zeszłorocznym poziomie rocznego uboju indyków opiewającym na 60 tys. ton, biorąc pod uwagę, że średnia waga ubojowa to 12,5 kg, a średni poziom upadków wynosi 10%, Frednowy są w stanie dostarczyć ponad 56 tys ton, natomiast pozostała część zapotrzebowania pokrywana jest importem z Niemiec i Francji, ponieważ tam ceny piskląt są obecnie niższe, niż w Polsce.

Plany ubojowe spółki na bieżący rok opiewają na ponad 70 tys. ton mięsa, tak więc Frednowy pokryją ok. 80% zapotrzebowania materiałowego grupy. W ciągu kolejnych czterech lat Indykpol planuje zwiększenie rocznego uboju o 10% rocznie, do 100 tys. w roku 2008. Dwa lata temu postawiona została nowa linia do uboju indyków, która pracuje obecnie tylko na jedną zmianę, tak więc zwiększenie wolumenu uboju jest możliwe do wykonania w sposób bezinwestycyjny.

Produkcja żywca odbywa się dwutorowo, na własnych fermach oraz na podstawie współpracy z hodowcami kontraktowymi, w ramach programu „Pakiet”. Grupa posiada piętnaście obiektów fermowych o łącznej powierzchni wynoszącej ok. 130 tys. m kw. Około 50% żywca indyckiego pochodzi z własnych ferm, połowę grupa skupuje od współpracujących kontrahentów. Indykpol jako odbiorca żywca w ramach zintegrowanego systemu produkcji oferuje z jednej strony zaopatrzenie w pisklęta i pasze pochodzące z jednego wskazanego przez spółkę źródła, o jakości odpowiadającej standardom produkcji, a z drugiej gwarantowane ceny skupu żywca, ustalane na każdy cykl produkcyjny, które są wyższe od obowiązujących poza „Pakiem”. Korzystniejsze ceny oferowane dostawcom kompensowane są przez spółkę premiami otrzymywanymi od producentów pasz, których poleca (bonusy zakupowe w pozostałych przychodach operacyjnych). 95% współpracujących hodowców zaopatruje się w pisklęta do odchovu we Frednowach i korzysta z pasz polecanych przez Indykpol producentów.

Indykpol wprowadził także dla współpracujących hodowców programy lojalnościowe, obejmujące serwisy weterynaryjne oraz pożyczki dla producentów, którzy chcą zwiększyć powierzchnię przeznaczoną na odchów. Pożyczki takie udzielane są na okres pięciu lat, przez które hodowca jest zobowiązany do wykorzystania całej swojej powierzchni na produkcję dla Indykpolu. Od marca 2004, kiedy program ruszył, udzielono 6 takich pożyczek o wysokości od 100 do 200 tys. zł. Ogółem w programie „Pakiet” znajduje się 130 hodowców indyków i 40 hodowców kurcząt.

Produkcja ubojowa i przetwórcza realizowana jest w trzech zakładach: w Olsztynie (Indykpol) i



Świebodzinie (Eldrob), specjalizujących się w produkcji mięs i przetworów indyczych, oraz Lublinie (Lubdrob), gdzie produkowane są mięsa i przetwory z kurcząt. Ponadto w drugiej połowie roku realizowana jest sezonowa produkcja mięsa gęsiego, z przeznaczeniem na eksport, głównie na rynek niemiecki. Prowadzona jest także produkcja pierza gęsiego, jednak ma ona marginalne znaczenie dla rachunku wyników grupy.

Dystrybucja i marketing

Od września ub.r. Indykpol wdraża nową strategię sprzedaży i przebudowuje system dystrybucji. Od lutego b.r. wykonał ok. 50% planowanych prac w tym zakresie. Nowa strategia marketingowa wdrażana jest od kwietnia b.r.

Grupa Indykpolu dysponuje ogólnopolskim systemem dystrybucji, obejmującym 11 centrów dystrybucji i 15 własnych hurtowni. Współpracuje również z niezależnymi hurtownikami, a jej wyroby trafiają do ok. 20 tys. sklepów na terenie całego kraju. Są obecne zarówno we wszystkich liczących się sieciach supermarketów, jak i licznych mniejszych sklepach ogólnospożywczych i wyspecjalizowanych w sprzedaży mięsa i jego przetworów. Celem nowej strategii jest dotarcie do jak największej liczby punktów sprzedaży, z nakierowaniem na małe sklepy w miejsce sieci, w których spółka ma mniejszy wpływ na wielkość sprzedawanego asortymentu. Ponadto planowane jest przekształcenie części magazynów w hurtownie w celu lepszego dotarcia do klientów.

System promocji wyrobów jest wspólny dla całej grupy, co umożliwia zintegrowanie działań marketingowych przy niższych kosztach. Strategia marketingowa kładzie szczególny nacisk na podkreślenie wysokiej jakości wyrobów oferowanych przez Indykpol. Polega na budowie portfela produktów i pozycjonowaniu ich pod względem cenowym stosownie do zapotrzebowania.

Obecnie grupa dysponuje trzema brandami, z czego wiodącą marką jest „Złoty Indyk” – wyroby o najwyższej jakości obejmujące mięsa i przetwory indycze. Tańsze wyroby oferowane są pod marką „Poldrob”, a mięsa i wyroby kurczące produkowane w Lublinie firmuje marka „Lubdrob”. Na potrzeby konsumentów ceniących sobie szybkość i łatwość przygotowania potraw stworzona została także grupa wyrobów typu *convenience foods*.

Systemy zapewniania jakości

Indykpol posiada od 11 lat uprawnienia eksportowe na rynek unijny, które są regularnie weryfikowane przez ekspertów z Unii.

Od połowy 1999 r. spółka posiada system HACCP (Hazard Analysis Critical Control Point) wdrożony we wszystkich obszarach działalności od wylęgu piskląt do dystrybucji wyrobów. System składa się z dwunastu podstawowych zasad przetwarzania żywności, eliminujących powstanie ryzyka biologicznego zanieczyszczenia produktów. Na każdym etapie produkcji zintegrowany system informatyczny monitoruje aktualną wielkość produkcji, dokładną wagę wytwarzanego mięsa, czy wędlin, prowadzona jest także stała obserwacja stanów magazynowych. Stosowany w Indykpolu system ewidencji partii umożliwia również ustalenie źródła pochodzenia surowca, tzn. obiekt z którego pochodziły ptaki, pochodzenie piskląt i paszy. Również sprzedaż produktów jest na bieżąco kontrolowana, a procedury kontrolingowe obejmują limity należności wstrzymujące dostawy.

Od dwóch lat Indykpol wdraża system zarządzania jakością ISO 9001, który obejmuje swym zakresem etapy produkcji od zakupu żywca drobiowego do klientów końcowych, włącznie z monitorowaniem stopnia ich satysfakcji. Podstawą wdrożenia systemu ISO były stosowane uprzednio procedury HACCP.

Na podstawie systemu HACCP spółka wdrożyła także systemy IFS (International Food Standard), BRC (British Retail Consortium) oraz QuS (Qualitat und Sicherheit).

System IFS ma na celu dostosowanie oferty handlowej do wymagań konsumentów poprzez



dokładne informowanie o składzie produktów, co wymaga przeprowadzania szczegółowych analiz. System IFS oznacza więc radykalną zmianę procesu technologicznego.

System BRC określa wymogi jakościowe, jakie muszą spełniać producenci żywności oferujący swe wyroby na terenie Wielkiej Brytanii. Obejmuje on swym zakresem więcej wymogów, niż certyfikaty ISO 9001 i HACCP.

W połowie maja 2003 Indykpol wdrożył system QuS, gwarantujący najwyższy standard jakościowy poprzez obejmowanie procedurami kontrolnymi źródeł surowców wykorzystywanych do produkcji. Indykpol musi w ramach systemu korzystać z żywca wyprodukowanego w systemie QuS i karmionego paszami pochodzącymi od producentów posiadających ów certyfikat. We wrześniu 2003 również Eldrob wdrożył system QuS.

Inwestycje

Indykpol korzysta z funduszy UE na dofinansowanie inwestycji

Od kilku lat na inwestycje w nowoczesne technologie Indykpol wydaje ok. 10-15 mln zł. W roku 2004 planowany jest szeroki program inwestycyjny o wartości łącznej 30 mln zł w grupie (Indykpol 16 mln, Eldrob 12 mln). Inwestycje będą współfinansowane ze środków SAPARD (dofinansowanie w wysokości prawie 17,5 mln zł). Rozliczane będą one w rozliczeniach międzyokresowych i stopniowo ujmowane w pozostałych przychodach operacyjnych w ramach amortyzowania się inwestycji.

Inwestycje zostaną przeznaczone na modernizację zakładu produkcyjnego w Olsztynie, maszyny do produkcji i pakowania mięsa, podniesienie standardów mediowych w zakładzie w Świebodzinie (kotłownia, nowa linia do elementowania) oraz samochody dostawcze. Inwestycje mają na celu zwiększenie zdolności produkcyjnej zakładów oraz poprawę efektywności wyrobów.

Czynniki ryzyka

Istotnym zagrożeniem dla Indykpolu w perspektywie stosunkowo dużego udziału eksportu w przychodach ze sprzedaży (45% planowane na cały 2004 r.), szczególnie na rynek UE, jest wciąż umacniająca się złotówka. W prognozach zakładamy spadek poziomu kursu EUR/PLN do 4.21 zł do końca roku. Indykpol importuje część surowca (pisklęta) z Niemiec, jednak ma to zbyt mały wpływ na rachunek wyników (poniżej 1% kosztów produkcji), by skutecznie obniżyć ryzyko walutowe.

Kolejnym zagrożeniem dla dalszej działalności spółki jest zahamowanie wzrostu spożycia mięsa drobiowego w Polsce. Spółka planuje zwiększać moce ubojowe o 10% rocznie w ciągu kolejnych 4 lat i twierdzi, że na taką wielkość produkcji mięsa zawsze znajdzie się zbyt na rynku wewnętrznym – jeżeli nie będzie zwiększonej produkcji przetwarzać, to w każdej chwili może zwiększyć sprzedaż mięsa surowego, ponieważ rynek jest na tyle chłonny. Sprzedaż mięsa jest tylko kwestią odpowiedniej ceny i rentowności produkcji.

Należy się także liczyć z sytuacją, że ceny pasz nie spadną po żniwach, tak jak jest to oczekiwane przez ekspertów, ponieważ zwiększone dopłaty dla rolników do produkcji pasz oraz obniżone ceny skupu zboża ze względu na wysokie plony nie muszą być chętnie przekładane na obniżenie cen wyrobów przez producentów pasz.

Prognoza wyników kwartalnych grupy

(tys. zł)	III kw.2004P	III kw. 2003	dynamika	2004P	2003	dynamika
Przychody ze sprzedaży	161 283	149 336	8%	628 548	555 405	13%
Zysk operacyjny	9 677	11 694	-17%	33 003	29 545	12%
Zysk (strata) brutto	5 973	8 081	-26%	22 928	17 233	33%
Zysk (strata) netto	4 838	6 960	-30%	17 609	11 657	51%



W związku z obniżeniem rentowności sprzedaży eksportowej oraz umacnianiem się kursu złotego, a także większymi niż w roku ubiegłym kosztami pasz, prognozujemy wyhamowanie dynamiki wzrostu sprzedaży Indykpolu w tym roku i spadek marż na poziomie operacyjnym i netto, ponieważ wyjątkowo korzystna sytuacja w roku ubiegłym jest w naszej opinii nie do powtórzenia w bieżącym.

Wycena

Walory Indykpolu wyceniliśmy metodą DCF oraz porównawczą. Wycena metodą DCF daje wynik 107,3 zł, co oznacza 23% potencjał wzrostu w stosunku do bieżącej ceny akcji Indykpolu.

W prognozach zakładamy stopniowe wyhamowanie dynamiki wzrostu sprzedaży spółki do poziomu 3% od 2008 r. Najdynamiczniejszy wzrost zakładamy w grupie produktów przetworzonych (15% w 2004 i 10% w 2005). Na bieżący i kolejny rok zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży poniżej rekordowego poziomu 2003 r., oraz stopniowe jej zwiększanie w miarę wzrostu sprzedaży w kolejnych latach. Począwszy od roku 2009, kiedy większość dofinansowania UE z programu SAPARD będzie już rozliczona (w pozostałych przychodach operacyjnych), obserwowany będzie spadek marży na poziomie operacyjnym, kompensowany jednak obniżeniem kosztów finansowych w związku ze spadkiem poziomu kredytów do obsługi finansowania inwestycji. Od 2006 r. zakładamy ponadto rozpoczęcie wypłacania dywidend w wysokości ok. 40% zysku (od 2010 ok. 50%), ponieważ spółka będzie generowała coraz więcej gotówki, a potrzeby inwestycyjne będą coraz mniejsze.

Wycena Indykpolu metodą DCF

(tys. zł)	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	...	2013F	>2013F
								g=2%
przychody	628 548	664 409	709 795	743 984	768 900		894 658	
zmiana	13%	6%	7%	5%	3%		3%	
EBIT	33 003	35 930	37 889	40 849	42 599		48 811	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%		19%	
podatek	4 347	4 791	5 046	5 824	6 256		8 630	
NOPLAT	26 733	29 103	30 690	33 088	34 505		39 537	
amortyzacja	18 442	20 994	21 847	23 370	24 369		22 293	
inwestycje w majątek trwały i wartości niem. i prawne	(34 243)	(26 619)	(16 619)	(16 619)	(16 619)		(12 619)	
zmiana kapitału obrotowego	(6 830)	(3 345)	(4 253)	(3 207)	(2 332)		(2 437)	
FCF	4 102	20 133	31 664	36 632	39 923		46 773	37 099
stopa wolna od ryzyka	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%		7,3%	5,6%
premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%	5,0%
koszt kapitału	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%		12,3%	10,6%
premia kredytowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%	1,0%
koszt długu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%		8,3%	6,6%
udział długu	69,3%	64,8%	60,7%	56,4%	52,9%		42,5%	42,5%
WACC	8,4%	8,7%	8,9%	9,2%	9,4%		9,9%	8,4%
współczynnik dyskonta	0,92	0,85	0,78	0,71	0,65		0,41	
DCF	3 783	17 083	24 668	26 145	26 058		19 170	224 835
suma DCF i zdyskontowanej wartości rezydualnej	433 945							
dług netto na koniec 2004	(98 536)							
wartość przedsiębiorstwa	335 409							
liczba akcji	3 125							
cena (PLN)	107,35							



Wycena porównawcza daje niskie wskazania metodą PE, a wysokie EV/EBITDA, ponieważ spółka będzie w kolejnych latach generować wysokie zyski operacyjne, a szczególnie EBITDA (duża amortyzacja w związku z szerokimi inwestycjami), a zyski netto będą obciążone wysokimi kosztami finansowymi w związku z kredytami na te inwestycje. Metoda porównawcza daje wycenę akcji Indykpolu na poziomie mediany 107,1 zł, czyli 22% powyżej aktualnej ceny rynkowej spółki.

Wycena Indykpolu metodą porównawczą

spółka	Kęty	Polfa	Farmacol	Forte	Orbis	Echo	Relpol	Groclin	Lentex	Jelfa	Rafako	Krosno	średnia	Indykpol	Indykpol - cena wynikowa
cena zł	134,0	330,5	31,5	14,0	22,4	85,5	90,0	117,5	29,5	50,8	12,0	130,0		87,5	
MC	1 176	654	714	324	1 069	893	71	644	178	364	326	269		273	
P/E 2004	13,0	21,4	13,8	12,3	18,5	23,0	12,0	15,3	11,6	48,5	1,6	24,4	14,5	15,4	82,7
dynamika EPS '03-'05 (CAGR)	22%	3%	18%	26%	19%	21%	45%	18%	60%	-15%	46%	27%		34%	
P/E 2003	19,1	20,5	17,7	18,4	22,1	31,6	17,4	18,9	27,4	16,0	2,9	38,5		23,5	
PEG	0,88	7,41	0,99	0,72	1,15	1,54	0,38	1,04	0,46	(1,08)	0,06	1,43		0,69	
P/E 2005	12,9	19,4	12,7	11,6	15,6	21,7	8,3	13,6	10,7	22,0	1,4	23,9	13,2	13,0	88,7
EV/EBITDA 2004	9,2	10,2	9,6	7,5	7,3	16,5	6,7	10,0	5,1	10,1	10,1	8,3	9,4	6,5	139,4
EV/EBITDA 2005	8,1	9,3	8,7	6,6	6,6	16,4	5,7	8,9	4,8	7,2	8,3	7,9	8,0	6,0	125,6
ROIC 2004	16%	16%	13%	10%	5%	9%	8%	15%	7%	3%	3%	8%		7%	
transparentność (+/0/-)	+	-	0	+	0	0	0	0	+	0	0	0		+	
ryzyko biznesu (+/0/-)	+	0	0	-	0	0	0	0	+	0	0	0		0	
prawa mniejszościowyc h (+/0/-)	+	0	+	0	-	0	+	+	0	0	0	0		-	
realizacja prognoz (+/0/-)	+	+	+	0	+	0	+	+	0	0	0	0		0	

W wycenach obiema metodami nie uwzględniany przychodów ze sprzedaży nieruchomości w Olsztynie, która ma nastąpić jeszcze przed końcem roku. Nieruchomość wyceniona jest na 12 mln zł, a przejęcie przedsiębiorstwa, w skład którego wchodziła ta nieruchomość, kosztowało 3,5 mln zł plus zobowiązania, dlatego w rachunku wyników pojawi się tylko kilka milionów zł do dochodu.

Przyjmując 10% dyskonto na niską płynność walorów Indykpolu (średnie dzienne obroty w ciągu ostatnich trzech miesięcy poniżej 150 tys. zł) oraz proporcjonalny udział wskazań obiema metodami uzyskujemy wycenę na poziomie 96 zł (10% powyżej aktualnego kursu) i rekomendujemy akumulowanie akcji Indykpolu.



Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Przychody netto ze sprzedaży	513 176	555 405	628 548	664 409	709 795	743 984	768 900
Koszty sprzedanych produktów	442 418	464 495	525 480	556 630	597 798	625 335	645 582
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	70 758	90 910	103 068	107 779	111 998	118 649	123 318
marża zysku brutto na sprzedaży	13,8%	16,4%	16,4%	16,2%	15,8%	15,9%	16,0%
Koszty sprzedaży	45 180	39 511	47 141	49 831	53 235	55 799	57 668
Koszty ogólnego zarządu	19 933	23 780	24 256	24 741	25 236	25 993	26 772
Zysk (strata) na sprzedaży	5 645	27 619	31 671	33 207	33 527	36 858	38 878
marża zysku na sprzedaży	1,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,7%	5,0%	5,1%
EBITDA	26 459	45 770	51 446	56 924	59 735	64 219	66 968
marża EBITDA	5,2%	8,2%	8,2%	8,6%	8,4%	8,6%	8,7%
Pozostałe przychody operacyjne	11 229	10 181	8 815	10 616	12 762	12 778	12 795
Pozostałe koszty operacyjne	4 690	8 255	7 483	7 893	8 400	8 787	9 075
EBIT	12 184	29 545	33 003	35 930	37 889	40 849	42 599
marża EBIT	2,4%	5,3%	5,3%	5,4%	5,3%	5,5%	5,5%
Przychody finansowe	1 193	442	529	817	676	1 026	1 008
Koszty finansowe	9 343	11 686	9 277	8 817	7 723	6 941	6 396
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	4 034	18 301	24 256	27 931	30 841	34 934	37 210
Zysk (strata) brutto	2 849	17 233	23 159	26 834	29 744	33 837	36 113
marża zysku brutto	0,6%	3,1%	3,7%	4,0%	4,2%	4,5%	4,7%
Podatek dochodowy	1 743	5 737	4 347	4 791	5 046	5 824	6 256
(Zyski) straty mniejszości	-42	-898	-1 016	-1 074	-1 148	-1 203	-1 243
Zysk (strata) netto	1 134	11 657	17 796	20 968	23 551	26 810	28 614
marża zysku netto	0,2%	2,1%	2,8%	3,2%	3,3%	3,6%	3,7%

Bilans (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Aktywa trwałe	106 334	116 751	128 475	134 100	128 872	122 121	114 371
Wartości niematerialne i prawne:	1 372	1 598	1 373	1 098	1 317	1 317	1 317
Rzeczowe aktywa trwałe:	81 291	103 512	115 461	121 361	115 914	109 163	101 413
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	19 594	7 204	7 204	7 204	7 204	7 204	7 204
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 998	2 863	2 863	2 863	2 863	2 863	2 863
Aktywa obrotowe	95 436	120 097	137 945	157 638	166 674	183 141	203 200
Zapasy	37 288	36 653	38 602	39 554	40 779	41 705	42 374
Należności krótkoterminowe	51 048	69 839	79 036	83 546	89 253	93 552	96 685
Inwestycje krótkoterminowe	6 165	12 800	19 502	33 734	35 838	47 080	63 337
Gotówka	4 505	6 630	13 235	20 429	22 518	34 189	50 400
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	935	805	805	805	805	805	805
Aktywa razem	201 770	236 848	266 420	291 738	295 546	305 262	317 571
Kapitał własny	53 041	63 918	81 714	102 682	116 233	133 043	149 657
Kapitały mniejszości	1 337	10 776	10 776	10 776	10 776	10 776	10 776
Zobowiązania, w tym:	147 392	162 096	173 873	178 222	168 480	161 385	157 080
kredyty i pożyczki długoterminowe	75 044	31 348	42 788	37 243	24 066	14 642	8 079
kredyty i pożyczki krótkoterminowe	11 829	68 983	68 983	68 983	68 983	68 983	68 983
z tytułu dostaw i usług	28 825	32 777	37 094	39 210	41 888	43 906	45 376
Rozliczenia międzyokresowe	4 473	5 749	5 749	5 749	5 749	5 749	5 749
Pasywa razem	201 770	236 848	266 420	291 738	295 546	305 262	317 571



Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Przeplwy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	16 261	26 757	29 408	38 617	41 144	46 973	50 651
Zysk (strata) netto	1 134	11 657	17 796	20 968	23 551	26 810	28 614
Amortyzacja	14 275	16 225	18 442	20 994	21 847	23 370	24 369
Zmiany w kapitale obrotowym	-8 236	-10 725	-6 830	-3 345	-4 253	-3 207	-2 332
Inne	0	0	0	0	0	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-6 971	-15 838	-34 243	-25 878	-15 878	-15 878	-15 878
<i>Wpływy</i>	<i>1 201</i>	<i>2 912</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Wydatki</i>	<i>-8 172</i>	<i>-18 750</i>	<i>-34 243</i>	<i>-25 878</i>	<i>-15 878</i>	<i>-15 878</i>	<i>-15 878</i>
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-3 293	-13 203	-24 243	-15 878	-10 878	-10 878	-10 878
Na aktywa finansowe	-1 877	-340	0	0	0	0	0
Dywidendy i inne udziały w zyskach wypłacone mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Inne wydatki inwestycyjne	-3 001	-5 096	0	0	0	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności finansowej	-8 480	-8 794	11 440	-5 545	-23 177	-19 424	-18 563
<i>Wpływy</i>	<i>13 134</i>	<i>12 852</i>	<i>26 000</i>	<i>1 655</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Kredyty i pożyczki	11 977	12 433	26 000	1 655	0	0	0
Emisja dłużnych	0	0	0	0	0	0	0
Inne wpływy finansowe	1 157	419	0	0	0	0	0
<i>Wydatki</i>	<i>-21 614</i>	<i>-21 646</i>	<i>-14 560</i>	<i>-7 200</i>	<i>-23 177</i>	<i>-19 424</i>	<i>-18 563</i>
Płatności dywidend	0	0	0	0	-10 000	-10 000	-12 000
Splaty kredytów i pożyczek	-11 558	-11 639	-14 560	-7 200	-13 177	-9 424	-6 563
Inne	-10 056	-10 007	0	0	0	0	0
Przeplwy pieniężne netto	810	2 125	6 605	7 194	2 089	11 671	16 210
Środki pieniężne na początek okresu	3 695	4 505	6 630	13 235	20 429	22 518	34 189
Środki pieniężne na koniec okresu	4 505	6 630	13 235	20 429	22 518	34 189	50 400



Ekodrob

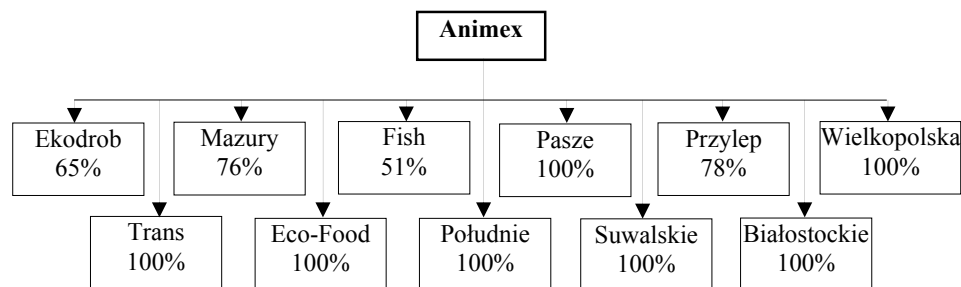
Struktura kapitałowa Ekodrobu

Ławskie Zakłady Drobiarskie Ekodrob S.A. istnieją na rynku drobiu od ponad pięćdziesięciu lat. Spółka jest jednostką zależną grupy kapitałowej Animexu Sp. z o.o., jednej z największych firm przetwórstwa mięsnego w Polsce, która miała 7% udział w rynku w 2003 r. W skład grupy, obok Ekodrobu (64,98%) wchodzi następujące spółki zależne:

1. Zakłady Mięsne Mazury w Ełku S.A. – 76,59% akcji
2. Animex – Fish Sp. z o.o. – 51% udziałów;
3. Animex – Pasze Sp. z o.o. – 100 % udziałów;
4. Zakłady Mięsne Przylep S.A. w upadłości – 78,14% akcji;
5. Animex Wielkopolska Sp z o.o. w Konarzewie – 99,99% udziałów;
6. Animex – Trans Sp z o.o. – 100% udziałów;
7. Eco-Food Sp. z o.o. – 100% udziałów;
8. Animex – Zakłady Południe Sp. z o.o. – 100%;
9. Suwalskie Zakłady Drobiarskie Sp. z o.o. – 100% udziałów;
10. Białostockie Zakłady Drobiarskie Białdrob Sp. z o.o. – 100% udziałów.

Oraz jednostki stowarzyszone:

1. Centrum Doskonalenia Kadr Handlu Zagranicznego Sp. z o.o. – 9,52% udziałów;
2. Zakłady Mięsne Agryf Sp. z o.o. – 9,73% udziałów;
3. Animpol S.A. – 31,36% akcji;
4. Contipasz S.A. – 50% akcji;
5. Tower Service Sp. z o.o. – 8,9% udziałów;
6. Continental Grain Company – Opolskie Zakłady Drobiarskie S.A. – 50% akcji.



Inwestorem strategicznym Animexu jest od 1999 roku amerykański Smithfield Foods, po objęciu pakietu większościowego spółka została wycofana z giełdy i przekształcona w Sp. z o.o. Smithfield jest największym producentem mięsa i przetworów wieprzowych na świecie.

Grupa kapitałowa Animexu jest więc rozległą strukturą, o zdecentralizowanym systemie zarządzania, który nie jest tak efektywny, jak w przypadku grupy Indykpolu, w której dokonywana jest coraz większa konsolidacja i centralizacja procesów administracyjnych oraz operacyjnych. Ponadto Animex, z uwagi na profil swojego inwestora strategicznego koncentruje się na produkcji mięsa czerwonego, mięso drobiowe nie jest traktowane priorytetowo, zatem Ekodrob mając inwestora strategicznego nie wykorzystuje możliwości, jakie się z tym wiąże w pełnym zakresie.

W sierpniu Smithfield podpisał przedwstępny umowę zakupu 99,3% udziału w Morlinach od hiszpańskiego inwestora strategicznego Campofrio Alimentacion za prawie 185 mln zł minus wartość zobowiązań. Zarząd Animexu twierdzi, że przy pełnym wykorzystaniu efektu synergii połączenie wzmocni pozycję wszystkich spółek grupy, ponieważ wzrośnie skup żywca od polskich rolników. Dotyczy to jednak w zasadzie tylko producentów mięsa czerwonego obecnych w grupie, na Ekodrob połączenie z Morlinami nie ma większego wpływu.

Po połączeniu grupa będzie się składać z ośmiu zakładów produkcyjnych, w tym czterech

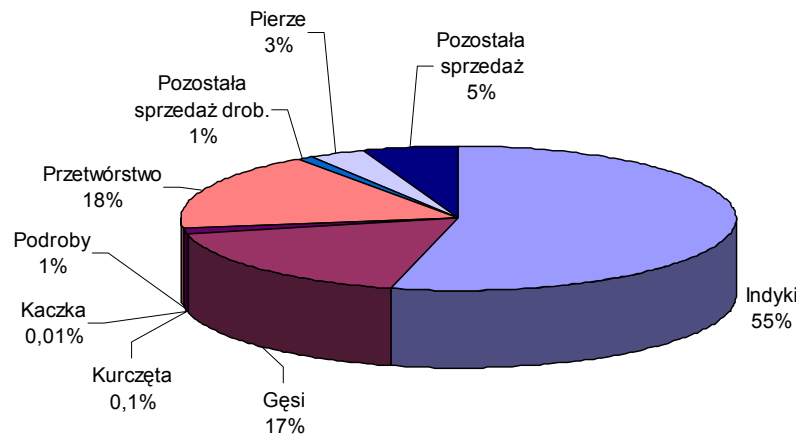


przetwarzających mięso czerwone: Morliny, Agryf, Mazury i Constar oraz czterech zajmujących się mięsem drobiowym: Ekodrob, Animex Południe, Suwalskie Zakłady Drobiarskie i Opolskie Zakłady Drobiarskie. Grupa Animexu będzie największą spółką mięsną w Polsce (Sokołów posiada sześć zakładów), a od lat jest największym w kraju eksporterem mięsa.

Struktura sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży produktów Ekodrobu składało się w pierwszej połowie 2004 w prawie 74% mięso drobiowe, a w 26% przetwórstwo drobiu. W przychodach ze sprzedaży towarów i materiałów znajdują się towary kredytowanych przez Ekodrob hodowców gęsi i składają się na nie głównie pisklęta i pasze przekazywane przez hodowców.

Struktura przychodów ze sprzedaży spółki w 2003 r.



Sprzedaż eksportowa

Ekodrob kieruje na rynki zagraniczne ponad połowę sprzedaży

W ub. r. Ekodrob zrealizował prawie 52% przychodów ze sprzedaży produktów na rynkach zagranicznych, co oznacza wzrost z poziomu 32% w 2002 r. Wartość sprzedaży na eksport wzrosła o 107%. Głównymi zagranicznymi rynkami zbytu są Niemcy (59% sprzedaży eksportowej), Wielka Brytania (36%), Francja (2%) oraz Włochy, Chiny, Ukraina. W ub.r. spółka sprzedawała także niewielkie ilości drobiu na rynek rosyjski, jednak nie otrzymała zezwolenia od rosyjskich władz sanitarnych po wejściu Polski do UE i nie zamierza się w najbliższej przyszłości się o nie ubiegać. Ponad 75% rocznego eksportu realizowane jest w drugiej połowie roku, ze względu na duży w nim udział sprzedaży gęsi na rynek niemiecki, związanej tradycyjnie ze świętami w listopadzie i grudniu.

W pierwszej połowie 2004 eksport nie był już tak opłacalny, jak w roku ubiegłym z powodu wysokich kosztów utrzymania jakości drobiu sprzedawanego za granicę. W roku 2003 koniunktura na rynku UE była lepsza i ceny były wyższe, w b.r. sytuacja się zmieniła na niekorzyść dla polskich eksporterów mięsa. Po wyczerpaniu na początku roku bezcłowego kontyngentu na drób, rentowność na sprzedaży eksportowej była dużo niższa, na co złożyło się także zwiększenie podaży drobiu na rynku UE z powodu stopniowej odbudowy pogłowia po epidemii ptasiej grypy w zeszłym roku. Ekodrob nie zaprzestał jednak eksportu w 1 półr. 2004, by nie utracić wypracowanych kontaktów handlowych. Niejednokrotnie decydował się na wysyłanie towaru po kosztach produkcji.

Organizacja produkcji i dystrybucja

Koszty materiałowe stanowią największą pozycję w kosztach produkcji spółki. Jest to 78%, z czego aż 83% stanowi koszt zakupionego żywca. Spółka posiada własne i dzierżawione farmy,



jednak ich moce wytwórcze starczą jedynie na wytworzenie 4% przyjętego do produkcji tonażu żywca. Lokalizacja spółki na terenie koncentrującym produkcję żywca indyjskiego (80% hodowli krajowej indyka znajduje się w obrębie 100 km od spółki) pozwala na ograniczenie kosztów transportu, jednak nie są to oszczędności znaczące dla rachunku wyników. Dominującymi dostawcami żywca są indywidualni hodowcy, z którymi podpisywane są umowy kontraktacyjne na okresy kilkumiesięczne, tak więc Ekodrob posiada ekspozycję na wahania cen żywca w dużo większym stopniu, niż Indykpol.

Nowy zakład produkcyjny w Hławie obejmuje kompleks administracyjno-produkcyjny o łącznej powierzchni 14.100 m kw. Posiada on dwie nowoczesne linie ubojowe dla indyka i gęsi, wyposażone w powietrzne schładzanie, wydział przetwórstwa, oraz nową linię do produkcji wyrobów typu *convenience foods*.

Wyroby Ekodrobu sprzedawane są na rynek krajowy poprzez sieć super- i hipermarketów, dyskontów i dużych hurtowni spożywczych, z których produkty trafiają do mniejszych sklepów w różnych rejonach Polski.

Spółka planuje w zakresie ekspansji rynkowej zwiększyć swój udział w sieci supermarketów, rozwijać eksport wyrobów przetworzonych oraz promować sprzedaż wyrobów markowych o wysokich walorach smakowych i estetycznych („Yano”). Realizacja tych zadań wymaga poniesienia kolejnych nakładów inwestycyjnych, zwiększenia kapitału obrotowego na wzrost produkcji indyka i sfinansowanie kampanii gęsiej w drugiej połowie roku.

Sytuacja finansowa spółki

Ekodrob notuje straty i jest bardzo zadłużony od czasu przeinwestowania w budowę zakładu

Od momentu budowy nowego zakładu produkcyjnego w 1999 r. Ekodrob jest obciążony znacznymi kosztami finansowymi związanymi z obsługą zadłużenia na jego finansowanie. W roku 2002 po raz pierwszy od 1999 został osiągnięty zysk brutto na sprzedaży, a w ub. r. Ekodrob zanotował zysk netto. Wynika to z bardzo dobrej sytuacji na rynku drobiu w zeszłym roku skutkiem wzrostu zapotrzebowania na polski drób ze strony krajów UE, a także kontynuacją restrukturyzacji zapoczątkowanej w 2002 r.

Restrukturyzacja polega na obniżeniu kosztów i zwiększeniu wolumenu sprzedaży. Na kolejne lata przewidywany jest przez spółkę dalszy wzrost rentowności poprzez intensyfikację sprzedaży polegającą na specjalizacji (zwiększenie ubojów indyka) oraz wzrost produkcji przetwórczej. Do zwiększenia wolumenu sprzedaży potrzeba jednak środków obrotowych, których spółce brak, natomiast koszty są tak okrojone, że trudno się spodziewać w tym zakresie dalszych istotnych zmian.

Spółka ma problemy ze zwiększeniem poziomu produkcji

Nowo wybudowany zakład jest nowoczesny i wyposażony w kompletne linie do uboju, elementowania i przetwórstwa, jednak nie działa na pełnych mocach wytwórczych. Pod koniec zeszłego roku została uruchomiona nowa linia przetwórcza do produkcji wyrobów typu *convenience*. Przy wystarczającym kapitale obrotowym na zwiększenie produkcji spółka byłaby w stanie przy takim wyposażeniu maszynowym ubijać co najmniej dwa razy więcej żywca i rozdzielać ok. 20%-30% więcej elementów. Niestety w tej branży produkcja jest opłacalna tylko na dużą skalę i przy takich trudnościach w jej zwiększeniu Ekodrob będzie miał poważne kłopoty z poprawą kondycji finansowej, tym bardziej że sytuacja jest w tym roku trudna dla eksporterów drobiu. Prawdopodobnie będzie to możliwe dopiero za parę lat, kiedy stopniowo spółka będzie generowała coraz więcej gotówki, by likwidować wąskie gardła, a zadłużenie zacznie spadać. Jednak tak dobry rok, jak 2003, szybko się nie powtórzy, a spółka jest teraz bardzo wrażliwa na niekorzystną sytuację na rynku.

Ekodrob nie korzysta z dofinansowania z funduszy UE na zwiększenie mocy wytwórczych. Nie obejmują one bowiem w przypadku drobiu dotacji na powiększenie produkcji, ponieważ rynek unijny charakteryzuje się jego nadprodukcją. Możliwe są inwestycje jedynie w celu poprawy jakości lub promocji marki na rynkach zachodnich. Dodatkowo konieczne jest zaciągnięcie kredytu na finansowanie inwestycji, a Ekodrob nie ma w tej chwili odpowiedniej zdolności kredytowej, by uzyskać kredyt w banku.



Systemy zapewniania jakości

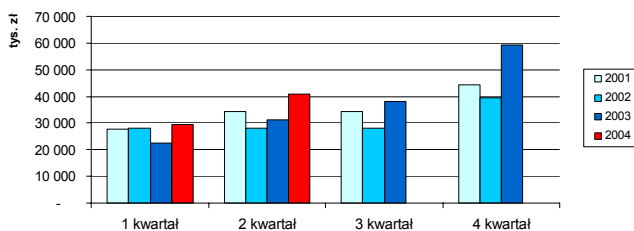
Tak jak Indykpol, Ekodrob również posiada uprawnienia eksportowe na rynki UE, ponadto w 1998 r. wdrożony został system HACCP. Ekodrob jako pierwszy zakład drobiarski w Polsce otrzymał certyfikat jakości ISO 9001 w roku 2000. W 2003 r. zakończył się pozytywnie audit weryfikacyjny, skutkiem czego było ponowne nadanie certyfikatów ISO 9001 oraz HACCP. Od maja 2004 spółka posiada także certyfikat BRC, umożliwiający sprzedaż na rynek brytyjski.

Czynniki ryzyka

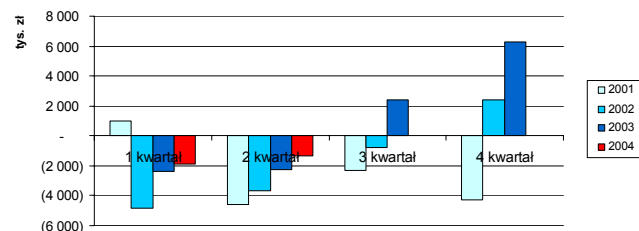
Ekodrob jako spółka realizująca znaczną część przychodów ze sprzedaży na rynki zagraniczne, w tym w większości do krajów strefy euro, jest narażona na istotne ryzyko kursowe. W naszych prognozach zakładamy spadek kursu EUR/PLN do poziomu 4,21 na koniec b. r. W źródłach zaopatrzenia nie występują towary i materiały sprowadzane z zagranicy, więc ekspozycja na umacniającą się złotówkę nie jest w żaden sposób pokryta. Zobowiązania spółki w walutach obcych mają ponadto marginalny udział w zobowiązaniach ogółem.

Spółka osiąga dużo lepsze wyniki w drugiej połowie roku, niż w pierwszej ze względu na sprzedaż mięsa gęsięgo do Niemiec. Według naszych szacunków, ok. 30% sprzedaży eksportowej to gęsi na niemieckie stoły. Należy się jednak liczyć z sytuacją, w której Niemcy coraz mniej chętnie będą kupować gęsi, które są kłopotliwe i pracochłonne w przygotowaniu, o czym piszemy na stronie 4 niniejszego raportu.

Sezonowość przychodów Ekodrobu



Sezonowość zysku netto Ekodrobu



Źródło: DI BRE, spółka

Od 1999 r., czyli od momentu wybudowania nowego zakładu produkcyjnego w Hławie, Ekodrob notuje straty, które obniżyły wartość kapitałów własnych. Jest obciążony wysokimi kosztami finansowymi związanymi z obsługą zadłużenia z tytułu kredytów inwestycyjnych na budowę nowego zakładu. Straty z lat ubiegłych są wyższe od sumy kapitału zapasowego, rezerwowego i 1/3 kapitału zakładowego. Kapitał własny ma tylko 12% udział w pasywach spółki. Kredyt zaciągnięty na budowę zakładu ma zostać spłacony w roku 2006 i sądzimy, że spółka będzie miała problemy ze spłatą i zaciągnie kolejne kredyty. W lipcu b.r. spółka zawarła umowę pożyczki 2 mln zł z Animeksem, na finansowanie bieżącej działalności, ponieważ nie jest w stanie tego zrobić ze środków własnych.

W 2001 roku zawarto umowy warunkowe między Animexem i siedmioma spółkami grupy (w tym Ekodrobem) oraz konsorcjum kredytowym (Rabobank, EBOiR, BRE, Raiffeisen) dotyczące solidarnego odpowiadania za zobowiązania spółek grupy względem konsorcjum z tytułu udzielonych kredytów do maksymalnej wysokości 100 mln USD. Gwarantem umowy jest Smithfield Foods Holding, główny udziałowiec Animexu. Umowy zawierają szereg warunków, których niespełnienie przez jedną ze spółek grupy może powodować natychmiastowe wypowiedzenie całości lub części kredytu każdemu z kredytobiorców. Żaden z ustalonych w umowie kowenantów nie został do tej pory złamany. Na koniec półrocza 2004 wartość tych poręczeń, ujętych w zobowiązaniach pozabilansowych, wynosiła 99 mln zł. Ekodrob ustanowił hipotekę oraz zastawił mienie ruchome na zabezpieczenie udzielonego przez konsorcjum kredytu. Umowy warunkowe zostały zawarte, ponieważ Ekodrob był w sytuacji uniemożliwiającej uzyskanie kredytu bankowego standardową drogą i spośród spółek grupy biorących solidarną odpowiedzialność za zobowiązania jest podmiotem o największym ryzyku niespłacenia zobowiązań.

**Wycena**

Wyceniliśmy Ekodrob metodą porównawczą i DCF. W prognozach zakładamy spadek sprzedaży gęsi na rynek niemiecki począwszy od przyszłego roku (w b.r. przyjmujemy utrzymanie poziomu tegorocznego), do całkowitego ich zniknięcia w roku 2010. Spadek eksportu gęsi jest rekompensowany przez spółkę zwiększoną sprzedażą indyków, jednak dopiero w roku 2009 zakładamy odwrócenie tendencji spadkowej w przychodach, ponieważ zwiększenie produkcji wymaga środków obrotowych, z pozyskaniem których zadłużona obecnie spółka ma kłopoty.

Umiarkowany wzrost przychodów w kolejnych latach po zrekomensowaniu spadku sprzedaży gęsi zwiększoną produkcją indyka przekładać się będzie na stopniową poprawę rentowności netto, wynikającą z udziału kosztów stałych w produkcji wpływającym na stopniowe polepszanie się marży na sprzedaży, a przede wszystkim ze stopniowego spłacania kredytów. Zakładamy znaczący spadek zadłużenia począwszy od roku 2007, wtedy też możliwe będzie zwiększenie rentowności na poziomie netto do poziomu 0,8% z 0,2% prognozowanego na b.r.

Wycena metodą DCF daje wynik 3,17 co oznacza, że spółka, której obecny kurs wynosi 5,55, jest przewartościowana.

Wycena DCF Ekodrobu

(tys. zł)	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	...	2013F	>2013F
								g=1,5%
przychody	176 098	190 195	199 006	199 434	197 948		225 506	
zmiana	16%	8%	5%	0%	-1%		3%	
EBIT	4 796	5 424	5 843	5 237	4 743		7 765	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%		19%	
podatek	-	222	400	388	381		1 126	
NOPLAT	3 885	4 394	4 733	4 242	3 842		6 289	
amortyzacja	5 425	5 610	5 602	5 718	4 315		1 632	
inwestycje w majątek trwały i wartości niem. i prawne	(8 013)	(4 165)	(665)	(765)	(565)		(965)	
zmiana kapitału obrotowego	(1 694)	(965)	(603)	(28)	103		(448)	
FCF	(397)	4 873	9 067	9 166	7 694		6 508	5 841
stopa wolna od ryzyka	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%		7,3%	5,6%
premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%	5,0%
koszt kapitału	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%		12,3%	10,6%
premia kredytowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%	1,0%
koszt długu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%		8,3%	6,6%
udział długu	92,9%	91,8%	89,1%	86,0%	82,7%		61,3%	61,3%
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,7%		8,9%	7,4%
współczynnik dyskonta	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70		0,47	
DCF	(371)	4 244	7 358	6 919	5 393		3 040	43 887
suma DCF i zdyskontowanej wartości rezydualnej	86 011							
dług netto na koniec 2004	(52 409)							
wartość przedsiębiorstwa	33 602							
liczba akcji	10 600							
cena (PLN)	3,17							

Porównania dokonaliśmy na tle spółek średniej wielkości notowanych na GPW, wycena metodą porównawczą dała wynik 2,51 zł, co jest 55% poniżej aktualnej ceny rynkowej Ekodrobu. Porównanie wskaźników PE daje niższe wskazania, niż współczynników EV/EBIDTA, ponieważ spółka jest obciążona wysokimi kosztami finansowymi, które nie obciążają wyniku



operacyjnego, wpływają na wynik netto. Wycena metodą porównawczą daje niższe wskazania, niż metodą DCF, ponieważ nie uwzględnia prognozowanej przez nas poprawy kondycji finansowej spółki w kolejnych latach.

Wycena Ekodrobu metodą porównawczą

spółka	Kety	Polfa	Farmacol	Forte	Orbis	Echo	Relpol	Groclin	Lentex	Jelfa	Rafako	Krosno	średnia	Ekodrob	Ekodrob - cena wynikowa
cena zł	134,0	330,5	31,5	14,0	22,4	85,5	90,0	117,5	29,5	50,8	12,0	130,0		5,6	
MC	1 176	654	714	324	1 069	893	71	644	178	364	326	269		59	
P/E 2004	13,0	21,4	13,8	12,3	18,5	23,0	12,0	15,3	11,6	48,5	1,6	24,4	14,5	133,8	0,6
dynamika EPS '03-'05 (CAGR)	22%	3%	18%	26%	19%	21%	45%	18%	60%	-15%	46%	27%		-51%	
P/E 2003	19,1	20,5	17,7	18,4	22,1	31,6	17,4	18,9	27,4	16,0	2,9	38,5		14,8	
PEG	0,88	7,41	0,99	0,72	1,15	1,54	0,38	1,04	0,46	(1,08)	0,06	1,43		(0,29)	
P/E 2005	12,9	19,4	12,7	11,6	15,6	21,7	8,3	13,6	10,7	22,0	1,4	23,9	13,2	62,1	1,2
EV/EBITDA 2004	9,2	10,2	9,6	7,5	7,3	16,5	6,7	10,0	5,1	10,1	10,1	8,3	9,4	10,1	4,8
EV/EBITDA 2005	8,1	9,3	8,7	6,6	6,6	16,4	5,7	8,9	4,8	7,2	8,3	7,9	8,0	9,6	3,8
ROIC 2004	16%	16%	13%	10%	5%	9%	8%	15%	7%	3%	3%	8%		3%	
transparentność (+/0/-)	+	-	0	+	0	0	0	0	+	0	0	0		-	
ryzyko biznesu (+/0/-)	+	0	0	-	0	0	0	0	+	0	0	0		0	
prawa mniejszościowyc h (+/0/-)	+	0	+	0	-	0	+	+	0	0	0	0		-	
realizacja prognoz (+/0/-)	+	+	+	0	+	0	+	+	0	0	0	0		0	

Wyceniamy akcje Ekodrobu na 2,8 zł (średnia arytmetyczna z wycen – 2,84 zł), czyli 48% poniżej aktualnej ceny rynkowej tych walorów. Rekomendujemy sprzedaż akcji Ekodrobu.



Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Przychody netto ze sprzedaży	124 042	151 473	176 098	190 195	199 006	199 434	197 948
Koszty sprzedanych produktów	111 035	126 173	153 182	165 116	172 132	172 979	171 155
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	13 007	25 300	22 916	25 080	26 874	26 455	26 792
marża zysku brutto na sprzedaży	10,5%	16,7%	13,0%	13,2%	13,5%	13,3%	13,5%
Koszty sprzedaży	8 418	10 807	13 207	14 645	15 921	15 955	16 628
Koszty ogólnego zarządu	4 532	4 816	4 912	5 011	5 111	5 264	5 422
Zysk (strata) na sprzedaży	57	9 677	4 796	5 424	5 843	5 237	4 743
marża zysku na sprzedaży	0,0%	6,4%	2,7%	2,9%	2,9%	2,6%	2,4%
EBITDA	3 888	14 111	10 222	11 034	11 445	10 955	9 057
marża EBITDA	3,1%	9,3%	5,8%	5,8%	5,8%	5,5%	4,6%
Pozostałe przychody operacyjne	552	315	0	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	1 624	555	0	0	0	0	0
EBIT	-1 015	9 437	4 796	5 424	5 843	5 237	4 743
marża EBIT	-0,8%	6,2%	2,7%	2,9%	2,9%	2,6%	2,4%
Przychody finansowe	622	521	6	25	8	12	9
Koszty finansowe	6 394	5 994	4 363	4 280	3 744	3 204	2 748
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-6 787	3 964	440	1 170	2 107	2 045	2 004
Zysk (strata) brutto	-6 787	3 964	440	1 170	2 107	2 045	2 004
marża zysku brutto	-5,5%	2,6%	0,2%	0,6%	1,1%	1,0%	1,0%
Podatek dochodowy	0	0	0	222	400	388	381
(Zyski) straty mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	-6 787	3 964	440	947	1 707	1 656	1 623
marża zysku netto	-5,5%	2,6%	0,2%	0,5%	0,9%	0,8%	0,8%

Bilans (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Aktywa trwałe	49 219	45 821	48 424	47 015	42 080	37 128	33 393
Wartości niematerialne i prawne:	147	117	96	71	44	20	20
Rzeczowe aktywa trwałe:	48 732	45 497	48 121	46 736	41 830	36 901	33 167
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	340	207	207	207	207	207	207
Aktywa obrotowe	18 572	32 354	30 013	32 492	33 375	33 568	33 383
Zapasy	4 845	5 558	5 723	5 812	5 868	5 870	5 859
Należności krótkoterminowe	11 950	20 523	23 859	25 769	26 963	27 021	26 820
Inwestycje krótkoterminowe	1 602	5 996	154	633	267	400	427
Gotówka	1 602	5 996	154	633	267	400	427
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	175	277	277	277	277	277	277
Aktywa razem	67 791	78 175	78 437	79 506	75 455	70 695	66 776
Kapitał własny	1 191	5 155	5 595	6 542	8 249	9 905	11 528
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania, w tym:	66 600	73 020	72 842	72 964	67 206	60 790	55 248
kredyty i pożyczki długoterminowe	37 453	32 959	30 959	29 959	23 500	17 000	11 500
kredyty i pożyczki krótkoterminowe	11 093	21 604	21 604	21 604	21 604	21 604	21 604
z tytułu dostaw i usług	12 543	11 115	12 922	13 956	14 603	14 634	14 525
Rozliczenia międzyokresowe	910	1 517	1 532	1 517	1 517	1 517	1 517
Pasywa razem	67 791	78 175	78 437	79 506	75 455	70 695	66 776



Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F
Przeplwy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	3 966	4 099	4 171	5 592	6 706	7 346	6 041
Zysk (strata) netto	-6 787	3 964	440	947	1 707	1 656	1 623
Amortyzacja	4 903	4 674	5 425	5 610	5 602	5 718	4 315
Zmiany w kapitale obrotowym	458	-8 657	-1 694	-965	-603	-28	103
Inne	0	0	0	0	0	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-1 825	-1 740	-8 013	-4 113	-613	-713	-513
<i>Wpływy</i>	<i>398</i>	<i>467</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Wydatki</i>	<i>-2 223</i>	<i>-2 207</i>	<i>-8 013</i>	<i>-4 113</i>	<i>-613</i>	<i>-713</i>	<i>-513</i>
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-2 223	-2 207	-6 013	-3 013	-613	-713	-513
Na aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0	0
Dywidendy i inne udziały w zyskach wypłacone mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Inne wydatki inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności finansowej	-1 038	2 035	-2 000	-1 000	-6 459	-6 500	-5 500
<i>Wpływy</i>	<i>17 500</i>	<i>13 150</i>	<i>4 000</i>	<i>9 000</i>	<i>18 500</i>	<i>12 000</i>	<i>6 500</i>
Kredyty i pożyczki	17 500	13 150	4 000	9 000	18 500	12 000	6 500
Emisja dłużnych	0	0	0	0	0	0	0
Inne wpływy finansowe	0	0	0	0	0	0	0
<i>Wydatki</i>	<i>-18 538</i>	<i>-11 115</i>	<i>-6 000</i>	<i>-10 000</i>	<i>-24 959</i>	<i>-18 500</i>	<i>-12 000</i>
Płatności dywidend	0	0	0	0	0	0	0
Splaty kredytów i pożyczek	-12 816	-7 150	-6 000	-10 000	-24 959	-18 500	-12 000
Inne	-5 722	-3 965	0	0	0	0	0
Przeplwy pieniężne netto	1 103	4 394	-5 842	479	-366	133	28
Środki pieniężne na początek okresu	499	1 602	5 996	154	633	267	400
Środki pieniężne na koniec okresu	1 602	5 996	154	633	267	400	427

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Indykpol S.A.:
Nie wydawano rekomendacji

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Ekodrob S.A.:
Nie wydawano rekomendacji



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Dyrektor DSIiA
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor DSIiA
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Zastępca Dyrektora DSIiA
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl

Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl

Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl

Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
Joanna.Niedziela@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Główny specjalista ds. analiz
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD

Andrzej Powierza tel. (+48 22) 697 47 42
Główny specjalista ds. analiz
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Główny specjalista ds. analiz
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Specjalista ds. analiz
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41
Młodszy specjalista ds. analiz
Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
Starszy specjalista ds. analiz
Jacek.Borawski@breinwest.com.pl
Analiza techniczna

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
skr. pocztowa 21
www.brebrokers.com.pl

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.