

# Indykpol

## Krajowy lider na rynku przetworów indykich

Indykpol z 25% udziałem jest krajowym liderem na rynku przetwórstwa indyka. Oczekujemy w przyszłych latach wzrostu sprzedaży poprzez wzrost wolumenów oraz znacznej poprawy rentowności dzięki zwiększeniu udziału przetworów w przychodach ze sprzedaży. Widzimy duży potencjał wzrostowy, jaki naszym zdaniem posiadają akcje Indykpolu i rekomendujemy kupno walorów tej spółki z ceną docelową 108.8 zł.

poprzednia rekomendacja:-

**kupuj**

Cena (03/01/2006)	64.0
<b>Cena docelowa</b>	<b>108.8</b>

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2003	555.4	29.5	45.8	17.2	11.7	3.7	8.9	20.5	17.2	3.1	10.2	6.6	18.2
2004	633.2	10.8	27.5	19.2	14.9	4.8	10.1	25.2	13.4	2.5	27.9	11.0	19.0
2005p	647.1	35.3	55.4	31.2	25.1	8.0	14.5	33.2	8.0	1.9	8.6	5.5	24.2
2006p	689.9	39.6	62.7	35.0	28.1	9.0	16.4	42.3	7.1	1.5	7.6	4.8	21.3
2007p	785.8	47.5	71.6	42.2	34.0	10.9	18.6	53.1	5.9	1.2	6.4	4.2	20.5

p - prognozy wyników skonsolidowanych Millennium DM, mln PLN.

### Wzrost wolumenów

Mięso drobiowe jest postrzegane przez konsumentów w Polsce jako tanie i zdrowe. Obecnie przeciętny Polak spożywa więcej drobiu niż przeciętny obywatel Unii Europejskiej. Oczekujemy dalszego wzrostu spożycia tego mięsa w Polsce do poziomu 25 kg na osobę w 2006r. (obecnie 23.5 kg na osobę).

### Wzrost marż

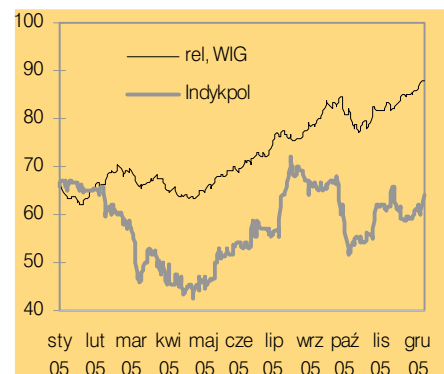
Możliwość wytwarzania produktów wysoko przetworzonych odróżnia Indykpol od innych zakładów drobiarskich. Produkty te cechują się znacznie wyższymi marżami na sprzedaży. Marża na przetworach wynosi 30%, na mięsach zaś tylko 10%. Dzięki realizacji nowych inwestycji przychody z produktów przetworzonych powinny się podwoić do 2007r. Obecnie moce produkcyjne w tym segmencie działalności są wykorzystane prawie w 100%.

### Integracja pionowa

Grupa Indykpol prowadzi bardzo szeroką działalność: od hodowli piskląt i tuczu przemysłowego do produkcji mięsa i przetworów, sprzedaży we własnych systemach dystrybucji oraz otwierania własnych restauracji. Integracja ta pozwala na uniezależnienie od wahań cen surowca oraz wykorzystanie efektów skali.

### Ptasia grypa

Obawy konsumentów związane z możliwością zarażenia się ptasią grypą mogą przełożyć się negatywnie na ceny mięsa drobiowego. Uważamy, że obawy te są nieuzasadnione. Mięso produkowane przez renomowanych producentów jest pod stałym nadzorem weterynaryjnym, a prawdopodobieństwo zarażenia się drobiu hodowlanego od dzikich ptaków jest znikome (w Polsce nie ma tras przelotu zarażonych ptaków). W naszym prognozach uwzględniliśmy możliwość spadku cen mięsa i przetworów drobiowych wywołany poprzez odejście niektórych konsumentów od spożycia drobiu na skutek obawy przed zarażeniem ptasią grypą.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	72 / 42.3
Liczba akcji (mln)	3.12
Kapitalizacja (mln PLN)	200
EV (mln PLN)	302
Free float (mln PLN)	30
Średni obrót (mln PLN)	0.2

Główny akcjonariusz	Rolmex S.A.		
% akcji, % głosów	70 / 70		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	7.9%	4.6%	-3.0%
Zmiana rel. WIG (%)	3.0%	3.9%	32.9%

**Wojciech Wasilewski**  
(022) 598 26 59

wojciech.wasilewski@millenniumdm.pl

**Marcin Materna, CFA**  
(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## **Spis treści**

<b>Czynniki ryzyka inwestycji w akcje Indykpolu.....</b>	<b>3</b>
<b>Wycena.....</b>	<b>4</b>
Podsumowanie wyceny.....	4
Wycena metodą DCF.....	4
Wycena metodą porównawczą do polskich spółek.....	5
Wycena metodą porównawczą do zagranicznych spółek.....	5
<b>Analiza SWOT.....</b>	<b>6</b>
<b>Rynek mięsa drobiowego .....</b>	<b>7</b>
<b>Indykpol .....</b>	<b>10</b>
<b>Nasze prognozy.....</b>	<b>12</b>
<b>Sprawozdania finansowe.....</b>	<b>14</b>

## Czynniki ryzyka inwestycji w akcje Indykpolu

### Ryzyko związane ze możliwością wystąpienia ptasiej grypy w Polsce

Tematem często poruszonym w mediach jest zagrożenie związane z ogniskami ptasiej grypy w niektórych regionach Europy. Jednym z ważniejszych czynników ryzyka związanych z inwestycją w akcje Indykpolu jest ryzyko wystąpienia w Polsce przypadków ptasiej grypy oraz zmiana preferencji konsumentów na rzecz mięsa wieprzowego lub wołowego. Na świecie do tej pory na ptasią grypę zmarło ponad 66 osób. Dla kontrastu według danych WHO zwykła grypa powoduje śmierć co roku ponad 500 tys. osób. W regionach Europy, gdzie wykryto przypadki ptasiej grypy i jej wirusa (H5N1), sprzedaż drobiu znacznie spadała: w Turcji - o 50% r/r, Rumunii o 40% r/r, Francji, Włoszech o 30% r/r. W Polsce nie ma przypadków ptasiej grypy, a prawdopodobieństwo dotarcia do kraju zarażonych dzikich ptaków oraz przeniesienia choroby na drób hodowlany jest bardzo małe. Według danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa w Polsce do tej pory nie nastąpił spadek spożycia mięsa drobiowego. Według prognoz tego instytutu konsumpcja mięsa drobiowego w 2005 wzrosła do 23.5 kg na osobę (w 2004 roku 22.2 kg na osobę). Spożycie to jest większe niż średnia unijna, która wynosi 22.5 kg na osobę. Prawdopodobieństwo zarażenia się ptasią grypą poprzez spożycie mięsa produkowanego w zakładach podlegających stałemu nadzorowi weterynaryjnemu oraz z surowca hodowanego z zachowaniem reżimów sanitarno - weterynaryjnych jest praktycznie zerowe. Mięso produkowane przez Indykpol podlega nadzorowi weterynaryjnemu. Odchów indyków prowadzony jest w pomieszczeniach zamkniętych, co daje ograniczoną możliwość kontaktu z drobnoustrojami przenoszonymi z zewnątrz. Również proces obróbki i przetwórstwa odbywa się pod stałym nadzorem służb weterynaryjnych.

### Ryzyko kursowe

Kolejnym bardzo ważnym czynnikiem ryzyka jest stosunkowo duży udział eksportu w przychodach ze sprzedaży (30% sprzedaży jest denominowana w euro). Udział euro po stronie kosztowej jest niewielki. Import z Niemiec i Francji części surowca - piskląt - stanowi w przybliżeniu 1% kosztów produkcji. Zgodnie z naszymi prognozami umocnienie się kursu złotego względem euro o 10 groszy, to spadek zysku netto za 2006 o 2.8 mln zł. Pomimo wysokiego kursu krajowej waluty względem euro polskie produkty drobiowe są atrakcyjne cenowo w porównaniu do produktów z innych krajów Unii. Dla przykładu cena skupu żywca indyjskiego w Niemczech wynosi 1 euro/kg (3.86 zł/kg), w Polsce zaś 3.7 zł/kg. Różnica w cenach produktów przetworzonych jest jeszcze większa (nawet do kilkudziesięciu procent na wybranych produktach).

### Ryzyko finansowe

Wysoka dźwignia finansowa jest trzecim, bardzo istotnym w naszej ocenie, czynnikiem ryzyka inwestycji w akcje Indykpolu (wskaźnik zadłużenie netto do kapitałów własnych na koniec 2005 wyniósł 98%). Realizacja szeregu procesów inwestycyjnych zmusza do zwiększenia zadłużenia. Oczekujemy wzrostu zobowiązań długoterminowych do 103 mln zł pod koniec 2005 roku.

### Ryzyko niższych dotacji w przyszłych okresach

Możliwość nie otrzymywania w przyszłości dotacji ze środków Unii Europejskiej jest kolejnym czynnikiem ryzyka inwestycji w akcje Indykpolu. Ostatnio Indykpol zawarł z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa kolejne dwie umowy o dofinansowanie projektów inwestycyjnych w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego. W ramach zawartych umów spółka zrealizuje projekty o łącznej wartości 5.1 mln zł (kwota otrzymanego dofinansowania to 2.7 mln zł). Ponadto spółka zależna Eldrob zawarła również dwie umowy, do których uzyska dofinansowanie w kwocie 1.2 mln zł. Łącznie w 2005r. spółki z grupy kapitałowej Indykpolu zawarły z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa 16 umów o dofinansowanie z Sektorowego Programu Operacyjnego w kwocie 35.4 mln zł.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny

Bazując na modelu DCF, szacujemy wartość spółki na 330 mln zł, czyli 105.7 zł na akcję. W oparciu o model porównawczy do polskich spółek wyceniamy Grupę Indykpol na 385 mln zł (123.1 zł na akcję), stosując zaś metodę porównawczą do zagranicznych spółek otrzymaliśmy 315 mln zł (100.9 zł na akcję). Każdą z metod (porównawczą i DCF) potraktowaliśmy jednakowo otrzymując wartość 340 mln zł, co daje 108.8 zł na akcję.

#### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Indykpol (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	330	105.7
Wycena porównawcza do polskich spółek	385	123.1
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	315	100.9

#### Wycena spółki Indykpol

**340**

**108.8**

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

### Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
sprzedaż	690	786	831	863	893	918	944	970	998	1 026	
zmiana sprzedaży	2.2%	6.6%	13.9%	5.8%	3.8%	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	
marża EBIT	5.4%	5.7%	6.0%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%	
EBIT	39.6	47.5	54.8	56.7	58.5	60.2	62.3	63.5	64.3	66.0	
zmiana EBIT	225.6%	12.4%	19.7%	15.5%	3.5%	3.2%	2.9%	3.6%	2.0%	1.3%	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
amortyzacja	20.1	23.1	24.1	24.3	24.5	24.7	24.9	25.1	25.2	25.4	
inwestycje	-40.0	-30.0	-25.3	-25.5	-25.7	-25.9	-26.1	-26.3	-26.5	-26.7	
zmiana kap.obrotowego	-4.3	-10.4	-5.0	-3.2	-3.0	-2.5	-2.6	-2.6	-2.7	-2.8	
FCF	7.9	21.1	38.2	41.6	43.1	45.0	46.7	47.6	48.1	49.3	
zmiana FCF		165.7%	81.0%	8.8%	3.8%	4.4%	3.7%	1.9%	1.2%	2.5%	1.0%
dlug/kapitał	35%	28%	21%	15%	10%	8%	8%	7%	7%	7%	6%
stopa wolna od ryzyka	4.6%	4.9%	5.2%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.0%
premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	4.9%	5.2%	5.4%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	6.5%
koszt kapitału	9.6%	9.9%	10.2%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%	10.0%
WACC	7.9%	8.6%	9.2%	9.8%	10.1%	10.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.4%	9.8%
PV (FCF)	7.4	18.0	29.8	29.6	27.9	26.4	24.8	22.9	21.0	19.5	204.8
wartość DCF (mln PLN)	432										
wartość rezydualna	568										
zdysk. wart. rezydualna	205										
dlug netto	102										
wycena DCF (mln PLN)	330										
<b>wycena DCF na 1 akcję (PLN)</b>	<b>105.7</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena porównawcza do polskich spółek

Wycenę porównawczą do polskich spółek oparliśmy na następujących wskaźnikach: P/E, EV/EBIT i EV/EBITDA. Do polskiej grupy porównawczej wybraliśmy następujące firmy: Sokołów, Duda.

Spółka	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
DUDA	6.4	6.1	7.7	7.3	9.8	9.0
SOKOŁÓW	8.0	7.5	16.6	14.6	16.9	15.0
<b>Średnia</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>12.2</b>	<b>11.0</b>	<b>13.4</b>	<b>12.0</b>

dług netto

Wyniki spółki Indykpol (mln PLN)	102	63	72	40	47	28	34
----------------------------------	-----	----	----	----	----	----	----

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	350	385	380	418	376	408
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

wagi	20%	20%	20%	20%	10%	10%
------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

<b>Wycena</b>	<b>385</b>					
---------------	------------	--	--	--	--	--

<b>Wycena na akcje</b>	<b>123.1</b>					
------------------------	--------------	--	--	--	--	--

Źródło: Millennium DM, Konsensus rynkowy

## Wycena metodą porównawczą do zagranicznych spółek

Wycenę porównawczą do polskich spółek oparliśmy na następujących wskaźnikach: P/E, EV/EBIT i EV/EBITDA. Do zagranicznej grupy porównawczej wybraliśmy firmy o profilu działalności zbliżonym do Indykpolu.

Spółka	Państwo	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
NORTHERN FOODS PLC	Wielka Brytania	4.66	4.39	7.40	7.17	13.37	11.42
ATRIA GROUP PLC	Finlandia	5.78	5.29	9.80	8.97	12.34	10.93
HK-RUOKATALO OYJ-A SHS	Finlandia	7.09	6.26	11.08	9.69	12.54	11.10
AXFOOD AB	Szwecja	6.74	6.43	9.81	9.16	14.64	13.65
CAMPOFRIO ALIMENTACION SA	Hiszpania	7.36	7.34	12.13	11.81	17.87	18.99
FLEURY MICHON SA	Francja	4.30	4.00	8.23	7.72	12.89	11.73
TYSON FOODS INC-CL A	USA	5.70	5.47	9.03	7.99	11.29	10.30
<b>Średnia</b>		<b>5.95</b>	<b>5.60</b>	<b>9.64</b>	<b>8.93</b>	<b>13.56</b>	<b>12.59</b>

dług netto

Wyniki spółki Indykpol (mln PLN)	102.0	62.7	71.6	39.6	47.5	28.1	34.0
----------------------------------	-------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	271	299	280	322	382	428
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

wagi	20%	20%	20%	20%	10%	10%
------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

<b>Wycena</b>	<b>315</b>					
---------------	------------	--	--	--	--	--

<b>Wycena na akcje</b>	<b>100.9</b>					
------------------------	--------------	--	--	--	--	--

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski SA

## Analiza SWOT

### Silne strony

- rosnący popyt na produkty drobiowe na terenie kraju
- pozycja lidera na rynku mięsa indyczego w kraju
- redukcja kosztów operacyjnych o 10% (6 mln zł w skali roku) poprzez outsourcing ferm hodowlanych
- specjalizacja w przetwórstwie mięsa indyczego cechą wyróżniającą od innych zakładów drobiarskich
- zabezpieczenie części surowca poprzez posiadanie własnych hodowli
- przejrzysta struktura organizacyjna
- niskie zadłużenie
- sprawna sieć sprzedaży detalicznej

### Słabe strony

- duża ekspozycja przychodów względem euro
- mała rentowność nowego projektu związanego z otwarciem restauracji w centrum Warszawy
- uzależnienie od wahań cen zbóż i pasz
- utrata sprzedaży na rynku rosyjskim (sprzedaż ta stanowiła w przybliżeniu 1% ogółu przychodów)

### Szanse

- możliwość dalszej ekspansji na rynku unijnym, w szczególności na rynku niemieckim
- możliwość wzrostu mocy produkcyjnych
- możliwość wzrostu marż poprzez zwiększenie udziału produktów wysoko przetworzonych w strukturze sprzedaży
- możliwość finansowania części inwestycji z dotacji unijnych
- możliwość wykorzystania efektu dźwigni finansowej - optymalizacja struktury kapitału
- wykorzystanie efektu skali oraz integracja pionowa poprzez budowę własnej wytwórni pasz

### Zagrożenia

- możliwość wystąpienia ptasiej grypy w Polsce
- możliwość dalszego umacniania się złotego względem euro
- ryzyko związane z wysokim poziomem zadłużenia
- ryzyko zmiany preferencji konsumentów w kierunku mięsa wieprzowego lub wołowego
- możliwość spadku cen żywca indyczego
- możliwość wzrostu cen pasz

## Rynek mięsa drobiowego

### Wolumeny

W pierwszej połowie 2005 produkcja mięsa drobiowego ukształtowała się na poziomie 489 tys. ton (wzrost o 13.5% r/r). W skali całego 2005 roku zgodnie z prognozami Instytutu Ekonomiki Rolnictwa produkcja mięsa drobiowego uległa zwiększeniu do poziomu 1040 tys. ton (wzrost o prawie 14% r/r). W 2006 oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu produkcji żywca i mięsa drobiowego (nasza prognoza zakłada wzrost o ponad 10% do poziomu 1150 tys. ton).

Produkcja mięsa drobiowego w tys. ton							
	2001	2002	2003	2004	2005p	2006p	2007p
	695	794	860	916	1040	1150	1196
zmiana r/r	19.0%	14.2%	8.3%	6.5%	13.5%	10.6%	4.0%

Źródło: IERiGŻ, Millennium DM

Oczekujemy również utrzymania się wzrostowej tendencji w produkcji przetworów drobiowych szczególnie wędlin (według prognoz IERiGŻ produkcja ta wzrosła w 2005 o 14.5% r/r i wyniosła 125 tys. ton).

Produkcja wędlin w tys. ton							
	2001	2002	2003	2004	2005p	2006p	2007p
	76.9	95.8	85.5	109.2	125	140	145.6
zmiana r/r	8.2%	24.6%	-10.8%	27.7%	14.5%	12.0%	4.0%

Źródło: IERiGŻ, Millennium DM

### Wymiana z zagranicą

W 2005 roku import mięsa drobiowego był o 15% mniejszy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, eksport zaś wzrósł o 30% r/r.

Bilans mięsa drobiowego w Polsce w tys. ton							
	2001	2002	2003	2004	2005p	2006p	
produkcja	695	794	860	916	1040	1150	
import	26	31	24	88	75	85	
podaż	721	825	884	1004	1115	1235	
eksport	45	58	108	129	170	200	

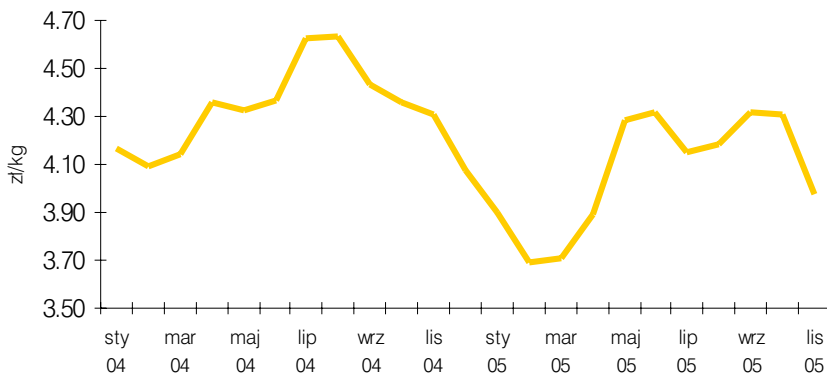
Źródło: IERiGŻ, Millennium DM

### Ceny

Od września 2005 intensywny spadek cen pasz przemysłowych uległ wyhamowaniu. Ceny płacone hodowcom kurcząt od października 2005 wykazują znaczny trend spadkowy (średnia cena skupu kurcząt w listopadzie była o 14% niższa niż w sierpniu 2005r.). Obniżyły się również ceny skupu indyków, ale skala spadku nie jest aż tak znaczna (spadek o 5% od listopada do sierpnia 2005r.).

Zagrożenie ptasią grypą wpłynęło negatywnie na ceny mięsa. W okresie od listopada do sierpnia 2005r. średnia cena zbytu mięsa kurczego spadła o 25%, mięso indycze zaś potaniało w tym samym czasie o 10%.

## Ceny skupu żywca indyczego w zł/kg

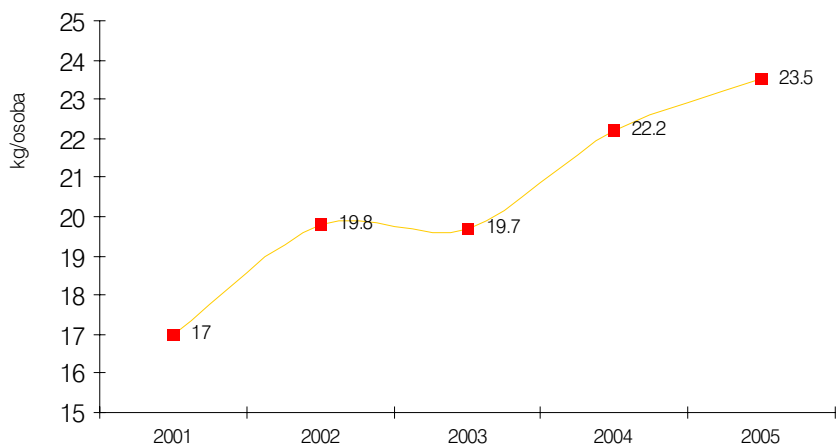


Źródło: Millennium DM

## Spożycie drobiu

Według danych IERiGŻ średnie spożycie mięsa drobiowego w Polsce w 2005 roku wyniosło 23.5 kg na osobę. Przeciętny Polak je więcej drobiu niż przeciętny mieszkaniec Unii Europejskiej (średnia 22.5), ale za to dużo mniej niż obywatel Stanów Zjednoczonych (średnie spożycie ponad 50 kg na osobę). Oczekujemy, że wskutek wzrostu produkcji i podaży drobiu jego spożycie przez przeciętnego Polaka w 2006r. wzrośnie do ponad 25 kg rocznie.

## Spożycie drobiu w ciągu roku w Polsce w kg na osobę



Źródło: Millennium DM, IERiGŻ

## Specyfika rynku drobiu

Rynek drobiu można podzielić ze względu na rodzaj mięsa na:

- rynek indyka
- rynek kurczaka
- rynek gęsi.



Rynki te różnią się odmiennymi zasadami produkcji i sprzedaży. Mięso indycze, będące głównym produktem Indykpolu (75% sprzedaży), jest najbardziej podatne do dalszego przetwarzania (40% zostaje sprzedane w postaci przetworzonej, 60% zaś w postaci mięsa). Indory osiągają wagę 19 kg (cykl hodowli do pół roku), indyczki zaś 9 kg (cykl hodowli 3 miesiące).

Mięso kurze stanowi zaledwie 20% przychodów grupy Indykpol. Jest ono najczęściej spożywane w grupie mięs białych, jednak marże realizowane na jego produkcji są dużo niższe niż na produkcji mięsa indyczego. Mięso to nie nadaje się do dalszego przetwarzania w tym samym stopniu co mięso indycze. Większość produkcji kurcząt (prawie 70%) sprzedawane jest w postaci tuszek, 30% poddawane jest elementowaniu, z czego zaledwie parę procent poddawane jest dalszemu przetwarzaniu. Cykl hodowlany kurczaka trwa 42 dni.

Mięso gęsie stanowi zaledwie 5% przychodów grupy Indykpol. Mięso to jest mało popularne na krajowym rynku. Prawie 100% produkcji tego mięsa realizowanej przez Indykpol trafia na rynek niemiecki, gdzie jest tradycyjną potrawą na Świętego Marcina (11 listopada) oraz na Święta Bożego Narodzenia.

# Indykpol

## Profil działalności

Indykpol jest jedną z największych w Polsce firm działających w branży przetwórstwa drobiu. Specjalizuje się w przetwórstwie mięsa indyczego, którego jest liderem na polskim rynku. Według szacunków spółki posiada on 23% udziału na krajowym rynku żywca indyczego (liczony według ilości ubojów indyków) oraz 25% udziału w krajowym rynku przetwórstwa indyka.

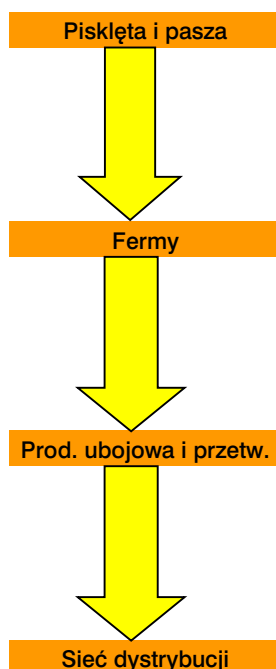
## Struktura Grupy kapitałowej

Wzrost sprzedaży, jaki zanotował Indykpol na przestrzeni ostatnich lat, spółka ta zawdzięcza w dużej mierze przejściom innych podmiotów z branży. Obecnie grupa składa się z pięciu spółek:

- ❑ **Indykpol** - spółka dominująca - posiada dwa zakłady w Olsztynie (ubój i przetwórstwo indyka i gęsi) oraz Lublinie (ubój i przetwórstwo kurczaka oraz gęsi)
- ❑ Lubuskie Zakłady Drobiarskie **Eldrob** - produkcja mięsa i przetworów z indyka (Indykpol i Eldrob uzupełniają swoje oferty handlowe), firma ta zajmuje po Indykpolu drugie miejsce pod względem produkcji mięsa i przetworów z indyka
- ❑ **Indykpol GmbH** z siedzibą w Niemczech, spółka ta powstała aby poszerzyć krąg klientów i dotrzeć z wyrobami do detalistów na rynku niemieckim (została przygotowana specjalna nowa oferta przetworów, która ma trafić w upodobania klientów niemieckich)
- ❑ **Złoty Indyk** - spółka ta zajmuje się działalnością restauracyjną oferującą szybkie i tanie dania z indyczego mięsa
- ❑ **Indykpol Fermy** z siedzibą w Olsztynie.

## Pionowo zintegrowana organizacja

Wzorem niektórych zakładów drobiarskich ze Stanów Zjednoczonych grupa Indykpolu jest zintegrowana pionowo. Przedmiotem jej działalności jest: hodowla piskląt, produkcja mięsa i przetworów, własna sieć dystrybucji. Integracja pionowa umożliwia osiągnięcie korzyści skali, uniezależnienie się od wahań cen żywca i mięsa drobiowego, utrzymanie jednorodnego standardu w zakresie higieny oraz jakości produkcji.



## Organizacja produkcji

Dostawcą piskląt indyckich na fermy produkujące żywca jest Ośrodek Hodowli Indyków we Frednowych. Spółka ta jest największym w kraju producentem piskląt indyckich (roczna produkcja w 2005 wyniosła 4.5 mln piskląt, w 2006 planowane zwiększenie do 6 mln). W 2005 Indykpol ubił 96 tys. ton żywca. W 2006 planowane jest zwiększenie uboju do 100 tys. ton. Zakładając, że średni poziom upadków wynosi 10%, średnia waga ubojowa wynosi zaś 12.5 kg Frednowy będą w stanie dostarczyć w 2006r. 67.5 tys. ton (67.5% zapotrzebowania materiałowego).

Dostawcami pasz są firmy: Provimi Holding, Wipasz i Agrocentrum. Aby uniezależnić się od wahań cen zbóż (obecnie tona paszy kosztuje 800 zł, całkowite zapotrzebowanie roczne to 250 tys. ton) planowana jest inwestycja we własną wytwórnię pasz.

Produkcja żywca drobiowego realizowana dwutorowo: na własnych fermach oraz przy współpracy z hodowcami kontraktowymi. Obecnie około 25% przerabianego mięsa indyckiego pochodzi z hodowli należących do spółki. Spółka prowadzi politykę wiązania ze sobą hodowców kontraktowych poprzez dostarczanie im piskląt, paszy oraz gwarancje zbytu na indyki. Korzystne ceny oferowane hodowcom są rekompensowane premiami otrzymywanymi od producentów pasz (bonusy zakupowe są ewidencjonowane w pozostałych przychodach operacyjnych).

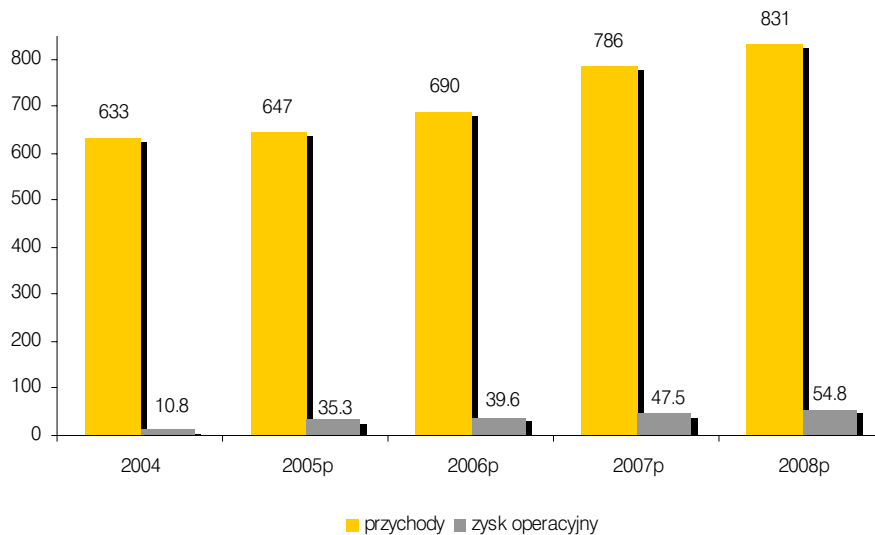
Produkcja ubojowa i przetwórcza realizowana jest w następujących zakładach: w Olsztynie (Indykpol) i w Świebodzinie (Eldrob) specjalizujących się w produkcji mięs i przetworów indyckich oraz w Lublinie (Lubdrob), gdzie wytwarzane są mięsa i przetwory kurze.

Ostatnim elementem zintegrowanej organizacji, jaką jest Grupa Indykpol jest własna sieć dystrybucji, która obsługuje dostawy wyrobów wszystkich trzech zakładów produkcyjnych. Dostawę towarów do klientów zapewnia 19 regionalnych centrów dystrybucji. Specjalne środki transportu gwarantują zachowanie łańcucha chłodniczego oraz wysoką jakość wyrobów. Przepływ informacji i realizację zamówień wspomaga system call center oraz zintegrowany system informatyczny.

## Nasze prognozy

Według naszych prognoz w latach 2005 i 2006 Indykpol zwiększy sprzedaż o: 2.2% i 6.6% do odpowiednio: 647 i 690 mln zł.

### Prognozy sprzedaży



Źródło: Millennium DM S.A.

Oczekujemy wzrostu wolumenów zarówno na sprzedaży mięsa jak i przetworów (nasza prognoza zakłada wzrost sprzedaży ilościowej mięsa w 2005 o 6.8% r/r, przetworów zaś o 21.2% r/r (w roku 2006 oczekujemy odpowiednio wzrostu wolumenów o 8.4% r/r dla mięsa oraz 18.5% r/r dla przetworów).

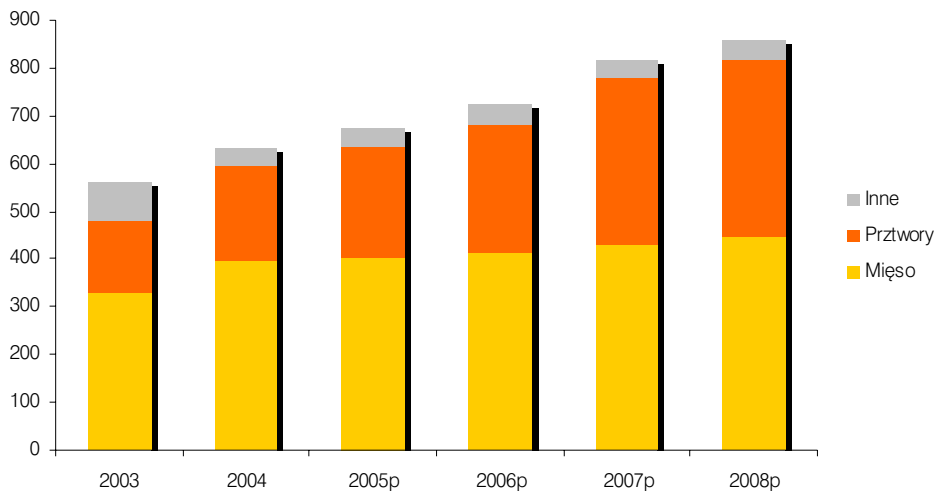
### Sprzedaż mięsa i przetworów w tys. ton

	2001	2002	2003	2004	2005p	2006p
mięso	38	43	48	55	59	64
indyki	28	32	36	41	44	49
kurczaki	8	9	10	11	12	13
gęsi	2	2	2	3	3	3
przetwory	19	20	17	24	29	34

Źródło: Millennium DM

Realizacja projektów inwestycyjnych (budowa linii potokowej do produkcji parówek) pozwoli znacznie zwiększyć moce produkcyjne w zakładach w Olsztynie i Świebodzinie w segmencie przetworów (obecnie moce te są wykorzystane prawie w 100%). Oczekujemy zwiększenia udziału wartościowego przetworów w przychodach ze sprzedaży z 31% pod koniec 2005 do 42% pod koniec 2007 (zakładamy stały ilościowy udział od końca 2007 wynoszący 40%).

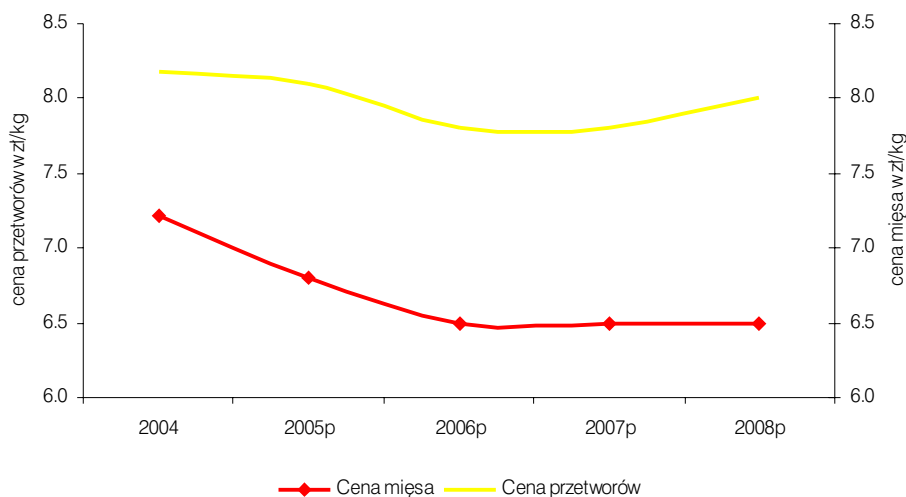
## Struktura sprzedaży



Źródło: Millennium DM S.A, Indykpol S.A.

Na podstawie danych przedstawionych w raporcie rocznym (wartościowe oraz ilościowe rozbięcie przychodów ze sprzedaży w poszczególnych segmentach) wyznaczyliśmy średnią cenę uzyskaną na sprzedaży kilograma mięsa oraz kilograma przetworów.

## Średnia cena sprzedaży kilograma mięsa i kilograma przetworów



Źródło: Millennium DM S.A, Indykpol S.A.

Wzrost udziału produktów przetworzonych w sprzedaży oraz wykorzystanie środków unijnych korzystnie wpłynie na zyskowność Indykpolu. W latach 2005-2007 przewidujemy osiągnięcie przez spółkę zysków netto w wysokości odpowiednio 25.1 mln PLN, 28.1 mln PLN oraz 34 mln PLN.

## Sprawozdania finansowe

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2003	2004	2005p	2006p	2007p	2008p
<b>przychody netto</b>	<b>555.4</b>	<b>633.2</b>	<b>647.1</b>	<b>689.9</b>	<b>785.8</b>	<b>831.2</b>
koszty wytworzenia	315.3	357.5	357.2	380.3	426.6	448.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	63.3	76.8	75.7	80.7	91.9	97.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.9	1.1	10.0	12.0	5.9	6.1
<b>EBITDA</b>	<b>45.8</b>	<b>27.5</b>	<b>55.4</b>	<b>62.7</b>	<b>71.6</b>	<b>79.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>29.5</b>	<b>10.8</b>	<b>35.3</b>	<b>39.6</b>	<b>47.5</b>	<b>54.8</b>
saldo finansowe	-11.2	9.4	-3.0	-3.6	-4.3	-2.7
zysk przed opodatkowaniem	17.2	19.2	31.2	35.0	42.2	51.1
podatek dochodowy	5.7	4.0	5.9	6.6	8.0	9.7
zysk (strata) udziałowc.mniejszościowych	-0.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>zysk netto</b>	<b>11.7</b>	<b>14.9</b>	<b>25.1</b>	<b>28.1</b>	<b>34.0</b>	<b>41.2</b>
EPS	3.73	4.78	8.04	9.01	10.88	13.19

### Bilans (mln PLN)

	2003	2004	2005p	2006p	2007p	2008p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>116.8</b>	<b>141.8</b>	<b>161.6</b>	<b>168.5</b>	<b>169.7</b>	<b>171.0</b>
wartości niematerialne i prawne	1.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
wartość firmy jedn. podporządkowanych	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
rzeczowy majątek trwały	103.5	134.1	154.0	160.9	162.1	163.3
należności długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rozl. międzyokresowe długoterminowe	2.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
inwestycje długoterminowe	7.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>120.1</b>	<b>131.2</b>	<b>151.4</b>	<b>156.2</b>	<b>175.9</b>	<b>182.2</b>
zapasy	36.7	46.5	47.6	50.7	57.8	61.1
należności	69.8	68.3	69.8	74.4	84.8	89.7
inwestycje krótkoterminowe	12.8	15.5	33.2	30.1	32.5	30.5
w tym gotówka	6.6	6.1	23.8	20.8	23.1	21.2
rozliczenia międzyokresowe	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>aktywa razem</b>	<b>236.8</b>	<b>273.0</b>	<b>313.1</b>	<b>324.7</b>	<b>345.7</b>	<b>353.1</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>63.9</b>	<b>78.7</b>	<b>103.9</b>	<b>132.0</b>	<b>166.0</b>	<b>190.2</b>
kapitał zakładowy	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
kapitały zapasowe i rezerwowe	34.2	42.5	57.4	82.5	110.7	127.7
kapitały z aktualizacji wyceny	10.1	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
róż. kursowe z przelicz. jedn. podporząd.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk z lat ubiegłych	-7.6	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
zysk netto	11.7	14.9	25.1	28.1	34.0	41.2
kapitały mniejszości	10.8	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
ujemna w-ść firmy jedn. podporząd.	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zobowiązania i rezerwy</b>	<b>162.1</b>	<b>190.8</b>	<b>205.7</b>	<b>189.2</b>	<b>176.2</b>	<b>159.4</b>
zobowiązania długoterminowe	34.0	88.1	103.1	83.1	63.1	43.1
zobowiązania krótkoterminowe	115.9	85.8	85.8	89.3	96.2	99.5
rozl. międzyokresowe i przych. przyszłych okr.	5.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
rezerwy	6.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
<b>pasywa razem</b>	<b>236.8</b>	<b>273.0</b>	<b>313.1</b>	<b>324.7</b>	<b>345.7</b>	<b>353.1</b>
BVPS	20.5	25.2	33.2	42.3	53.1	60.9

Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)						
	2003	2004	2005p	2006p	2007p	2008p
wynik netto	11.7	14.9	25.1	28.1	34.0	41.2
amortyzacja	16.2	16.6	20.1	23.1	24.1	24.3
zmiana kapitału obrotowego	-10.2	-1.9	-2.6	-4.3	-10.4	-5.0
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>23.5</b>	<b>22.0</b>	<b>47.7</b>	<b>54.2</b>	<b>53.5</b>	<b>65.0</b>
inwestycje (capex)	-18.8	-48.6	-40.0	-30.0	-25.3	-25.5
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-15.8</b>	<b>-34.8</b>	<b>-40.0</b>	<b>-30.0</b>	<b>-25.3</b>	<b>-25.5</b>
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-17.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.8	18.8	15.0	-20.0	-20.0	-20.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-8.8</b>	<b>12.3</b>	<b>10.0</b>	<b>-27.2</b>	<b>-25.8</b>	<b>-41.4</b>
zmiana gotówki netto	-1.1	-0.5	17.7	-3.0	2.3	-2.0
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.44
CEPS	8.92	10.11	14.48	16.40	18.60	20.98

Wskaźniki						
	2003	2004	2005p	2006p	2007p	2008p
zmiana sprzedaży	8.2%	14.0%	2.2%	6.6%	13.9%	5.8%
zmiana EBITDA	73.0%	-40.0%	101.6%	13.3%	14.1%	10.5%
zmiana EBIT	142.5%	-63.4%	225.6%	12.4%	19.7%	15.5%
zmiana zysku netto	928.0%	28.2%	68.1%	12.0%	20.7%	21.3%
marża EBITDA	8.2%	4.3%	8.6%	9.1%	9.1%	9.5%
marża EBIT	5.3%	1.7%	5.4%	5.7%	6.0%	6.6%
marża netto	2.1%	2.4%	3.9%	4.1%	4.3%	5.0%
sprzedaż/aktywa (x)	2.3	2.3	2.1	2.1	2.3	2.4
dług/kapitał (x)	2.3	2.2	1.8	1.3	1.0	0.7
odsetki/EBIT	0.2	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1
stopa podatkowa	33.3%	21.1%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	18.2%	19.0%	24.2%	21.3%	20.5%	21.7%
ROA	4.9%	5.5%	8.0%	8.7%	9.8%	11.7%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	88.9	104.6	102.0	85.0	62.7	44.6
płynność gotówkowa (x)	0.11	0.18	0.39	0.34	0.34	0.31

Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

## Departament Analiz

<b>Marcin Materna, CFA</b> Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b> banki i finanse, makroekonomia, handel
<b>Michał Buczyński</b> +22 598 26 58 michal.buczynski@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> telekomunikacja, chemia, metale, przemysł mięsny
<b>Piotr Her</b> +22 598 26 81 piotr.her@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> media, hotele, motoryzacja, przemysł spożywczy, budownictwo
<b>Adam Zajler</b> Makler Papierów Wartościowych +22 598 26 05 adam.zajler@millenniumdm.pl	<b>Analityk</b> informatyka, Internet
<b>Wojciech Wasilewski</b> Makler Papierów Wartościowych +22 598 26 59 wojciech.wasilewski@millenniumdm.pl	<b>Asystent</b>
<b>Łukasz Hejak</b> +22 598 26 27 lukasz.hejak@millenniumdm.pl	<b>Asystent</b>

## Sprzedaż

<b>Radosław Zawadzki</b> +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b>
<b>Arkadiusz Szumilak</b> +22 598 26 65 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
<b>Krzysztof Pelka</b> +22 598 26 79 krzysztof.pelka@millenniumdm.pl	
<b>Marek Przytuła</b> +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	
<b>Leszek Iwaniec</b> +22 598 26 67 leszek.iwaniec@millenniumdm.pl	

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

**Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00**

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

**Metoda DCF** (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Metoda porównawcza** (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

**Metoda ROE-P/BV** (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Redan, Artman, Techmex, Broker FM, COMP Rzeszów, FAM, Ciech, Śrubex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dobowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieprawidłowe. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
--------	--------------	---------------------------	--

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2005 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	24%
Akumuluj	9	36%
Neutralnie	7	28%
Redukuj	3	12%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj	2	29%
Akumuluj	5	71%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*