



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

INDYKPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Indykpol jest największym krajowym producentem mięsa indyczego oraz jego przetworów. Spółka posiada zakłady produkcyjne zlokalizowane w Olsztynie, Lublinie oraz Świebodzinie, dwa ostatnie przeszły w 2008 roku restrukturyzację. Spółka posiada 13 własnych obiektów fermowych o łącznej powierzchni 130 tys. mkw., które dostarczają rocznie 17,5 tys. ton żywca indyczego.

Na rynku krajowym Indykpol dostarcza produkty przez różne kanały dystrybucji. Dystrybucja krajowa prowadzona jest z wykorzystaniem 15 Regionalnych Centrów Dystrybucji. Istotnym elementem sprzedaży jest eksport, którego wartość w 2008 roku wyniosła 49 mln EUR (172,2 mln PLN, 22% udział w przychodach). W bieżącym roku spółka zamierza zwiększyć eksport oraz udział w rynku krajowym, co wraz z wysokim kursem EUR spowoduje wzrost rentowności. Szacujemy, że w 2009 roku udział w przychodach produkcji eksportowej wyniesie 25%. Ze względu na sytuację gospodarczą Zarząd zapowiada ostrożniejsze nakłady inwestycyjne w 2009 roku. Według naszych szacunków wyniosą one 14 mln PLN i zostaną całkowicie sfinansowane z amortyzacji. Główny nacisk zostanie położony na inwestycje rozwojowe, które umożliwią wprowadzenie na rynek nowych produktów jak i zwiększenie produkcji wyrobów już na nim funkcjonujących.

W 1Q'09 przychody GK Indykpol wyniosły 186,7mln PLN (+1,5% r/r), EBIT wyniósł 7,2 mln PLN, jednakże w wyniku znaczącego wzrostu kosztów finansowych (w 1Q'09 wyniosły one 14,5 mln PLN) poniosła stratę netto w wysokości 5,8 mln PLN w porównaniu do 0,3 mln PLN zysku netto zanotowanego w analogicznym okresie rok wcześniej.

Wyniki za 2Q'09 powinny pokazać efekty podjętych działań reorganizacyjnych, co przy korzystnej sytuacji rynkowej, naszym zdaniem, przełoży się na dobre rezultaty na poziomie operacyjnym. Szacujemy, że w 2Q'09 relacja cen drobiu do paszy wyniosła dla indyków oraz kurczaków odpowiednio 4,0x i 2,9x. W kolejnych miesiącach zakładamy, iż do końca 2009 roku ceny pasz nieznacznie spadną, co będzie związane ze spadkiem cen surowców używanych do ich produkcji. Rekordowo wysokie ceny żywca drobiowego powinny spowodować, iż rentowność brutto ze sprzedaży w 2009 roku wyniesie 17,8%. Spodziewamy się, iż na koniec 2009 roku spółka osiągnie 29,8 mln PLN zysku EBIT, co przy nieznacznym wzroście przychodów do 767,8 mln PLN (+0,3% r/r) pozwoli jej wygenerować marżę operacyjną na poziomie 3,9%.

Przy naszych prognozach spółka jest obecnie handlowana z dyskontem w porównaniu do grupy porównawczej. Przy obecnej cenie rynkowej EV/EBIT'09 wynosi 7,0x, a w 2010 roku spada do 6,4x. Uważamy, że walory spółki są ciekawą propozycją inwestycyjną. Nasza wycena na poziomie 44,2 PLN za akcję jest o ok. 26% wyższa od ceny rynkowej i na tej podstawie zalecamy kupno walorów spółki.

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody [mln PLN]	725,7	765,4	767,9	804,9	842,9	882,5
EBITDA [mln PLN]	44,5	19,9	48,0	48,3	50,7	53,6
EBIT [mln PLN]	27,3	2,3	29,8	29,7	31,4	33,5
Zysk netto [mln PLN]	23,6	-29,0	13,8	21,9	24,1	26,5
P/BV	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
P/E	4,6	n/a	7,9	5,0	4,5	4,1
EV/EBITDA	3,9	10,1	4,3	3,9	3,4	2,8
EV/EBIT	6,4	88,6	7,0	6,4	5,4	4,5

KUPUJ

WYCENA 44,2 PLN

20 LIPIEC 2009

Wycena DCF [PLN]	42,1
Wycena porównawcza [PLN]	46,3
Wycena końcowa [PLN]	44,2
Potencjał do wzrostu / spadku	26,3%
Koszt kapitału	11,3%
Cena rynkowa [PLN]	35,0
Kapitalizacja [mln PLN]	109,4
Ilość akcji [mln. szt.]	3 124,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	37,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	16,1
Stopa zwrotu za 3 mc	30,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	36,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	14,8%
Struktura akcjonariatu:	
Rolmex S.A. z podmiotami zależnymi	62,7%
Pozostali	37,3%

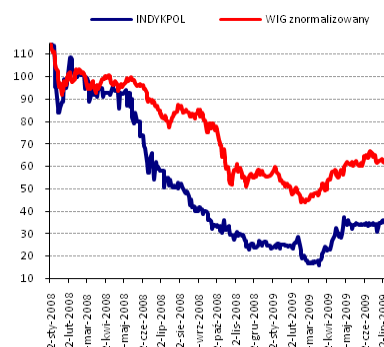
Marcin Stebakow

stebakow@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Beskidzki Dom Maklerski S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Oceniając wartość spółki wykorzystaliśmy także metodę porównawczą do zbliżonych profilem działalności spółek zagranicznych.

Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach na lata 2009-2011 dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 46,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2009-2018 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 42,1 PLN. Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi 44,2 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	42,1
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	46,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		44,2

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta uwzględniający wartość zadłużenia spółki.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Średnioroczny wzrost skonsolidowanych przychodów spółki (CAGR 2018/2009) prognozujemy na poziomie 4,4%. W naszych prognozach na 2009 rok spodziewamy się nieznacznego (+0,3%) wzrostu przychodów spowodowanego modernizacją procesu produkcyjnego zakładów w Świebodzinie oraz Lublinie. W kolejnych latach wraz ze wzrostem wolumenu produkcji zwiększeniu ulegnie dynamika przychodów, która oscylować będzie w granicach 4-5%.
- Prognozujemy, że marża brutto na sprzedaży, po spadku w 2008 roku do 14,3%, w tym roku wzrośnie do 17,8%. Pozytywny wpływ na to będzie miała dobrze zdywersyfikowana oferta handlowa oraz zmiana funkcjonowania zakładów produkcyjnych. W kolejnych latach oczekujemy stabilizacji na poziomie 17,7-17,8%.
- Spodziewamy się, że zmianie ulegnie struktura sprzedaży, w kierunku produktów o wyższej wartości dodanej i wyższych marżach. Prognozujemy wzrost wartości przetworów w strukturze sprzedaży Indykpolu do 40% w roku 2013 z 32% na koniec 2008 roku. Docelowo zakładamy, iż udział przetworów wynosić będzie 45,8% na koniec naszej prognozy.
- Spodziewamy się, że dynamiczny wzrost cen indyka zostanie zahamowany, a średnia cena skupu w 2009 roku wyniesie 5,0 PLN/kg. Sytuacja ta wraz z modernizacją produkcji oraz przeprowadzonymi inwestycjami pozwolą na osiąganie dobrych wyników. Dyscyplina kosztowa oraz gwarantujący dobrą rentowność kurs EUR, w którym rozliczany jest eksport sprawią, iż marża EBIT Indykpolu na koniec 2009 roku wyniesie 3,9%. W kolejnych okresach prognozujemy utrzymanie na poziomie 3,7-3,8%.
- Szacujemy, że łączne wydatki inwestycyjne Indykpolu w latach 2009-2013 wyniosą 94,4 mln PLN i w najbliższych latach będą pokryte z amortyzacji. Oczekujemy, że zapowiadane inwestycyjne m.in. na rynku rosyjskim oraz w mieszalnię pasz zostaną w przyszłości zrealizowane, jednakże zważywszy na aktualną sytuację nie uwzględniamy ich w naszych prognozach, podobnie jak nie zakładamy przejść spółek z branży.
- W 2009 roku spodziewamy się rozliczenia, transakcji opcyjnych (31 mln PLN), co uwzględniliśmy w długu netto.
- Zakładamy spłatę wszystkich zobowiązań oprocentowanych spółki do końca 2016 roku.
- Przyjęliśmy stopę podatkową przez cały okres prognozy na poziomie 19%.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%.

Ponadto zakładamy:

- Do obliczeń przyjęliśmy 3 124 500 akcji.
- Wycena została sporządzona na dzień 20.07.2009 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 131,6 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 42,1 PLN.

Model DCF

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	767,9	804,9	842,9	882,5	922,8	963,9	1 005,6	1 047,1	1 088,5	1 130,3
EBIT [mln PLN]	29,8	29,7	31,4	33,5	34,5	36,2	37,8	39,3	39,8	40,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,7	5,6	6,0	6,4	6,6	6,9	7,2	7,5	7,6	7,7
NOPLAT [mln PLN]	24,1	24,0	25,4	27,1	28,0	29,3	30,6	31,8	32,2	33,0
Amortyzacja [mln PLN]	18,2	18,6	19,3	20,1	21,0	21,8	22,7	23,4	24,1	24,7
CAPEX [mln PLN]	-14,3	-17,4	-19,2	-21,3	-22,2	-23,1	-23,8	-24,6	-25,4	-26,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-25,5	-4,8	-5,1	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
FCF [mln PLN]	2,7	20,5	20,6	20,9	21,7	22,9	24,4	25,8	26,2	26,9
DFCF [mln PLN]	2,6	17,6	15,9	14,5	13,6	12,9	12,3	11,7	10,7	9,9
Suma DFCF [mln PLN]	121,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	296,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	108,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	230,6									
Dług netto [mln PLN]*	99,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	131,6									
Ilość akcji [mln szt.]	3 125									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	42,1									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: + 2,0%

Przychody zmiana r/r	0,3%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
EBIT zmiana r/r	1214,4%	-0,4%	5,8%	6,6%	3,2%	4,7%	4,4%	4,0%	1,3%	2,4%
NOPLAT zmiana r/r	1214,4%	-0,4%	5,8%	6,6%	3,2%	4,7%	4,4%	4,0%	1,3%	2,4%
FCF zmiana r/r	-97,4%	662,5%	0,2%	1,5%	3,7%	5,9%	6,3%	5,7%	1,8%	2,6%
Marża EBITDA	6,3%	6,0%	6,0%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
Marża EBIT	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%
Marża NOPLAT	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	78,5%	93,6%	99,5%	105,8%	106,0%	105,9%	105,2%	105,2%	105,3%	105,2%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1041,4%	12,9%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

Kalkulacja WACC

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%
Udział kapitału własnego	72,1%	76,2%	80,7%	84,5%	89,0%	93,1%	97,2%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	27,9%	23,8%	19,3%	15,5%	11,0%	6,9%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%

* uwzględnienia rozliczenie opcji w wysokości 31 mln PLN

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF stopa wolna od ryzyka / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost/spadek w okresie rezydualnym							
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
stopa wolna od ryzyka	6,18%	31,1	33,4	36,0	39,1	42,9	47,6	53,6	61,6
	6,21%	31,0	33,2	35,8	38,9	42,6	47,3	53,3	61,2
	6,24%	30,8	33,0	35,6	38,6	42,4	47,0	52,9	60,7
	6,27%	30,7	32,8	35,4	38,4	42,1	46,7	52,6	60,3
	6,30%	30,5	32,6	35,2	38,2	41,9	46,4	52,2	59,8
	6,33%	30,3	30,0	35,0	38,0	41,6	46,1	51,9	59,4
	6,36%	30,2	32,3	34,8	37,8	41,4	45,8	51,5	59,0

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost/spadek w okresie rezydualnym							
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	2,0%	51,7	56,4	62,1	69,5	79,2	92,5	112,2	143,8
	3,0%	43,4	47,0	51,3	56,6	63,4	72,4	84,8	102,9
	4,0%	36,5	39,2	42,5	46,5	51,5	57,8	66,1	77,6
	5,0%	30,7	32,8	35,4	38,4	42,1	46,7	52,6	60,3
	6,0%	25,7	27,4	29,4	31,8	35,0	38,4	42,7	48,2
	7,0%	21,7	23,1	24,7	26,6	28,8	31,5	34,7	38,7
	8,0%	17,9	19,1	20,4	21,9	23,7	25,7	28,2	31,2

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2009-2011 do wybranych spółek zagranicznych, które są zbliżone profilem działalności. Analizę oparto na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT (wskaźnikom przypisaliśmy wagę 33%). W odniesieniu do lat wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy również równą wagę 33%.

W odniesieniu do wskaźnika P/E na rok 2009 Indykpol jest notowany z 38% dyskontem, które w kolejnych dwóch latach dla drobiarskiej spółki wyniesie odpowiednio 53% i 48%. Dla wskaźnika EV/EBITDA w 2009 roku Indykpol notowany jest z dyskontem, które wynosi 31%. Wskaźnik EV/EBIT wskazując na istnienie 21% dyskonta w 2009 roku, które w latach 2010-11 wynosi odpowiednio 16% i 20%.

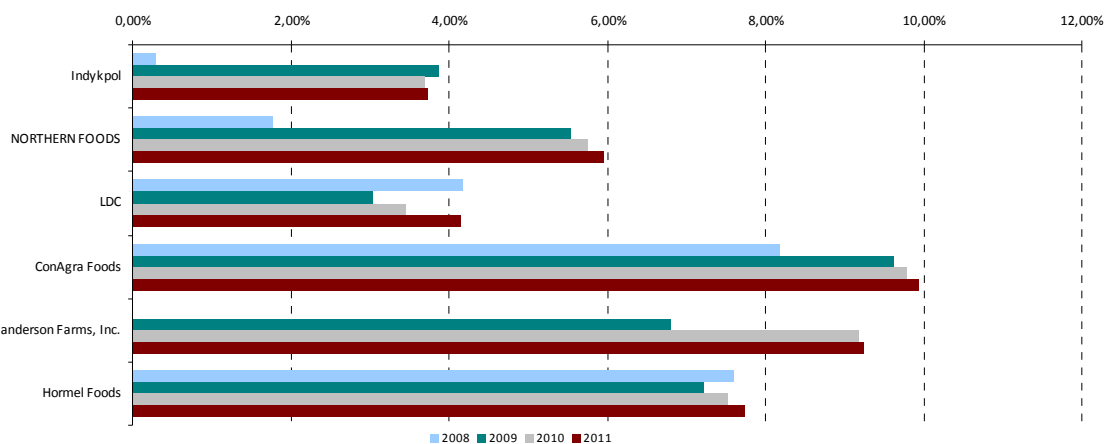
Ostatecznie porównując wyniki spółki ze wskaźnikami wybranych spółek, uwzględniając 20% dyskonto z uwagi na skalę działania jak i pozycję konkurencyjną spółek wyceniliśmy 1 akcję na 46,3 PLN, czyli ok. 32,3% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
NORTHERN FOODS	11,2	9,4	8,8	4,9	4,5	4,1	8,5	7,6	6,8
LDC	12,9	10,8	8,8	4,6	3,7	3,3	8,8	6,8	5,5
Conagra Foods	12,4	11,3	11,1	7,1	6,6	6,0	8,9	8,2	7,5
Sanderson Farms, Inc.	13,7	9,3	8,6	6,3	4,8	4,6	8,9	6,3	5,8
Hormel Foods	15,0	13,6	12,3	7,2	6,4	5,9	9,2	8,1	7,4
Mediana	12,9	10,8	8,8	6,3	4,8	4,6	8,9	7,6	6,8
INDYKPOL	8,0	5,0	4,6	4,3	3,9	3,4	7,0	6,4	5,4
Premia / dyskonto	-38%	-53%	-48%	-31%	-19%	-26%	-21%	-16%	-20%
Wycena wg wskaźnika	56,6	75,1	67,6	66,7	50,4	55,7	54,2	48,1	49,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		66,5			57,0			50,2	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Dyskonto	-20%								
Wycena 1 akcji [PLN]	46,3								

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYNIKI FINANSOWE

W 1Q'09 przychody GK Indykpol wyniosły 186,7mln PLN (+1,5% r/r). Na działalności operacyjnej Grupa wypracowała dziesięciokrotnie wyższy zysk w kwocie 7,2 mln PLN, jednakże w wyniku znaczącego wzrostu kosztów finansowych (w 1Q'09 wyniosły one 14,5 mln PLN) poniosła stratę brutto w wysokości ok. 7,0 mln PLN. W tym okresie spółka zanotowała 6,2 mln PLN straty na rozliczonych transakcjach pochodnych oraz ujemną wycenę otwartych pozycji, która sięgnęła 6,9 mln PLN. Jednocześnie Zarząd spółki uspokaja, iż w dłuższej perspektywie straty te zostaną zrównoważone zwiększonymi przychodami z eksportu (na rynek UE trafia 20-25% sprzedaży spółki). Strata netto wyniosła 5,8 mln PLN w porównaniu do 0,3 mln PLN zysku netto zanotowanego w analogicznym okresie rok wcześniej.

W 2008 roku Grupa Indykpol zanotowała 765,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży co stanowił wzrost rzędu 5,5% r/r. W wyniku znaczących kosztów finansowych, które w 2008 roku wyniosły 37,7mln PLN spółka odnotowała stratę netto w wysokości 29,0 mln PLN przypisaną akcjonariuszom jednostki dominującej wobec 23,6 mln PLN zysku rok wcześniej. Zysk z działalności operacyjnej na poziomie grupy wyniósł 2,3 mln PLN wobec 27,3 mln PLN zysku rok wcześniej.

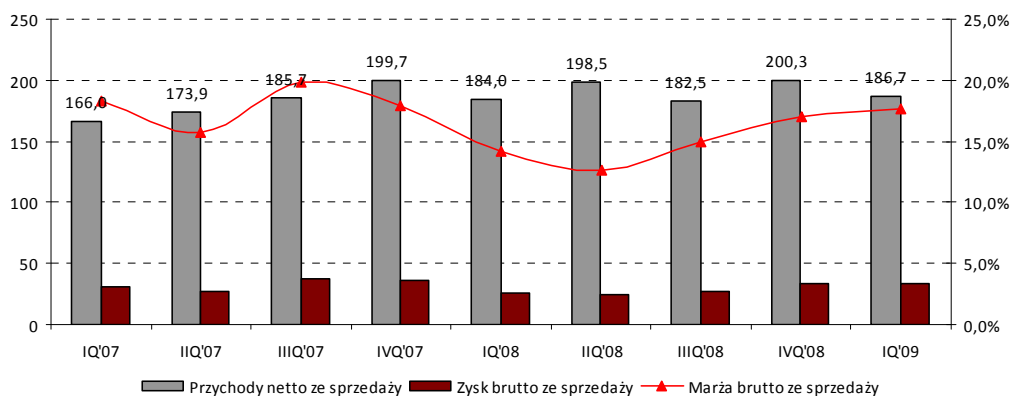
Wpływ na słabe wyniki drobiarskiej spółki w minionym roku miały przede wszystkim dekoniunktura na rynku oraz straty wygenerowane na transakcjach pochodnych. Przedstawiciele olsztyńskiej firmy zapewniają jednak, że podjęte w minionym roku działania restrukturyzacyjne będą widoczne w tegorocznych wynikach operacyjnych. Spodziewamy się, że zysk operacyjny w całym 2009 r. powinien kształtować się w granicach 29-30 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane spółki INDYKPOL [mln PLN]

	1Q'08	1Q'09	r/r	2007	2008	r/r
Przychody	184,0	186,7	1,5%	725,7	765,4	5,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,0	33,1	27,2%	130,2	109,3	-16,1%
EBITDA	5,0	11,7	131,2%	44,5	19,9	-55,2%
EBIT	0,7	7,2	906,7%	27,3	2,3	-91,7%
Zysk (strata) brutto	0,8	-7,0		28,4	-34,6	
Zysk (strata) netto	0,3	-5,8		23,6	-29,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,1%	17,7%		17,9%	14,3%	
Marża EBITDA	2,7%	6,2%		6,1%	2,6%	
Marża EBIT	0,4%	3,8%		3,8%	0,3%	
Marża zysku netto	0,1%	-3,1%		3,3%	-3,8%	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki spółki w ujęciu kwartalnym



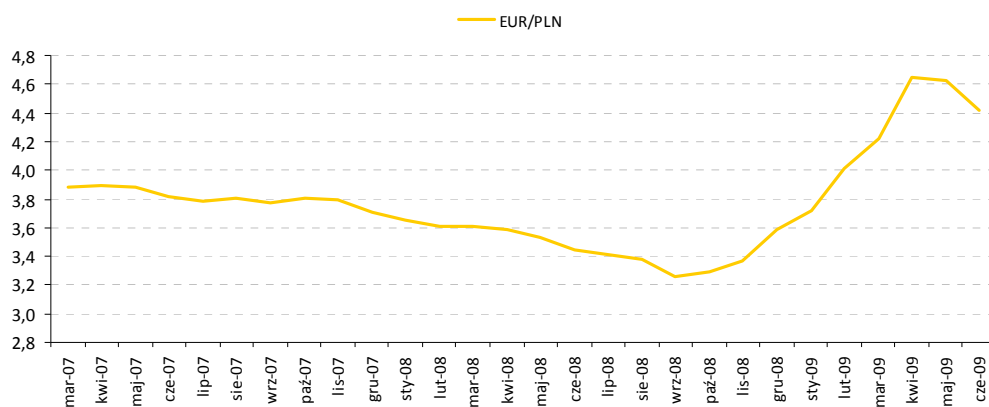
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wzrastający w 4Q'08 kurs walut w stosunku do PLN przyczynił się do znacznej poprawy rentowności sprzedaży spółki, która ok. 20-25% swoich wyrobów kieruje na rynek zagraniczny. Poczynione prace modernizacyjne oraz zmiana struktury produktowej powinny przyczynić się do wzrostu rentowności z działalności operacyjnej. Pozytywnie oceniamy skupienie się na bardziej dochodowej produkcji przetwórczej, która wraz ze znacznym udziałem rynkowym spółki w produkcji i uboju indyka zapewni spółce wzmocnienie pozycji lidera. Uważamy jednak, że proces wzrostu marży brutto z tego tytułu będzie odbywał się stopniowo.

Wyniki z działalności operacyjnej Indykpolu w 4Q'08 oraz 1Q'09 pokazały, iż spółka jest w stanie wygenerować większą marżę EBIT. Szczególnie pozytywne wyniki zaprezentowała w 1Q'09, kiedy to marża w ujęciu r/r była o ponad 3,5 pkt. procentowego wyższa. Jednakże należy zwrócić tutaj uwagę na kurs walut obcych szczególnie EUR, w którym prowadzony jest handel zagraniczny. W 1-3Q'08 obserwowaliśmy umacnianie się polskiej waluty, co negatywnie wpływało na wyniki spółki. W 4Q'08 nastąpiło mocne osłabienie, które sprawiło, iż PLN straciła w samym 4Q'08 ok. 36%, przyczyniając się do wzrostu opłacalności eksportu.

Z kolei na saldzie finansowym w wyniku gwałtownego odwrócenia się tendencji na rynku EUR/PLN spółka poniosła straty, które na koniec 2008 roku obciążą wynik finansowy kwotą 31,2 mln PLN. Powodując, iż na koniec 2008 roku strata netto wyniosła 29 mln PLN. Pozostała część negatywnej wyceny (13 mln PLN) została uwzględniona w kosztach finansowych za 1Q'09. W celu zabezpieczenia się przed zmianami kursu walut Indykpol wykorzystuje opcje oraz kontrakty forward.

Średnie miesięczne kursy EUR/PLN



Źródło: NBP

PROGNOZA WYNIKÓW ZA 2Q'09

Prognoza wyników spółki INDIKPOL [mln PLN]

	2Q'08	2Q'09P	r/r	1H'08	1H'09P	r/r	2008	2009P	r/r
Przychody	198,5	193,1	-2,7%	382,5	379,8	-0,7%	765,4	767,9	0,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	25,1	34,0	35,6%	51,1	67,1	31,3%	109,3	136,8	25,2%
EBITDA	0,9	12,8	1294,6%	6,0	24,5	310,7%	19,9	48,0	140,6%
EBIT	-3,5	8,4		-2,7	15,6		2,3	29,8	1214,4%
Zysk (strata) brutto	0,9	9,8	957,4%	1,8	2,8	58,1%	-34,6	17,1	
Zysk (strata) netto	0,9	7,9	818,1%	1,1	2,2	92,1%	-29,0	13,8	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,6%	17,6%		13,4%	17,7%		14,3%	17,8%	
Marża EBITDA	0,5%	6,6%		1,6%	6,4%		2,6%	6,3%	
Marża EBIT	-1,7%	4,3%		-0,7%	4,1%		0,3%	3,9%	
Marża zysku netto	0,4%	4,1%		0,3%	0,6%		-3,8%	1,8%	

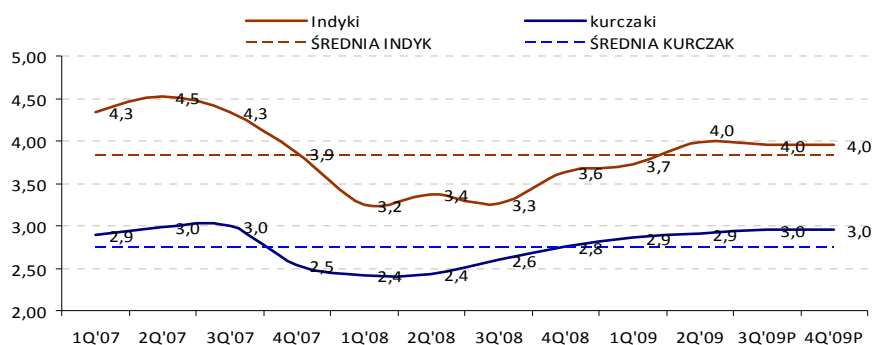
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.,

Spodziewamy się, że w 1H'09 drobiarska spółka zanotuje nieznaczny spadek przychodów ze sprzedaży do 379,8 mln PLN (-0,7% r/r). Zakończona restrukturyzacja oraz dywersyfikacja działalności na mięso i przetwory spowoduje wzrost marży brutto ze sprzedaży o 4,3 punkty procentowe do 17,7%. Spodziewamy się, że koszty sprzedaży nieznacznie wzrosły w 2Q'09 wraz ze wzrostem cen mięsa drobiowego oraz wydatkami marketingowymi na nowe produkty, jednakże przy spadku przychodów spółka wygenerowała w tym okresie marżę rzędu 17,6% w porównaniu do 17,7% w 1Q'09. Szacujemy, że wspomniany wzrost kosztów sprzedaży, który wraz z dodatnim saldem na działalności operacyjnej pozwolą spółce w 2Q'09 na osiągnięcie 8,4 mln PLN zysku EBIT. Narastająco w 1H'09 rentowność operacyjna wyniesie 15,6 mln PLN. Z naszych szacunków wynika, iż w 1H'09 saldo na działalności finansowej wyniesie -12,8 mln PLN, przez co możliwe będzie zniwelowanie straty z 1Q'09 i pozwoli osiągnięcie zysku netto w wysokości 2,2 mln PLN.

Szacujemy, że w 2Q'09 relacja cen drobiu do paszy wyniosła dla indyków oraz kurczaków odpowiednio 4,0x i 2,9x. Zakładamy, iż do końca 2009 roku ceny pasz nieznacznie spadną co głównie wynikać będzie ze spadku surowców używanych do ich produkcji. Rekordowo wysokie ceny żywca drobiowego powinny spowodować, iż do końca 2009 produkcja będzie rentowna. Przyjmuje się, że stosunek cen skupu indyka do cen paszy na poziomie 3,7-3,8x wyznacza punkt rentowności tuczu indyków. Z naszych obliczeń wynika, że stosunek dla kurczaków wynosi 2,7x. W 2009 roku średnioroczny wskaźnik dla indyków oraz kurczaków na poziomie odpowiednio 3,9x i 2,9x będzie świadczył o zachowaniu rentowności tuczu.

Symptodem wskazującym na utrzymanie dodatniej rentowności będzie fakt gwałtownego spadku wstawień do tuczu piskląt indyckich (ok.-20% r/r), wywołanego ptasią grypą oraz pogorszeniem się opłacalności eksportu pod koniec 2008 roku, co m.in. spowodowało dynamiczny wzrost cen żywca indyckiego w ostatnich miesiącach br. Dodatkowym czynnikiem będzie kształtowanie się cen mieszanek paszowych, które od grudnia podrożały o 16-20% i aktualnie znajdują się na maksymalnych poziomach. Więcej o mieszanekach paszowych znajduje się w zakładce Rynek i konkurencja.

Kwartalna relacja cen skupu żywca do paszy



Źródło: Biuletyn Miesięczny MRiRW, P - prognoza Beskidzki Dom Maklerski S.A

OPIS FIRMY

Indykpol jest największym krajowym producentem mięsa indyczego oraz jego przetworów. Oprócz mięsa indyczego spółka sezonowo produkuje również mięso z gęsi, które prawie w całości trafia na eksport, głównie do Niemiec. Grupa Indykpol posiada zakłady produkcyjne zlokalizowane w Olsztynie, Lublinie oraz Świebodzinie. Filia Indykpolu w Lublinie zajmuje się produkcją wyrobów kurczących.

W roku 2008 fermy, których właścicielem jest Indykpol dostarczyły 20% surowca przetworzonego przez spółkę, co jednocześnie umożliwia kontrolę jego jakości oraz gwarantuje wysoką jakość produkowanych wyrobów. Spółka dysponuje własnymi obiektami produkcyjnymi o powierzchni 130 tys. mkw. Ponadto wchodzący w skład firmy Ośrodek Hodowli Indyków we Frednowy dysponuje obiektami hodowlanymi o powierzchni 45 tys. mkw. Na rynku krajowym Indykpol dostarcza produkty przez różne kanały dystrybucji – zarówno przez Nowoczesne Kanały Dystrybucji (obecność we wszystkich sieciach), jak i przez hurtownie i sklepy działające na rynku tradycyjnym (4 tys. klientów). Dystrybucja krajowa prowadzona jest z wykorzystaniem 15 Regionalnych Centrów Dystrybucji. Istotnym elementem sprzedaży jest eksport. Na rynki UE Indykpol wysyła głównie mięso jako surowiec do przetwórstwa tj. szlachetne produkty z indyków oraz gęsi. Na rynki wschodnie są wysyłane mięsa i przetwory z indyka i kurczaka. W bieżącym roku spółka zamierza zwiększyć eksport oraz udział w rynku krajowym, co wraz z wysokim kursem EUR spowoduje wzrost rentowności. W minionym roku Grupa Kapitałowa Indykpolu zrealizowała kilka projektów inwestycyjnych, związanych głównie z restrukturyzacją zakładów produkcyjnych. Na nowe technologie i nowoczesne urządzenia produkcyjne przeznaczyła 26 mln PLN, na inwestycje kapitałowe ponad 4 mln PLN. Według szacunków udział Indykpolu w krajowym rynku uboju żywca indyczego wynosi około 20%.

Filarem Grupy jest spółka Indykpol z Olsztyna, która jako inwestor strategiczny posiada znaczne pakiety akcji w pozostałych spółkach. Indykpol integruje i koordynuje współpracę między poszczególnymi spółkami oraz zakładami wchodzącymi w skład Grupy. Zakład w Olsztynie specjalizuje się w produkcji mięsa i przetworów indycznych. W 2008 roku Spółka kontynuowała proces jego modernizacji w celu zwiększenia zdolności ubojowej i przetwórczej oraz podwyższenia standardów sanitarno-higienicznych. Na realizację tych inwestycji przeznaczyła 15 mln PLN. Inwestycje umożliwiły zwiększenie wolumenu produkcji przetwórczej o 11%, a wydajność pracy wzrosła średnio o 10%.

Lubuskie Zakłady Drobiarskie „Eldrob” S.A. Świebodzin

Uwzględniając dekoniunkturę w branży drobiarskiej i długoterminowe trendy rynkowe LZD Eldrob przeprowadził w minionym roku gruntowną restrukturyzację. Pod koniec 2008 roku czasowo zaprzestał produkcji ubojowej i skoncentrował się na bardziej rentownej produkcji przetwórczej. Proces restrukturyzacji został połączony z redukcją zatrudnienia o 170 osób. W 2009 roku działania restrukturyzacyjne powinny przynieść oczekiwane rezultaty, tj. poprawę efektywności i wyników ekonomicznych. Od czerwca ubiegłego roku LZD Eldrob jest głównym producentem wędlin poduszanych, oferowanych pod marką Indykpol. Specjalnie pod produkcję tej grupy wyrobów został uruchomiony nowy wydział produkcyjny oraz zakupione nowe maszyny i linie technologiczne. Od grudnia 2008 roku zakład w Świebodzinie realizuje tylko produkcję przetwórczą, zgodnie z zamówieniami handlowymi spółki dominującej. W 2008 roku Indykpol nabył 7420 akcji zwiększając swój udział w kapitale do 97,97%.

Filia Indykpolu w Lublinie.

Zakład od wielu lat specjalizuje się w produkcji tuszek i elementów z kurcząt i poszerza ofertę handlową Spółki o produkty kurczące. Sezonowo w drugiej połowie roku prowadzi ubój gęsi. Tuszki i elementy kurczące trafiają na rynek krajowy, zaś tuszki i elementy gęsie sprzedawane są głównie na rynek niemiecki. Dążąc do poprawy efektywności zakładu w 2008 roku zaniechano produkcji przetworów kurczących oraz zmniejszono udział tuszek dzielonych na elementy. Filia zmniejszyła też zatrudnienie o 67 osób. Proces restrukturyzacji został połączony z modernizacją zakładu ubojowego. Na początku ubiegłego roku został uruchomiony nowy tunel powietrznego schładzania tuszek kurczących, gwarantujący jeszcze lepszą jakość produkowanego mięsa. W 2008 roku przeprowadzono generalną modernizację wydziału uboju i patroszenia kurcząt, który został wyposażony w najnowocześniejsze maszyny i rozwiązania technologiczne. Poniesione nakłady inwestycyjne o wartości ponad 5 mln PLN poprawiły jakość oferowanego mięsa oraz zwiększyły zdolność produkcyjną zakładu w Lublinie o ponad 30%. Zgodnie z założeniami restrukturyzacja umożliwiła zwiększenie wydajności pracy oraz produktywności maszyn i urządzeń. W roku 2008 Filia zwiększyła ubój kurcząt o 12%. W roku 2009 Filia będzie nadal zwiększać skalę produkcji kurczącej, ponadto planuje przejąć sezonową produkcję gęsi z zakładu w Olsztynie. Podobnie jak w latach poprzednich zarówno produkcja kurcząca jak i produkcja gęsi będzie realizowana w oparciu o współpracę z niezależnymi hodowcami drobiu.

Ośrodek Hodowli Indyków Frednowy

Należący do Indykpolu Ośrodek jest jednym z największych w kraju producentów towarowych piskląt indyckich prowadzącym wylęgi w oparciu o jaja pochodzące z własnych stad rodzicielskich. Posiada własną bazę fermową, składającą się z 6 przestrzennie izolowanych kompleksów fermowych, w których prowadzi odchów piskląt rodzicielskich oraz 6 sektorów stad dorosłych. Spółka produkuje rocznie około 5 mln sztuk piskląt, które są chętnie nabywane przez hodowców.

AKCJONARIAT

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
Rolmex S.A.*	1 958 009	62,7%	5 531 509	82,6%
Pozostali	1 166 491	37,3%	1 166 491	17,4%
Razem	3 124 500		6 698 000	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka *wraz z podmiotami zależnymi

Rolmex jest większościowym właścicielem Spółki Akcyjnej Indykpol i koncentruje swoją działalność inwestycyjną głównie na branży drobiarskiej. Rolmex specjalizuje się w zakresie obrotu towarowego (głównie mięsa indyckie i gęsie, a w mniejszym stopniu kurczące) realizując transakcje w handlu międzynarodowym. W tym zakresie utrzymywane są stosunki handlowe z klientami między innymi z krajów Unii Europejskiej, Szwajcarii oraz Chin.

Ponadto w skład Grupy Kapitałowej Rolmex wchodzi: F.S. Development Sp. z o.o., działająca na rynku nieruchomości oraz Warmińsko - Mazurski Handel Międzynarodowy Sp. z o.o., prowadząca uprawy rolne oraz działalność usługową w tej dziedzinie.

STRATEGIA

Uwzględniając długotrwałą niską rentowność sprzedaży mięs Indykpol postanowił ograniczyć sprzedaż tego asortymentu i skoncentrować się na rozwijaniu produkcji przetwórczej, charakteryzującej się większą i bardziej stabilną marżą. W tym celu spółka przeprowadziła restrukturyzację w zakładzie w Lublinie oraz w spółce zależnej LZD Eldrob. Wdrożenie programu oznaczało jednak zmniejszenie zatrudnienia o około 200 stanowisk pracy.

Na 2009 rok Zarząd zapowiada ostrożniejsze nakłady inwestycyjne i skupienie się na „najpotrzebniejszych” projektach. Tegoroczny budżet przewidywał wydatki rzędu 10-16 mln PLN (w 2008 r. było to około 27 mln PLN), jednakże nie uwzględniał on m.in. budowy mieszalni pasz oraz rozpoczęcia inwestycji w Tatarstanie (Federacja Rosyjska), którego przedmiotem działalności miała być produkcja pasz, piskląt, chów i ubój indyków oraz produkcja wyrobów drobiowych. Szacujemy, iż w związku z sytuacją gospodarczo-finansową w Rosji i na Ukrainie, spółka wstrzyma się z realizacją projektów w tych krajach. Szacowana wartość projektu w Rosji wynosi 25 mln EUR, czyli około 110 mln PLN. Aktualnie główny nacisk zostanie położony na inwestycje rozwojowe, które umożliwią wprowadzenie na rynek nowych produktów jak i zwiększenie produkcji wyrobów już na nim funkcjonujących.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Poniżej wyodrębniliśmy możliwe czynniki ryzyka inwestycji w akcje Indykpolu:

- ryzyko związane z cenami surowców produkcyjnych (pasze, indyk)
- ryzyko kredytowe związane ze stopami procentowymi
- ryzyko walutowe związane z rozliczaniem transakcji z eksportu i ich zabezpieczeniem
- ryzyko utraty płynności

Według naszych szacunków w 2009 roku zobowiązania oprocentowane spadną z 111,3 mln PLN na koniec 2008 roku do 100,8 mln PLN tym samym wskaźnik Dług/EBITDA powinien się zmniejszyć do 2,1x.

Zgodnie z naszymi wyliczeniami w 2009 roku ujemny cash flow z tytułu rozliczenia opcji wyniesie ok. 31 mln PLN. Spółka raportowała, że jest stroną jednej umowy opcji na kurs EUR/PLN o wartości nominalnej opcji call 2 mln EUR i opcji put 1 mln EUR, zawartej w połowie sierpnia 2008 roku z bankiem PEKAO. Termin rozliczenia umowy przypada na lipiec 2009 roku. Spółka zabezpieczyła otwarte pozycje transakcji walutowych transakcjami przeciwnymi. Środki na spłatę tych zobowiązań będą pochodziły z posiadanej gotówki, wypracowanych wyników operacyjnych oraz linii kredytowej.

PROGNOZA WYNIKÓW

pozytywnie oceniamy decyzję o restrukturyzacji zakładów produkcyjnych, która umożliwi spółce skupienie się na bardziej rentownej produkcji przetwórczej. Wobec czego oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach Indykpol utrzyma wysoką marżę brutto ze sprzedaży, którą na koniec 2009 roku szacujemy na 17,8%. Zwracamy również uwagę na możliwość zwiększenia wpływów z działalności eksportowej wywołanych wysokim kursem EUR/PLN.

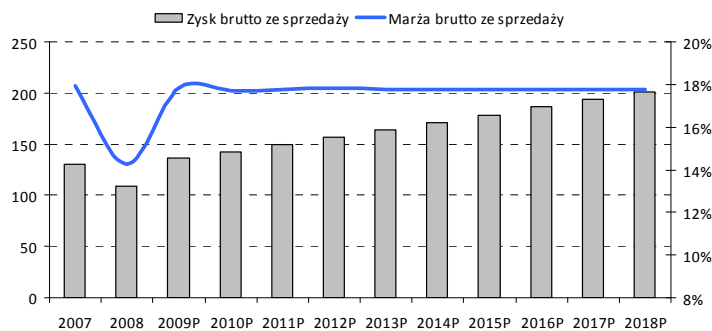
Według naszych szacunków najbliższe kwartały wraz ze zmianą funkcjonowania pomogą spółce w osiągnięciu dobrych wyników. Spodziewamy się, iż na koniec 2009 roku spółka osiągnie 29,8 mln PLN zysku EBIT, co przy nieznacznym wzroście przychodów (ok. 0,3% r/r) pozwoli jej wygenerować marżę operacyjną na poziomie 3,9%, która w kolejnych latach powinna utrzymać się na poziomie 3,7-3,8%. Spodziewamy się, że CF z działalności operacyjnej od 2009 będzie dodatni, co pozwoli spółce na finansowanie z bieżącej działalności i ograniczy zapotrzebowanie na kapitał obcy, zmniejszając tym samym ryzyko utraty płynności. Jednakże przypominamy, iż w naszych prognozach nie uwzględniamy inwestycji w Federacji Rosyjskiej, której koszt szacuje się na 25 mln EUR (110 mln PLN) oraz mieszalni pasz (ok. 40 mln PLN).

Spodziewamy się, iż kurs EUR/PLN przyczyni się do wzrostu przychodów z eksportu, które w 2009 roku szacujemy na 192,0 mln PLN (przy średnim kursie EUR=4,4). Wpływy z eksportu stanowiąc będą 25% udziału w skonsolidowanych przychodach, a w kolejnych latach spodziewamy się wzrostu do 28%. W dalszym ciągu głównymi rynkami pozostaną Niemcy, do których kierowane będzie ok. 45%-50% sprzedaży eksportowej.

Prognoza wyników [mln PLN]

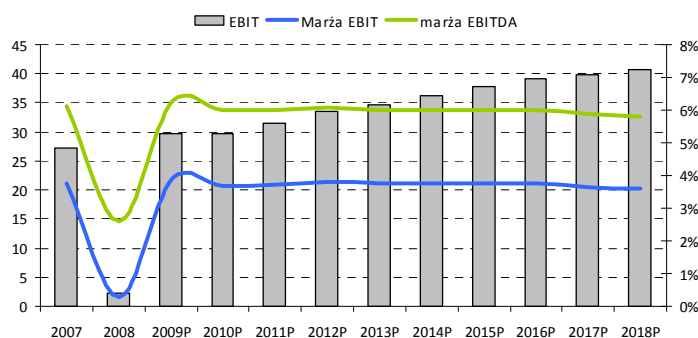
	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży:	765,4	767,9	804,9	842,9	882,5	922,8	963,9	1 005,6	1 047,1	1 088,5	1 130,3
Produkty	507,9	626,1	650,5	680,5	710,3	741,7	774,3	808,0	842,3	875,9	910,1
Towary	257,5	141,7	154,4	162,4	172,1	181,1	189,6	197,6	204,8	212,6	220,2
udział	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkty	66,4%	81,5%	80,8%	80,7%	80,5%	80,4%	80,3%	80,3%	80,4%	80,5%	80,5%
Towary	33,6%	18,5%	19,2%	19,3%	19,5%	19,6%	19,7%	19,7%	19,6%	19,5%	19,5%
zmiana r/r		0,3%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
Produkty		23,3%	3,9%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,0%	3,9%
Towary		-45,0%	8,9%	5,2%	6,0%	5,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,8%	3,6%
COGS											
Produkty	426,4	504,7	524,7	548,1	571,1	597,2	623,4	650,2	677,5	704,4	731,6
% przychodów	83,9%	80,6%	80,6%	80,6%	80,4%	80,5%	80,5%	80,5%	80,4%	80,4%	80,4%
Towary	229,7	126,3	137,6	145,2	154,2	161,7	169,2	176,7	183,6	190,7	197,8
% przychodów	89,2%	89,1%	89,1%	89,4%	89,6%	89,3%	89,2%	89,4%	89,7%	89,7%	89,8%
Razem	656,1	631,0	662,2	693,3	725,4	758,9	792,6	826,9	861,1	895,1	929,4
% przychodów	85,7%	82,2%	82,3%	82,3%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
Marża											
Produkty	16,1%	19,4%	19,4%	19,4%	19,6%	19,5%	19,5%	19,5%	19,6%	19,6%	19,6%
Towary	10,8%	10,9%	10,9%	10,6%	10,4%	10,7%	10,8%	10,6%	10,3%	10,3%	10,2%
Razem	14,3%	17,8%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka,

Zysk brutto ze sprzedaży [mln PLN] oraz marża brutto ze sprzedaży


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

Wzrost sprzedaży przetworzonych produktów oraz zakończona restrukturyzacja w zakładach produkcyjnych spowoduje wzrost rentowności operacyjnej, którą na koniec 2009 szacujemy na 3,9% w porównaniu do 0,3% i 3,8% osiągniętych odpowiednio w latach 2008 i 2007. W kolejnych okresach spodziewamy się utrzymanie marży EBIT na poziomie 3,7-3,8% do 2012 roku.

Zysk operacyjny [mln PLN] oraz marża EBIT i EBITDA


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

PROGNOZA PRZYCHODÓW

Szacujemy, że w 2009 roku przychody Indykpol zwiększą się jedynie o 0,3% r/r, za co odpowiadać będzie głównie zmiana procesów produkcyjnych. W kolejnych latach wraz ze wzrostem wolumenów produkcji, o 4-5% zwiększy się wzrost przychodów. Po przebytej modernizacji (LZD Eldrob) struktura przychodów w podziale na produkty i towary ulegnie znaczącej zmianie. Wiązało się to będzie ze zmianą klasyfikacji niektórych towarów, które zaliczane będą jako wyroby i produkty. Od roku 2009 produkty odpowiadać będą za ok. 80-81% przychodów ze sprzedaży i przez cały okres naszej prognozy pozostaną na stabilnym poziomie. W 2009 roku udział produktów szacujemy na 81,5%.

Podobnie w kolejnych latach naszej prognozy na stałym poziomie ok. 88% szacujemy udział mięs i wędlin. Spodziewamy się, że zmianie ulegnie natomiast struktura sprzedaży, w kierunku produktów o wyższej wartości dodanej i wyższych marżach. Prognozujemy wzrost wartości przetworów w strukturze sprzedaży Indykpolu do 40% w roku 2012 z 35,5% na koniec 2008 roku. Docelowo zakładamy, iż udział przetworów wynosił będzie 45,8% na koniec naszej prognozy.

W szacunkach na najbliższy okres, prognozujemy jednocyfrowe wzrosty przychodów. Jednakże zmiana sposobu rozliczania wpłynie na spadek wartości przychodów ze sprzedaży towarów, które w roku 2009 odnotują spadek o 45% i na koniec powinny osiągnąć wartość 141,7 mln PLN co odpowiadać będzie 18,5% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży.

Projekcja przychodów na lata 2009-2018 [mln PLN]

	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	765,4	767,9	804,9	842,9	882,5	922,8	963,9	1 005,6	1 047,1	1 088,5	1 130,3
Przychody ze sprzedaży produktów:	507,9	626,1	650,5	680,5	710,3	741,7	774,3	808,0	842,3	875,9	910,1
mięsa i wędlin	433,0	551,7	572,8	598,3	624,4	651,9	680,5	710,2	740,6	770,1	800,2
piskląt i jaj	48,6	48,8	50,9	54,5	56,8	59,1	62,0	64,6	67,3	70,0	72,6
Żywca	10,7	10,7	11,0	11,3	11,9	12,6	13,0	13,6	14,2	14,8	15,3
pierzsa	2,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1
usług	13,3	13,4	14,2	14,7	15,4	16,2	16,9	17,6	18,3	19,1	19,8
Przychody z towarów i materiałów	257,5	141,7	154,4	162,4	172,1	181,1	189,6	197,6	204,8	212,6	220,2
sprzedaż towarów	221,5	120,9	126,6	132,3	138,3	144,6	151,1	158,0	165,1	172,6	180,4
inne	36,0	20,8	27,8	30,1	33,8	36,6	38,5	39,7	39,7	40,1	39,8
udział	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży produktów:	66,4%	81,5%	80,8%	80,7%	80,5%	80,4%	80,3%	80,3%	80,4%	80,5%	80,5%
mięsa i wędlin	85,2%	88,1%	88,0%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%
piskląt i jaj	9,6%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Żywca	2,1%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
pierzsa	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
usług	2,6%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Przychody z towarów i materiałów	33,6%	18,5%	19,2%	19,3%	19,5%	19,6%	19,7%	19,7%	19,6%	19,5%	19,5%
sprzedaż towarów	86,0%	85,3%	82,0%	81,5%	80,4%	79,8%	79,7%	79,9%	80,6%	81,2%	81,9%
inne	14,0%	14,7%	18,0%	18,5%	19,6%	20,2%	20,3%	20,1%	19,4%	18,8%	18,1%
zmiana r/r	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	5,5%	0,3%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
Przychody ze sprzedaży produktów:	4,8%	23,3%	3,9%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,0%	3,9%
mięsa i wędlin	4,8%	27,4%	3,8%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,0%	3,9%
piskląt i jaj	15,0%	0,4%	4,4%	7,0%	4,3%	4,1%	4,9%	4,2%	4,1%	4,0%	3,8%
Żywca	-15,2%	0,4%	3,0%	2,5%	5,5%	5,8%	3,4%	4,7%	4,3%	3,8%	3,9%
pierzsa	-31,8%	-32,1%	4,7%	3,0%	3,0%	3,0%	1,6%	0,8%	2,4%	3,2%	5,0%
usług	1,3%	0,4%	5,9%	4,1%	4,8%	4,8%	4,3%	4,4%	4,1%	3,9%	3,9%
Przychody z towarów i materiałów	6,8%	-45,0%	8,9%	5,2%	6,0%	5,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,8%	3,6%
sprzedaż towarów	2,9%	-45,4%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
inne	38,7%	-42,3%	33,7%	8,3%	12,4%	8,1%	5,2%	3,1%	0,1%	0,9%	-0,5%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

PROGNOZA KOSZTÓW

Głównym składnikiem kosztów sprzedaży w 2008 roku podobnie jak rok wcześniej było zużycie materiałów i energii (ok. 70%), na które w 2008 roku spółka wydała 528,4 mln PLN. Znaczącą pozycję kosztową w zużyciu materiałów i energii (ok. 64%) stanowił żywiec drobiowy oraz wydatki na paszę (ok. 15%). Pozostałe pozycje nie przekraczają 10%.

Kształtowanie się cen paszy ma duży wpływ na późniejszą skupu cenę żywca drobiowego. Według naszych szacunków współczynnik korelacji wynosi 0,8. W naszych prognozach uwzględniliśmy nieznaczny spadek cen pasz (-1,6%) w 2009 do 1220,4 PLN/tonę względem roku poprzedniego, co podyktowane będzie dobrymi zbiorami w sezonie 2008/09 i wraz z ograniczeniem popytu (spadek pogłowia trzody chlewnej) przyczyniło się do obniżenia ceny zbóż na krajowym rynku. Ceny zbóż są średnio 30-35% niższe w porównaniu z sezonem poprzednim. Obniżka wiąże się również ze spadkiem cen na europejskich i światowych rynkach. Do końca naszej szczegółowej prognozy oczekujemy wzrostu cen pasz spowodowanych prognozowanym wzrostem głównych surowców paszowych w kolejnych latach. Szacujemy, że średnia roczna cena skupu żywca indyjskiego w 2009 roku wyniesie 5,0 PLN/kg i w roku następnym wzrośnie do 5,2 PLN/kg. Dla ułatwienia w prognozach przyjęliśmy, że cena ta w latach kolejnych będzie stała. Szacujemy, że w latach 2009-10 średnia relacja ceny do paszy wyniesie odpowiednio 4,09x i 4,16x w porównaniu do 3,3x w 2008 roku.

Znaczącą pozycją w kosztach rodzajowych z udziałem 15% są usługi obce, za które w 2008 roku spółka zapłaciła 112,3 mln PLN. W kolejnych latach, wraz ze stopniowym wzrostem sprzedaży eksportowej, spodziewamy się wzrostu tej pozycji, jednakże jej udział pozostanie na stałym stabilnym poziomie ok. 15%. Kolejną istotną pozycją są wynagrodzenia wraz ze świadczeniami na rzecz pracowników, które odpowiadają za 11% kosztów rodzajowych.

Projekcja kosztów na lata 2009-2018 [mln PLN]

Koszty	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Amortyzacja	17,7	18,2	18,6	19,3	20,1	21,0	21,8	22,7	23,4	24,1	24,7
Zużycie materiałów i energii	528,4	538,7	560,2	589,0	615,4	644,2	672,5	701,8	730,7	759,6	788,7
Usługi obce	112,3	112,7	118,1	123,7	129,5	135,4	141,5	147,6	153,7	159,7	165,9
Podatki i opłaty	4,3	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,8	6,0	6,2
Wynagrodzenia	67,7	67,4	70,7	74,2	77,5	81,1	84,7	88,4	92,0	95,7	99,3
Świadczenia na rzecz pracowników	15,9	16,5	17,3	17,9	18,9	19,7	20,6	21,5	22,4	23,3	24,2
Pozostałe koszty	5,5	6,4	6,7	6,7	7,2	7,5	7,8	8,2	8,5	8,8	9,2
RAZEM	751,8	764,1	796,0	835,5	873,5	914,0	954,2	995,6	1 036,5	1 077,2	1 118,3
udział	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Amortyzacja	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Zużycie materiałów i energii	70,3%	70,5%	70,4%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%	70,5%
Usługi obce	14,9%	14,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Podatki i opłaty	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Wynagrodzenia	9,0%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Świadczenia na rzecz pracowników	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Pozostałe koszty	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
zmiana r/r	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Amortyzacja		3,0%	2,0%	3,9%	4,1%	4,4%	4,1%	3,7%	3,3%	2,9%	2,6%
Zużycie materiałów i energii		2,0%	4,0%	5,1%	4,5%	4,7%	4,4%	4,4%	4,1%	4,0%	3,8%
Usługi obce		0,3%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
Podatki i opłaty		-1,7%	4,5%	5,7%	4,2%	4,6%	4,6%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%
Wynagrodzenia		-0,5%	4,8%	5,0%	4,5%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
Świadczenia na rzecz pracowników		4,0%	4,8%	3,5%	5,5%	4,4%	4,3%	4,5%	4,1%	3,9%	3,9%
Pozostałe koszty		15,1%	4,8%	0,2%	7,8%	4,1%	3,8%	5,0%	3,9%	3,9%	4,0%
RAZEM		1,6%	4,2%	5,0%	4,6%	4,6%	4,4%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

RYNEK I KONKURENCJA

Według danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ) w 2008 roku tempo wzrostu produkcji mięsa drobiowego znacząco się obniżyło w relacji rok do roku i wyniosło 4,5% wobec 7,5% w roku 2007. Produkcja w 2008 roku wyniosła 1165 tys. ton. O spadku produkcji przesądziło załamanie się rynku w drugiej połowie roku, wywołanego ptasią grypą oraz pogorszeniem się opłacalności eksportu w tym okresie.

W 2H'08 wolumen eksportu drobiu był o 4,8% mniejszy niż przed rokiem. Wywołało to spadek produkcji mięsa drobiowego o 0,5%. W skali całego 2008 roku eksport wyniósł 281 tys. ton i był o 7,3% większy niż przed rokiem. Import obniżył się o 28,9%. Krajowe zużycie mięsa drobiowego było zbliżone do poziomu z 2007 roku i wyniosło 953 tys. ton. Wskutek mniejszego przyrostu sprzedaży zagranicznej, podaż mięsa drobiowego w handlu detalicznym zwiększyła się o blisko 11%, co przyczyniło się to do wyhamowania wzrostu cen na rynku drobiu pomimo niskiej fazy produkcji wieprzowiny (tzw. świński dotek). W 2H'08 poprawiła się opłacalność produkcji żywca drobiowego. Dotyczyło to szczególnie kurcząt i gęsi. Spadały ceny mieszanek paszowych, rosły ceny skupu. Jedynie na rynku indyków przez większą część 2008 roku panowała dekonunktura. Szacuje się że spowolnienie dynamiki wzrostu produkcji mięsa drobiowego, obserwowane w 2008 roku utrzyma się prawdopodobnie również w roku bieżącym.

Według prognoz IERiGŻ w 2009 roku produkcja żywca drobiowego wzrośnie jedynie o 3%, do poziomu ok. 1200 tys. ton. Eksport może być większy o 11%, co wraz ze spadkiem krajowej waluty przełoży się na wzrost rentowności polskich producentów. Podobnie wzrośnie import. Szacuje się, że dodatnie saldo obrotów handlu zagranicznego wzrośnie prawdopodobnie o 10-11%. Zużycie mięsa drobiowego na rynku wewnętrznym zwiększy się nieznacznie (+1,3%), w tym podaż do sieci handlowej wzrośnie o 2%.

Bilans mięsa drobiowego [tys. ton]

	Produkcja	Import	Podaż	Eksport	Zużycie krajowe	w tym:		
						dostawy do sieci handl.	sprzedaż targowiskowa	samozaopatrzenie
2007	1115	97	1212	262	950	746	154	50
2008	1165	69	1234	281	953	827	76	50
2009P	1200	77	1277	312	965	845	70	50
1H'07	526	43	569	116	453	356	72	25
2H'07	589	54	643	146	497	390	82	25
1H'08	579	30	609	142	467	412	30	25
2H'08	586	39	625	139	486	415	46	25
1H'09P	580	36	616	151	465	410	30	25
2H'09P	620	41	661	161	500	435	40	25
zmiana r/r								
2008	4,5%	-28,9%	1,8%	7,3%	0,3%	10,9%	-50,6%	0,0%
2009P	3,0%	11,6%	3,5%	11,0%	1,3%	2,2%	-7,9%	0,0%
1H'08	10,1%	-30,2%	7,0%	22,4%	3,1%	15,7%	-58,3%	0,0%
2H'08	-0,5%	-27,8%	-2,8%	-4,8%	-2,2%	6,4%	-43,9%	0,0%
1H'09P	0,2%	20,0%	1,1%	6,3%	-0,4%	-0,5%	0,0%	0,0%
2H'09P	5,8%	5,1%	5,8%	15,8%	2,9%	4,8%	-13,0%	0,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., IERiGŻ-PIB, P-Prognoza IERiGŻ-PIB z kwietnia 2009

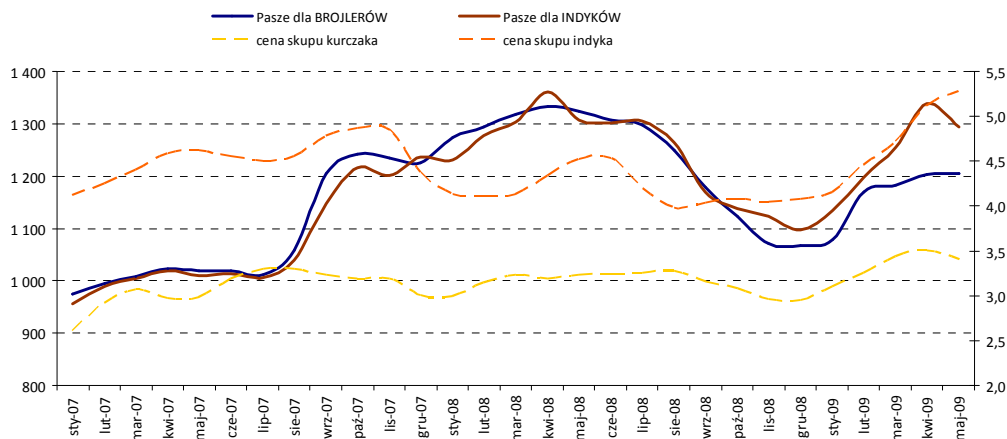
Produkcja żywca drobiowego [w tys. ton]

	2007	r/r	2008	r/r	2009P	r/r
Produkcja żywca	1593	7,5%	1664	4,5%	1715	3,1%
Kurczaki brojlery	1085	11,3%	1130	4,1%	1190	5,3%
Indyki	322	0,6%	341	5,9%	365	7,0%

Źródło: IERiGŻ-PIB na podstawie danych KR D oraz GUS, P-Prognoza IERiGŻ-PIB z kwietnia 2009

Do kwietnia 2008 roku utrzymywały się wysokie ceny mieszanek paszowych dla drobiu systematycznie wzrastając w każdym miesiącu. Od maja do grudnia 2008 roku tendencja cen pasz dla brojlerów oraz indyków odwróciła się. W omawianym okresie ceny obniżyły się o 17,7%. Ceny skupu żywca drobiowego (brojlery) rosły z małymi wahaniami, w okresie od stycznia do sierpnia 2008 roku. Następnie do końca roku miał miejsce stały ich spadek. W sierpniu, w relacji do stycznia, ceny skupu wzrosły o 9%, a w grudniu w relacji do sierpnia obniżyły się o 10%. W efekcie zmienności relacji cen żywiec/pasza w pierwszej połowie 2008 roku opłacalność produkcji żywca drobiowego była niska, natomiast w drugim półroczu poprawiła się o 10-15%. W 1H'09 obserwowaliśmy wzrostową tendencję na rynku pasz co równocześnie wpłynęło na wzrost cen skupu, obniżając tym samym rentowności produkcji przetwórczej. Od stycznia do maja 2009 cena paszy wzrosła średnio o 13% (+11,8% dla brojlerów; +14,1% dla indyków) powodując tym samym wzrost cen skupu indyka o blisko 27% i kurczaka o 9,7%. W podobnym kierunku podążały ceny sprzedaży mięs.

Cena skupu (skala prawa – PLN/kg) oraz cena mieszanek paszowych (skala lewa - PLN/tonę)



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Zintegrowany System Rolniczej Informacji Rynkowej – Biuletyn Miesięczny MRiRW

Według szacunków produkcja drobiarska będzie w Europie przyrastała przez najbliższe 10-15 lat. Tempo wzrostu w skali całej Unii ma wynosić około 1% rocznie. Prognozy wskazują, że w krajach „starej” (UE-15) produkcja drobiu będzie malała. W krajach „nowej” (UE-12) będzie rosła. Jedynym z liderów wśród nowych krajów UE jest Polska. W związku z tym, szacuje się, że żeby nadrobić obniżki produkcji w krajach UE-15, przyrost produkcji drobiu w nowych państwach Unii powinien osiągnąć poziom ok. 10%.

Według szacunków Krajowej Rady Drobiarstwa Polska może stać się wiodącym producentem drobiu na rynku europejskim. W Polsce produkcja drobiu powinna przyrastać w tempie 6-8% rocznie, żeby zaspokoić zarówno rynek krajowy jak i europejski. Pod względem sprzedaży nasz kraj jest na 4-5 miejscu w UE. W zeszłym roku wywieźliśmy ponad 281 tys. ton drobiu. To około jedna czwarta krajowej produkcji.

Polskie mięso obok dobrej jakości, spełniającej wszystkie wysokie standardy, jest relatywnie tanie w porównaniu do innych krajów UE, co z pewnością wpływa to na jego popularność. Również pozytywnym efektem jest osłabienie złotego w relacji do euro i związana z tym rosnąca konkurencyjność cenowa polskiego drobiu na rynku UE. Średnio w 3Q'08 polskie ceny stanowiły 85% przeciętnych cen w Unii Europejskiej, w 4Q'08 proporcja ta kształtowała się na poziomie 74%, a w pierwszych miesiącach 2009 roku, wyniosła ok. 70%, aktualnie po lekkiej korekcie EUR/PLN sięga 77%.

Szacuje się, że w 1Q'09 Unia Europejska sprzedała na rynki krajów trzecich 194,9 tys. ton (+3,6% r/r) żywca, mięsa, podrobów i przetworów drobiu. Zwiększyły się wysyłki mięsa i przetworów z kurcząt oraz gęsi, żywego drobiu i pozostałych produktów drobiowych, obniżył się natomiast eksport mięsa i przetworów z indyków oraz kaczek. Najważniejszymi unijnymi eksporterami produktów drobiowych na rynki trzecie w 1Q'09 okresie były: Francja (66,8 tys. ton; -8% r/r), Holandia (37,2 tys. ton; +7%), Niemcy (23,7 tys. ton; +1%), Belgia (10,7 tys. ton; +14%) oraz Polska (11,1 tys. ton; +42%). W czołówce odbiorców znalazły się Rosja (27,9 tys. ton; -25%), Arabia Saudyjska (21 tys. ton, -11%), Wietnam (16 tys. ton; +68%) oraz Ukraina (15,4 tys. ton; +100%). Import sektora drobiu z krajów trzecich do Wspólnoty wyniósł 192,1 tys. ton – co stanowiło spadek o 4,2% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Głównymi dostawcami drobiu na rynek unijny były Brazylia (135,3 tys. ton; -4%), Tajlandia (42,2 tys. ton; -8%) oraz Chile (8,3 tys. ton; +17%).

Według szacunków IERiGŻ, na podstawie danych GUS przemysłowe firmy drobiarskie wyprodukowały w 2008 roku 1440 tys. ton mięsa drobiowego (+6,4% r/r). Dynamika wzrostu produkcji była znacząco wyższa w 1H'08. Od czasu akcesji Polski do Unii Europejskiej produkcja wykazuje tendencję wzrostową przy równoczesnym dużym zróżnicowaniu dynamiki. Roczne wskaźniki przyrostu produkcji w okresie 2005-2007 wyniosły od odpowiednio od 19,5 do 3,8%.

Według tych samych szacunków, produkcja głównych asortymentów przetworów, tj. wędlin, konserw i wyrobów wędliniarskich drobiowych, w 2008 roku wyniosła 200 tys. ton i była o 9,5% wyższa niż w roku ubiegłym. W latach 2003-2005, roczne tempo wzrostu produkcji przetworów było bardzo wyrównane, wynosząc ok. 13%. Od 2005 roku wykazywana przez GUS produkcja charakteryzuje się znacznymi wahaniami rocznymi – od spadku o 13,7% w 2006 roku do wzrostu o 14,3% w 2007 roku.

Przemysłowa produkcja mięsa drobiowego i przetworów w jednostkach o zatrudnieniu powyżej 9 osób [w tys. ton]

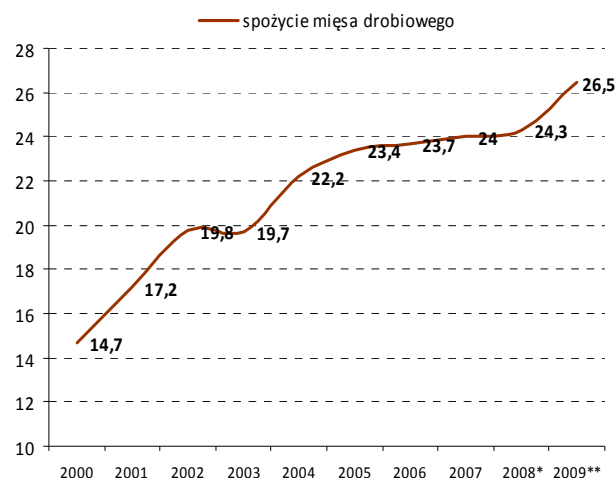
	Mięso drobiowe	Przetwory	w tym		
			Wędliny	Konserwy	wyroby wędliniarskie
2004	1035	167,4	109,2	36,6	21,6
2005	1237	185,1	126	34	25,1
2006	1304	159,7	96,3	33,4	30
2007	1354	182,6	118,4	32,7	31,5
2008*	1440	200	118	43	39
zmiana r/r					
2005	19,5%	10,6%	15,4%	-7,1%	16,2%
2006	5,4%	-13,7%	-23,6%	-1,8%	19,5%
2007	3,8%	14,3%	22,9%	-2,1%	5,0%
2008*	6,4%	9,5%	-0,3%	31,5%	23,8%

Źródło: IERiGŻ-PIB na podstawie danych GUS, * Szacunki IERiGŻ-PIB

Rynek mięsa w Polsce składa się z wielu średnich i małych firm. Największe obroty generuje rynek mięsa czerwonego (57% konsumpcji mięsa), który w ostatnich latach przeżył istotne procesy konsolidacyjne (inwestycje na rynku polskim dużych graczy globalnych: Smithfield, LDC France, Lohmann). Poziom koncentracji jest porównywalny z innymi krajami. Obecnie w naszym kraju funkcjonują 3 duże drobiarskie Grupy Kapitałowe: Indykpol, Drosed, Animex oraz kilkadziesiąt małych i średnich zakładów ubojowych. W zakresie produkcji ubojowej spółka posiada dominującą pozycję w indyku, w kurczaku natomiast zajmuje mniej znaczące miejsce. W 2009 roku spodziewany jest wzrost konsumpcji mięsa drobiowego, które wynosić będzie 26,5 kg/osobę (+9,1%) kosztem spadku spożycia wieprzowiny o 4,7%.

Spożycie mięsa w Polsce w latach 2000-2009 [w kg na mieszkańca]

	Mięso łącznie z podrobami			
	Ogółem	w tym mięso bez podrobów		
		wieprzowe	wołowe	drobiowe
2004	71,8	39,1	5,3	22,2
2005	71,2	39,0	3,9	23,4
2006	74,3	41,4	4,5	23,7
2007	77,6	43,6	4,0	24,0
2008*	75,5	42,5	3,9	24,3
2009**	75,0	40,5	3,9	26,5
zmiana r/r				
2005	-0,8%	-0,3%	-26,4%	5,4%
2006	4,4%	6,2%	15,4%	1,3%
2007	4,4%	5,3%	-11,1%	1,3%
2008*	-2,7%	-2,5%	-2,5%	1,3%
2009**	-0,7%	-4,7%	0,0%	9,1%



Źródło: IERiGŻ-PIB na podstawie danych GUS, * Szacunki, ** Prognoza - IERiGŻ-PIB

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Aktywa trwałe	192,0	209,8	205,1	203,9	203,9	205,1	206,4	207,8	209,0	210,3	211,6	212,9
Wartości niematerialne i prawne	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Rzeczowe aktywa trwałe	184,0	195,7	191,8	190,5	190,4	191,5	192,7	194,0	195,1	196,2	197,5	198,7
Aktywa obrotowe	153,2	179,4	156,0	170,1	182,4	198,9	212,1	228,4	245,8	270,1	276,3	282,6
Aktywa biologiczne	21,4	19,5	19,6	20,5	21,5	22,5	23,5	24,6	25,7	26,7	27,8	28,8
Zapasy	29,7	45,8	40,3	42,3	44,3	46,3	48,4	50,6	52,8	55,0	57,1	59,3
Należności krótkoterminowe	79,5	93,0	93,3	97,8	102,4	107,2	112,1	117,1	122,1	127,2	132,2	137,3
Inwestycje krótkoterminowe	20,8	20,1	1,8	8,5	13,2	21,9	27,0	35,0	44,2	60,1	58,1	56,1
AKTYWA RAZEM	345,1	389,2	361,1	374,1	386,3	404,1	418,5	436,1	454,8	480,3	487,9	495,5
Kapitał (fundusz) własny	174,5	145,2	158,3	180,0	203,9	230,3	258,5	289,0	321,8	356,8	361,2	365,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	95,4	119,0	90,0	103,7	125,5	149,4	175,8	204,0	234,4	267,2	270,7	274,3
Zysk (strata) z lat ubiegłych	39,1	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Zysk (strata) netto	23,6	-29,0	13,8	21,7	23,9	26,4	28,2	30,5	32,8	35,0	35,9	36,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	170,6	244,0	202,8	194,1	182,4	173,7	160,0	147,1	133,0	123,5	126,7	129,9
Zobowiązania długoterminowe	36,1	63,3	63,3	63,3	63,3	63,3	46,5	30,5	14,5	1,9	1,9	1,9
Długoterminowe %	36,1	61,4	61,4	61,4	61,4	61,4	44,6	28,6	12,6	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	89,7	138,8	97,6	88,8	77,1	68,5	71,6	74,7	76,6	79,8	82,9	86,1
Krótkoterminowe %	37,5	49,9	39,3	27,5	12,9	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA RAZEM	345,1	389,2	361,1	374,1	386,3	404,1	418,5	436,1	454,8	480,3	487,9	495,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody netto ze sprzedaży	725,7	765,4	767,9	804,9	842,9	882,5	922,8	963,9	1005,6	1047,1	1088,5	1130,3
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	595,5	656,1	631,0	662,2	693,3	725,4	758,9	792,6	826,9	861,1	895,1	929,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	130,2	109,3	136,8	142,7	149,6	157,1	163,9	171,3	178,7	186,1	193,4	200,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	103,5	111,0	109,9	116,0	121,3	126,9	132,8	138,7	144,7	150,7	156,6	162,6
Zysk (strata) na sprzedaży	26,7	-1,7	26,9	26,7	28,3	30,2	31,1	32,6	34,0	35,4	36,8	38,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,6	4,0	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	2,9	2,5
EBITDA	44,5	19,9	48,0	48,3	50,7	53,6	55,5	58,0	60,4	62,7	63,8	65,4
EBIT	27,3	2,3	29,8	29,7	31,4	33,5	34,5	36,2	37,8	39,3	39,8	40,7
Saldo działalności finansowej	1,1	-36,9	-12,8	-2,9	-1,9	-0,9	0,2	1,5	2,7	4,0	4,6	4,7
Zysk (strata) brutto	28,4	-34,6	17,0	26,8	29,5	32,6	34,8	37,6	40,5	43,2	44,3	45,4
Zysk netto	23,6	-29,0	13,8	21,7	23,9	26,4	28,2	30,5	32,8	35,0	35,9	36,8

CF [mln PLN]	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy z działalności operacyjnej	24,3	-5,4	44,1	41,5	43,2	45,4	47,0	49,0	50,9	52,8	54,0	55,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-13,9	-17,6	-45,1	-17,3	-19,1	-21,0	-21,9	-22,7	-23,2	-23,8	-24,5	-25,1
Przepływy z działalności finansowej	-12,8	33,2	-17,0	-17,5	-19,5	-15,8	-20,1	-18,3	-18,6	-13,0	-31,5	-32,3
Przepływy pieniężne netto	-2,4	10,2	-18,1	6,7	4,7	8,7	5,1	8,1	9,1	16,0	-2,0	-2,0
Środki pieniężne na początek okresu	12,0	9,6	19,9	1,8	8,5	13,2	21,9	27,0	35,0	44,2	60,1	58,1
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	19,9	1,8	8,5	13,2	21,9	27,0	35,0	44,2	60,1	58,1	56,1

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody zmiana r/r	5,5%	0,3%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%
EBITDA zmiana r/r	-55,2%	140,6%	0,5%	5,1%	5,6%	3,7%	4,5%	4,1%	3,7%	1,9%	2,5%
EBIT zmiana r/r	-91,7%	1214,4%	-0,4%	5,8%	6,6%	3,2%	4,7%	4,4%	4,0%	1,3%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r			57,8%	10,2%	10,5%	6,7%	8,2%	7,6%	6,7%	2,6%	2,4%
Marża brutto na sprzedaży	14,3%	17,8%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Marża EBITDA	2,6%	6,3%	6,0%	6,0%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
Marża EBIT	0,3%	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%
Marża netto	-3,8%	1,8%	2,7%	2,8%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
ROE	-20,0%	8,7%	12,1%	11,7%	11,5%	10,9%	10,5%	10,2%	9,8%	9,9%	10,1%
ROA	-7,5%	3,8%	5,8%	6,2%	6,5%	6,7%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%
Stopa zadłużenia	62,7%	56,2%	51,9%	47,2%	43,0%	38,2%	33,7%	29,2%	25,7%	26,0%	26,2%
Dług	111,4	100,8	89,0	74,4	62,7	45,9	29,9	12,6	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	28,6%	27,9%	23,8%	19,3%	15,5%	11,0%	6,9%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	40,1%	38,7%	31,2%	23,9%	18,4%	12,3%	7,4%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-1630,2%	-43,0%	-9,7%	-6,0%	-2,5%	0,7%	4,1%	7,2%	10,1%	11,5%	11,5%
Dług / kapitał własny	76,7%	63,6%	49,4%	36,5%	27,2%	17,8%	10,4%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	91,5	98,9	80,5	61,2	40,9	19,0	-5,1	-31,5	-60,1	-58,1	-56,1
Dług netto / kapitał własny	63,0%	62,5%	44,7%	30,0%	17,7%	7,3%	-1,8%	-9,8%	-16,9%	-16,1%	-15,3%
Dług netto / EBITDA	458,7%	206,1%	166,7%	120,7%	76,3%	34,2%	-8,8%	-52,2%	-96,0%	-91,0%	-85,7%
Dług netto / EBIT	4037,5%	332,2%	271,1%	194,9%	122,1%	54,9%	-14,1%	-83,5%	-153,2%	-146,2%	-137,8%
EV	200,8	208,3	189,8	170,5	150,2	128,3	104,3	77,8	49,2	51,2	53,3
Dług / EV	55,5%	48,4%	46,9%	43,6%	41,8%	35,8%	28,7%	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,1%	1,9%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	177,1%	78,5%	93,6%	99,5%	105,8%	106,0%	105,9%	105,2%	105,2%	105,3%	105,2%
Amortyzacja / Przychody	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	-5,0%	3,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-6,4%	1041,4%	12,9%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Wskaźniki rynkowe											
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	-3,8	8,0	5,0	4,6	4,1	3,9	3,6	3,3	3,1	3,0	3,0
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE	-9,6	14,6	14,4	13,9	13,5	13,2	13,0	13,2	13,1	12,6	12,6
EV/EBITDA	10,1	4,3	3,9	3,4	2,8	2,3	1,8	1,3	0,8	0,8	0,8
EV/EBIT	88,6	7,0	6,4	5,4	4,5	3,7	2,9	2,1	1,3	1,3	1,3
EV/S	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
FCF/EV	50,6%	1,3%	10,8%	12,1%	13,9%	16,9%	22,0%	31,3%	52,4%	51,2%	50,5%
BVPS	46,5	50,7	57,6	65,3	73,7	82,7	92,5	103,0	114,2	115,6	117,0
EPS	-9,3	4,4	6,9	7,7	8,5	9,0	9,8	10,5	11,2	11,5	11,8
CEPS	-3,6	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8
FCFPS	32,5	0,9	6,6	6,6	6,7	6,9	7,3	7,8	8,3	8,4	8,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,1	10,3
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	90,0%	90,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Dyrektor Wydziału
IT, media, handel

Marcin Stebakow
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: stebakow@bdm.com.pl

handel

Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.com.pl

Specjalista ds. analiz
przemysł drzewny,
materiały budowlane, tekstylia

Łukasz Janus
tel. (032) 20-81-438
e-mail: janus@bdm.com.pl

dystrybucja farmaceutyków

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Pozzczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Klauzule:

Niniejszy raport skierowany jest do inwestorów obsługiwanych przez BDM, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów.
Raport zostanie po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 20.07.2009 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 22.07.2009 roku.
Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne.
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.
Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną aktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.
Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.
BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.
W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Poprzednie rekomendacje spółki

Poprzednia rekomendacja	
Wycena poprzedniej rekomendacji	
Data poprzedniej rekomendacji	
Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	35,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'09

Kupuj	1	50%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
Sprzedaj	0	0%